



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

公司动态
研究报告

2010 年 4 月 22 日

小盘股

研究部

曾令波

分析员, SAC 执业证书编号: S0080207120069

zenglb@cicc.com.cn

徐继强

分析员, SAC 执业证书编号: S0080209070094

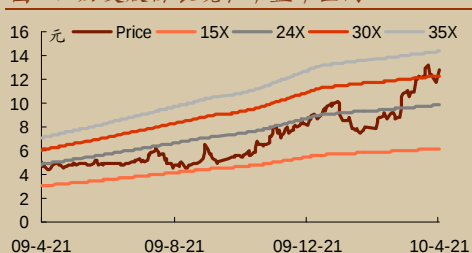
xujq@cicc.com.cn

推荐

长电科技(600584.CH)

毛利率环比大幅改善

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: 分业务收入预测

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
分立器件	1,309	909	966	937
集成电路	957	1,288	1,793	2,138
--SIP封装	-	20	209	588
芯片	94	156	169	178
其他	24	16	-	-
Total	2,384	2,370	2,929	3,253

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

图 3: 系统级封装业务预测

收入 (百万元)	2010E	2011E
RF-SIM	124	252
CMMB MSD	66	120
WIFI MSD	19	216
合计	209	588

资料来源: 中金公司研究部

图 4: 盈利预测调整表

	2010			2011		
	10/3/8	10/4/22	变化	10/3/8	10/4/22	变化
营业收入 (百万元)	2,784	2,828	5%	3,090	3,253	5%
分立器件	966	966	0%	937	937	0%
集成电路	1,649	1,793	9%	1,975	2,138	8%
--SIP封装	228	209	-9%	588	588	0%
芯片	169	169	0%	178	178	0%
其他	-	-	n.m.	-	-	n.m.
营业利润	293	324	11%	433	489	13%
净利润	304	294	-3%	419	431	3%
归属公司净利润	280	266	-5%	391	398	2%
净利润率	10.1%	8.9%	-1.2 pp	12.7%	11.7%	-1.0 pp
每股收益 (元)	0.38	0.36	-5%	0.52	0.53	2%

资料来源: 中金公司营业部

公司近况:

公司公布一季度报告: 一季度实现收入 7.48 亿元, 环比增长 3%; 实现净利润 3952 万元, 环比增长 79%。一季度实现每股收益 0.05 元, 符合我们预期。

评论:

毛利率环比大幅上升, 产品盈利能力大幅上升。公司一季度毛利率高达 24.1%, 较 2009 年四季度大幅上升 4 个百分点, 创 2008 年以来季度新高。毛利率大幅回升显示随着公司产品结构持续改善, 各项业务盈利能力均已大幅上升。我们推测公司一季度应有产品提价行为, 提价效应预计在二季度会有进一步见效。

长电先进 WLCSP 盈利贡献持续提高。从一季报推算, 长电先进盈利贡献应有进一步改善, 我们估计长电先进一季度贡献净利润应超过 1000 万元。往前看, 随着 WLCSP 产能持续上升, 以及 TSV 微型摄像头开始贡献盈利, 长电先进盈利能力将进一步上升。我们预计长电先进全年实现净利润 7700 万元, 贡献每股收益 0.08 元。

系统级封装业务受移动调整手机支付战略影响出货量将略有下降。

目前, 工信部正联合中国银联、中国移动等运营商共同制定手机支付标准, 未来手机支付标准存在一定变数。因此, 中国移动四月份已放缓了对 RFID-SIM 卡的采购。但我们认为, 无论最终手机支付采取何种标准, 受到直接冲击的将是上游做方案的 IC 公司, 对于做封装的长电来说, 都将是手机支付业务放量的直接受益者。我们将系统级封装业务 2010 年收入贡献小幅下调 9% 以反映 RFID-SIM 卡出货量的下降。

小幅下调 2010 年盈利预测 5%。由于长电所获得的“国家 02 专项补贴”会计上不能确认为营业外收入, 我们将长电科技 2010、2011 年营业外收入分别从 5700 万元下调至 1500 万元。由于长电先进盈利超出此前预期, 调整后, 公司 2010、2011 年每股收益分别为 0.36 元、0.53 元, 分别下调 5% 和上调 2%。

股价催化剂与投资建议:

长电先进 WLCSP 以及 TSV 微型摄像头业务均有超预期可能, 盈利仍有上调空间。而系统级封装业务尽管短期受手机支付相关业务的调整面临一定不确定性, 但 CMMB 出货量仍然保持稳定, 并且 WIFI MSD 进展也符合预期, 因此我们仍然看好系统级封装业务前景。我们维持“推荐”评级。

图表 5：分季度财务数据

(百万元)	08 Q1	08 Q2	08 Q3	08 Q4	09 Q1	09 Q2	09 Q3	09 Q4	10 Q1	QoQ	YoY
营业收入	579	679	642	483	357	599	687	727	748	3%	55%
营业成本	445	529	509	417	320	467	536	579	568	-2%	36%
毛利	134	150	133	65	37	132	151	148	181	22%	177%
营业税金及附加	2	3	3	1	1	1	1	1	1	-6%	9%
销售费用	10	11	13	11	10	12	14	17	12	-30%	8%
管理费用	59	58	50	59	50	65	78	89	93	5%	58%
财务费用	30	32	26	26	25	22	21	9	23	159%	-12%
资产减值损失	0	3	0	-8	1	2	1	4	1	-74%	n.m.
营业利润 (仅主业)	33	44	41	-25	-51	29	36	27	50	83%	n.m.
公允价值变动净收益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.m.	n.m.
投资净收益	1	0	0	-1	1	0	0	-2	0	n.m.	n.m.
汇兑净收益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.m.	n.m.
营业利润	34	44	41	-25	-50	29	36	26	50	95%	n.m.
营业外收入	0	0	-0	23	0	1	1	7	3	-55%	-86%
营业外支出	0	2	0	0	1	1	3	3	1	-53%	1016%
税前利润	34	43	41	-2	-51	29	34	30	52	74%	n.m.
所得税费用	7	5	9	-5	0	1	3	5	7	44%	n.m.
净利润	27	38	32	3	-51	29	31	25	45	80%	1624%
少数股东收益	3	3	2	-2	-0	3	4	3	5	86%	n.m.
归属于母公司净利润	24	35	29	5	-51	25	27	22	40	79%	715%
每股收益 (元)	0.03	0.05	0.04	0.01	-0.07	0.03	0.04	0.03	0.05	79%	715%
毛利率	23.2%	22.1%	20.7%	13.5%	10.4%	22.0%	22.0%	20.3%	24.1%	4 pp	11 pp
销售费用率	1.6%	1.6%	2.0%	2.3%	2.9%	2.0%	2.0%	2.4%	1.6%	-1 pp	-1 pp
管理费用率	10.3%	8.5%	7.8%	12.3%	14.1%	10.9%	11.4%	12.3%	12.5%	0 pp	0 pp
营业利润率	5.8%	6.5%	6.4%	-5.2%	-14.0%	4.9%	5.2%	3.5%	6.7%	3 pp	n.m.
税前利润率	5.8%	6.3%	6.3%	-0.5%	-14.3%	4.9%	4.9%	4.1%	6.9%	3 pp	n.m.
净利率	4.2%	5.1%	4.6%	1.0%	-14.4%	4.3%	3.9%	3.0%	5.3%	2 pp	4 pp

资料来源：Wind 资讯，公司资料，中金公司

图表 6: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

长电科技 损益表 (人民币百万)						
600584	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入	1,972	2,316	2,384	2,370	2,986	3,406
销售成本	1,529	1,748	1,901	1,902	2,254	2,509
营业费用	34	40	45	53	52	58
管理费用	152	182	226	283	272	304
EBIT	240	320	208	119	398	524
EBITDA	508	641	578	546	852	978
财务费用	111	107	114	77	74	34
投资收益	0	0	0	-1	0	0
其他损益项	9	18	22	24	24	23
所得税	41	64	16	9	42	70
少数股东损益	-8	7	6	10	28	33
归属于股东的净利润	94	141	93	24	266	398

长电科技 资产负债表 (人民币百万)						
600584	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
现金	240	975	1,038	838	354	733
应收账款	328	402	305	406	508	536
预付账款	15	32	18	45	5	52
存货	233	290	308	348	400	365
其他流动资产	14	21	12	59	87	72
流动资产	831	1,720	1,680	1,697	1,354	1,758
固定资产	1,501	2,081	2,222	2,434	2,288	2,090
长期投资	0	47	51	67	67	67
其他长期资产	602	616	702	554	559	564
长期资产	2,103	2,744	2,975	3,055	2,914	2,722
资产总额	2,934	4,464	4,655	4,752	4,268	4,480
短期借款	980	1,042	1,508	1,344	754	510
各项应付款	802	1,442	1,049	1,146	1,237	1,249
应交税费	12	16	3	-0	-	-
应付职工薪酬	25	33	23	39	35	47
其他流动负债	72	72	73	195	193	193
流动负债	1,892	2,605	2,657	2,723	2,219	1,999
长期借款	140	155	222	215	15	15
其他长期负债	12	25	18	30	31	32
长期负债	152	180	241	245	46	47
负债总额	2,044	2,785	2,897	2,968	2,264	2,046
少数股东权益	78	92	117	119	147	180
股本	293	373	745	745	745	745
公积金及未分配利润	520	1,214	896	919	1,111	1,509
股东权益	812	1,586	1,641	1,665	1,856	2,254
负债及股东权益	2,934	4,464	4,655	4,752	4,268	4,480

长电科技 现金流量表 (人民币百万)						
600584	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净利润	94	141	93	24	266	398
折旧/摊销	268	321	370	427	454	454
运营资本变化	125	84	153	-343	-60	-6
其他项	80	97	153	109	-7	-4
经营活动现金流	567	643	769	216	653	842
固定资产投资	-452	-726	-925	-321	-252	-202
其他投资活动	-33	-3	95	-11	-50	-50
投资活动现金流	-486	-729	-830	-332	-302	-252
股权融资	-	640	-	-	-	-
借款变动	16	79	533	-208	-200	-
其他融资活动	-99	-130	-182	-131	-636	-210
融资活动现金流	-82	589	351	-339	-836	-210
现金(等价物)变化	-10	502	290	-456	-484	379

历史股价表现						
(%)	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
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)	9,538		流通市值(百万元)		9,538	
发行股数(百万股)	745.18		股票现价 (元)		12.80	

成长性分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入	34%	17%	3%	-1%	26%	14%
销售毛利	41%	28%	-15%	-3%	57%	22%
EBITDA	38%	26%	-10%	-6%	56%	15%
EBIT	39%	33%	-35%	-43%	233%	32%
净利润	75%	50%	-34%	-74%	1017%	50%

盈利能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
毛利率	22.5%	24.5%	20.3%	19.7%	24.5%	26.3%
营业费用率	1.7%	1.7%	1.9%	2.2%	1.7%	1.7%
管理费用率	7.7%	7.9%	9.5%	11.9%	9.1%	8.9%
EBITDA利润率	25.8%	27.7%	24.3%	23.0%	28.5%	28.7%
EBIT利润率	12.2%	13.8%	8.7%	5.0%	13.3%	15.4%
净利润率	4.8%	6.1%	3.9%	1.0%	8.9%	11.7%

偿债能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
流动比率	0.44	0.66	0.63	0.62	0.61	0.88
速动比率	0.32	0.55	0.52	0.50	0.43	0.70
现金比率	8%	22%	22%	18%	8%	16%
资产负债率	70%	62%	62%	62%	53%	46%
债务/权益	252%	176%	177%	178%	122%	91%
净债务/权益	108%	14%	42%	43%	22%	n.m.
利息覆盖倍数	n.m.	3	1	1	5	15

杜邦分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
税后利润/EBIT	39%	44%	45%	20%	67%	76%
× EBIT利润率	12.2%	13.8%	8.7%	5.0%	13.3%	15.4%
＝销售净利润率	4.8%	6.1%	3.9%	1.0%	8.9%	11.7%
×资产周转率	0.67	0.52	0.51	0.50	0.70	0.76
＝总资产收益率	3.2%	3.2%	2.0%	0.5%	6.2%	8.9%
×总资产/净资产	3.61	2.81	2.84	2.85	2.30	1.99
＝净资产收益率	11.6%	8.9%	5.7%	1.4%	14.3%	17.7%

回报率分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
投入资本回报率	9.0%	7.6%	4.7%	1.2%	13.0%	16.0%
平均资本回报率	9.2%	9.8%	4.8%	1.2%	13.0%	17.6%

每股指标分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
摊薄每股收益	0.13	0.19	0.12	0.03	0.36	0.53
每股经营性现金	1.94	1.73	1.03	0.29	0.88	1.13
每股股息	0.00	0.10	0.00	0.10	0.00	0.00
每股净资产	2.78	4.26	2.20	2.23	2.49	3.02

估值分析						
		2008A	2009A	2010E	2011E	
市盈率		102.5	401.2	35.9	24.0	
市净率		5.8	5.7	5.1	4.2	
股价/每股经营性现金流		12.4	44	14.6	11.3	
红利收益率		0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	
DCF估值(RMB)	---					
目标股价(RMB)	---	预期收益率		---	---	---
目标市盈率		---	---	---	---	
目标市净率		---	---	---	---	

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
国贸写字楼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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。