



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2010 年 1 月 18 日

小盘股

研究部

曾令波

分析员

zenglb@cicc.com.cn

徐继强

分析员

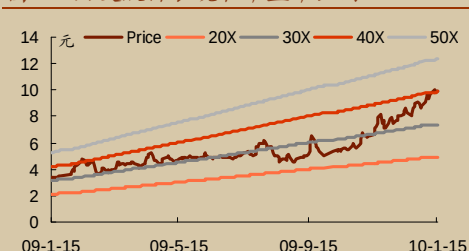
xujq@cicc.com.cn

审慎推荐

长电科技(600584.CH)

景气周期有望延长

图 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: Wind 资讯、中金公司研究部

图 2: 分业务收入构成

(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
分立器件	1,309	1,197	1,246	1,167
集成电路	957	1,071	1,651	2,065
-SiP封装	-	-	216	450
芯片	94	113	146	158
其他	24	-	-	-
Total	2,384	2,381	3,043	3,390

资料来源: 公司年报、中金公司研究部

图 3: 盈利预测调整

	2009		2010		2011	
营业收入(百万元)	09-11-5	10-1-18	09-11-5	10-1-18	09-11-5	10-1-18
	2,219	2,381	2,781	3,043	3,282	3,390
资本公积	59	39	227	260	304	359
净利润	52	35	198	231	265	312
归属于母公司净利润	41	26	185	217	251	293
每股收益(元)	0.05	0.03	0.25	0.25	0.34	0.34

资料来源: 中金公司研究部

公司近况:

我们于近期组织了对公司的联合调研,就公司经营情况与管理层进行了沟通。我们认为 2010 年将是 IC 封装业景气高点;SiP 级封装业务稳步发展,1 月份 CMMB 卡与 RF-SIM 卡的销量都将达到约 70 万张左右,产品链已经延伸至 WIFI、Micro SD Key 等领域。

评论:

我们认为,由于主要 IC 厂商 2010 年资本支出仍然较为保守,全球 IC 封装景气高点有望延续至 2010 年末;乐观预期下,可以持续至 2011 年上半年。

公司目前订单饱满,除 SiP 业务外,开工率都在 90%以上,好于我们此前预期。我们将传统业务 2010 年收入上调 25%以反映对行业景气周期延长的预期。

公司系统级封装产品链已得到迅速扩展,继 RF-SIM 卡后,目前已经相继开发出与中国移动合作的 CMMB CA 证书认证卡(用于用户接入 CMMB 移动电视时的身份认证)、用于手机银行的 Micro SD Key(用于用户用手机进行网上银行业务时的身份认证)、与中国电信合作的 Micro SD WIFI(帮助用户接入中国电信的 WIFI 网络及提供身份认证),与无锡美新半导体合作的 MEMS 产品(广泛应用于触摸式手机、互动游戏等业务)。

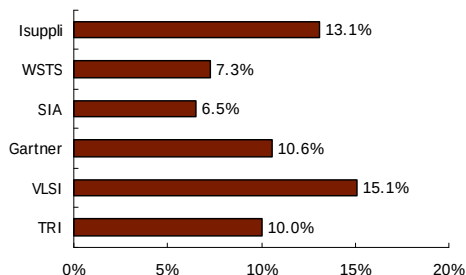
公司全资子公司长电香港于 2009 年收购了新加坡 JC Investment PTE LTD(JCI)19.9%股权,JCI 持有新加坡 APS 公司 51%股权。新加坡 APS 已经成功开发出 MIS 封装技术,可通过封装大幅提高芯片集成密度,有望与日月光的 Q-FPN 技术等成为未来主流封装技术之一。目前长电已经在江阴建立一个 MIS 封装工厂,最快一季度就可以开始运营,由于公司尚未披露相关产能资料,我们目前未考虑此项业务的贡献。JCI 的投资收益贡献目前也未考虑。

股价催化剂与投资建议:

基于 IC 封装行业景气周期有望延续至 2011 年、公司 SiP 产品有望伴随 3G 无线应用爆发增长而快速成长、MIS 业务前景看好,我们维持“审慎推荐”评级。

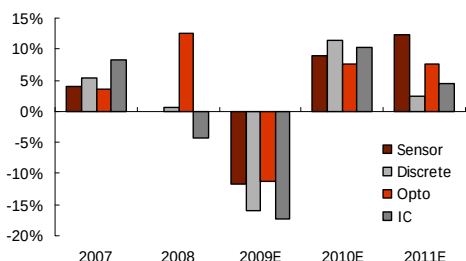
A 股市场半导体板块 2010、2011 年平均市盈率分别为 59x、39x,我们给予长电科技 6 个月目标价 12 元(除权后为 11 元),对应除权后 2010、2011 年市盈率分别为 44 倍和 33 倍,相比板块平均估值折扣分别为 25%和 15%。

图 4：2010 年全球半导体产值增速预测



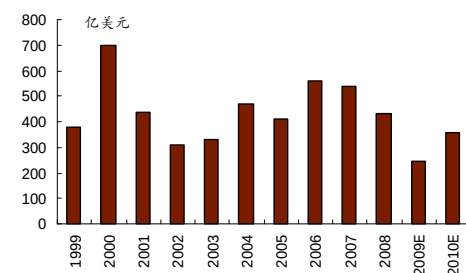
资料来源：2009 年 11 月，中金公司研究部

图 5：全球半导体四大产品增速预测



资料来源：TRI，2009 年 11 月，中金公司研究部

图 6：全球半导体产业资本开支预测



资料来源：TRI，2009 年 11 月，中金公司研究

图 7：主要 IC 相关产业产值预测

亿美元	2007	2008	2009E	2010E	2010 YoY
半导体	2,556	2,486	2,072	2,280	10.0%
手机	1,702	1,848	1,820	1,931	6.1%
NB	1,034	1,174	1,140	1,277	12.0%
LCD TV	680	803	800	843	5.4%
大尺寸面板	701	716	644	764	18.7%
太阳能	283	366	386	454	17.6%
DSC	241	246	213	214	0.7%
中小尺寸面板	220	242	250	271	8.5%
LED	66	68	70	80	14.0%
WLAN 晶片	20	22	19	22	14.1%

资料来源：TRI，2009 年 11 月，中金公司研究

全球半导体景气周期有望延续至 2011 年：

预计全球半导体产业产值 2010 年增速将达到 10%，2011 年增速预计也将维持在 5% 以上，从当前国际半导体厂商 2010 年资本开支计划来看，相较于 08 年仍有约 17% 的下降，而从需求来看，几大半导体相关产业 2010 年产值都有望超过 2007 年高点，因此，我们判断 2010 年全球半导体景气周期有望至少延续至第三季度；至 2010 年下半年，我们可能将看到半导体厂商追加资本开支，但 2011 年半导体产业仍有望维持较高景气。

其他 SiP 封装产品需求预测：

系统级封装 (SiP) 相对于传统封装，要求封装厂商直接参与 IC 产品的设计阶段，这与传统 IC 封装代工完全不同。而且，系统级封装由于集成了多芯片封装，不良品的损失远大于传统封装方法，因此对良品率的要求极高。

长电目前在 SiP 上的产品储备，除 RF-SIM 卡外，另有中国移动的 CMMB 手机移动电视 CA 认证卡，中国电信的手机用 WIFI 无线上网卡，银行客户的手机银行访问密钥，以及苏州美新半导体的 MEMS 芯片。

我们认为，CMMB、WIFI 无线上网卡的市场容量将可与 RF-SIM 卡相当；2009 年全国用于电脑访问网上银行的 USB 密钥的出货量接近 7000 万支，我们认为，手机银行密钥的市场容量也将非常庞大。

MEMS 芯片是微型传感领域不可或缺的关键元件，目前已经广泛应用于高端触摸式手机 (Iphone)、高端 GPS 导航仪、汽车胎压监测、互动式游戏 (Wii) 等电子产品，其市场容量非常庞大。

财务分析：

基于行业景气周期持续时间将延长的判断，我们将公司 2010、2011 年传统业务收入上调了 25% 和 32%；系统级封装业务尽管订单饱满，但由于系统级封装对良率的要求远高于传统封装，我们分别将 2010、2011 年出货量下调 10%，调整后公司 2010、2011 年净利润分别上调 17% 和 17%，2009 至 2011 年净利润复合增长率为 238%。

我们假设公司的配股将于 2010 年 6 月 30 日完成，净募集金额为 6.3 亿元，配股价为 5 元，增加股本 1.26 亿股。增发摊薄后，公司 2010、2011 年每股收益分别为 0.25 元和 0.34 元，公司 1 月 15 日收盘股价为 9.97 元，基于我们配股假设，除权后为 9.25 元，对应 2010、2011 年市盈率分别为 37x 和 28x。

图表 8: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
(%)	7%	22%	80%	92%	214%	11%
行业板块	科技		二级行业		电子元器件	
第一大股东	新潮集团		持股比率		16.2%	
总市值(百万元)	8,059		流通市值(百万元)		6,894	
发行股数(百万股)	871.18		股票现价(元)		9.25	

成长性分析						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入	34%	17%	3%	0%	28%	11%
销售毛利	41%	28%	-15%	-4%	55%	16%
EBITDA	38%	26%	-10%	5%	35%	8%
EBIT	39%	33%	-35%	-34%	155%	20%
净利润	75%	50%	-34%	-72%	745%	35%

盈利能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
毛利率	22.5%	24.5%	20.3%	19.5%	23.6%	24.6%
营业费用率	1.7%	1.7%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
管理费用率	7.7%	7.9%	9.5%	11.1%	9.7%	9.7%
EBITDA利润率	25.8%	27.7%	24.3%	25.5%	26.9%	26.1%
EBIT利润率	12.2%	13.8%	8.7%	5.8%	11.6%	12.5%
净利润率	4.8%	6.1%	3.9%	1.1%	7.1%	8.6%

偿债能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
流动比率	0.44	0.66	0.63	0.56	0.71	0.60
速动比率	0.32	0.55	0.52	0.42	0.57	0.44
现金比率	8%	22%	22%	16%	20%	10%
资产负债率	70%	62%	62%	70%	62%	59%
债务/权益	252%	176%	177%	263%	175%	161%
净债务/权益	108%	14%	42%	79%	15%	27%
利息覆盖倍数	n.m.	3	1	1	4	7

杜邦分析						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
税后利润/EBIT	39%	44%	45%	19%	62%	69%
×EBIT利润率	12.2%	13.8%	8.7%	5.8%	11.6%	12.5%
×销售净利润率	4.8%	6.1%	3.9%	1.1%	7.1%	8.6%
×资产周转率	0.67	0.52	0.51	0.54	0.63	0.78
×总资产收益率	3.2%	3.2%	2.0%	0.6%	4.5%	6.8%
×总资产/净资产	3.61	2.81	2.84	3.74	2.84	2.71
×净资产收益率	11.6%	8.9%	5.7%	2.2%	12.8%	18.4%

回报率分析						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
投入资本回报率	9.0%	7.6%	4.7%	1.6%	10.6%	14.8%
平均资本回报率	9.2%	9.8%	4.8%	1.4%	11.8%	14.5%

每股指标分析						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益	0.11	0.16	0.11	0.03	0.25	0.34
每股经营性现金流	1.94	1.73	1.03	0.42	0.89	0.70
每股股息	0.60	0.50	0.30	0.30	0.35	0.45
每股净资产	2.78	4.26	2.20	1.46	1.95	1.83

估值分析						
	2008A	2009E	2010E	2011E		
市盈率	86.6	313.5	37.1	27.5		
市净率	4.2	6.3	4.8	5.1		
股价/每股经营性现金流	9.0	22	10.3	13.2		
红利收益率	3.2%	3.2%	3.8%	4.9%		
DCF估值(RMB)	---					
目标股价(RMB)	11.00	预期收益率		19%		
目标市盈率			373	44	33	
目标市净率			8	6	6	

资料来源: Wind 资讯, 公司资料, 中金公司

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。