

2010-09-16

电子元件

康强电子 002119.SZ

首次

增持

当前价格	11.55 元
目标价格	13.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

赵磊(执业证书编号: S0930209110229)

021-22169176

zhaol@ebcn.com

联系人:

蒯剑

021-22169311

kuaijian@ebcn.com

产品升级、利润稳定

◇ 调研地点: 浙江宁波

◇ 拜访对象: 康强电子董事会秘书赵勤政和证券事务代表杜云丽

◆ 公司业绩与电子行业景气度密切相关

公司短期增速相对上半年可能放缓, 中期需求强劲。由于整个电子行业的复苏, 公司在上半年的总收入为 4.6 亿元, 同比增长近 90%, 净利润同比增长 120% 至 2,700 万元。最近, 行业对下一阶段景气度的预期不如上半年, 但行业看好 1-3 年后的景气度, 因而对公司产品的强劲需求将会持续。长期来看, 世界半导体封装产业正在向中国转移, 封装厂商必将加大在中国的采购, 从而受益于包括康强电子在内的相关供应商。

◆ 引线框和键合丝业务仍将占主导地位

公司引线框业务的增长将来自产品结构的升级。在销售数量上, 公司的集成电路用引线框占比在增加, 高端产品占比的提升有利于收入的增长和综合毛利率的提升。公司也在积极开发中高端的 QFN 框架, 在 5、6 月份已送出样品供客户检验, 明年有望大批量生产。公司也正在开发或试生产 BGA 基板和蚀刻工艺引线框架。

由于售价低, 铜键合丝有望逐步替代金丝; 公司的铜丝利润值高于金丝产品, 因而替代过程不会影响公司的利润水平。

◆ 公司业务不同于典型的电子行业公司

1) 公司产品价格没有显著下降的趋势, 由于定价按照原材料加成本和利润的模式, 产品价格随着原材料价格变化而波动; 2) 随着产品价格的下跌, 大多数电子产品都面临着利润下跌的风险, 但公司有望保持稳定的利润; 3) 公司业务对运营资金要求高。

◆ 当前估值偏低, 给予增持评级

我们预测公司的营业收入和净利润在未来三年将分别年平均增长 43% 和 30%, 在 2010-2012 年的每股收益分别为 0.36 元、0.44 元和 0.53 元, 当前股价对应 2010 年的市盈率约为 31 倍, 处于电子行业较低水平, 我们给予目标 13 元, 对应市盈率为 36 倍。

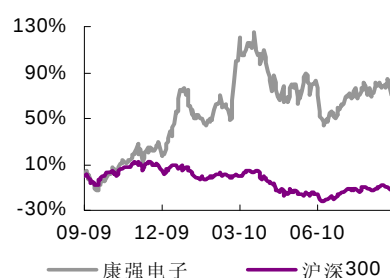
业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	669	634	989	1,404	1,842
营业收入增长率	-4.66%	-5.37%	56.18%	41.87%	31.20%
净利润(百万元)	6	47	70	85	103
净利润增长率	-88.19%	639.45%	47.59%	21.25%	22.13%
EPS(元)	0.03	0.24	0.36	0.44	0.53
ROE(归属母公司) (摊薄)	1.23%	7.95%	10.66%	11.78%	12.98%
P/E	351	48	32	27	22
P/B	4	4	3	3	3
EV/EBITDA	142	53	21	19	16

市场数据

总股本(百万股)	194
总市值(百万元)	2,243
流通比例(%)	95.33%
12 个月最高/最低(元)	15.73/5.81
近 3 月日均成交量(百万股)	6.20
主要股东	宁波普利赛 思电子有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.49	-10.87	80.21
绝对收益	-4.57	-7.15	68.03

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

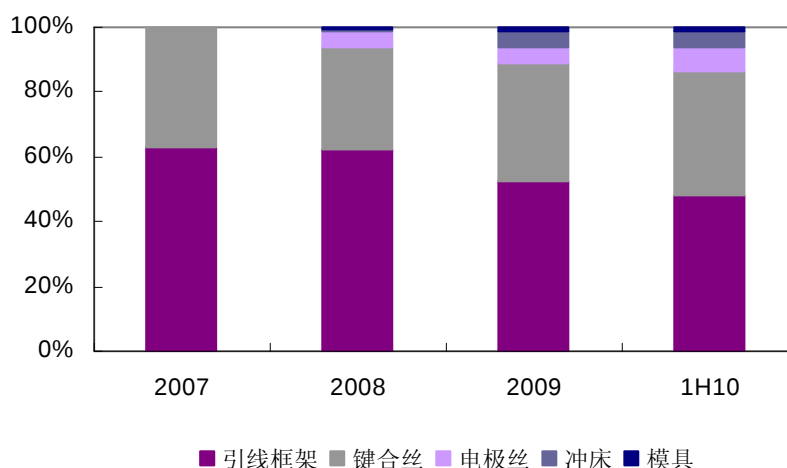
一、 引线框架和键合丝是公司主要产品

康强电子的主要产品是引线框架和键合丝，均是半导体封装的材料。公司产品的主要原材料是铜和金，下游客户是长电科技、华天科技和通富微电等半导体封装企业。

在过去三年半，虽然引线框架和键合丝在总收入中占比有所减少，但一直在 87% 以上，在 3-5 年内，公司仍将以这两样产品为主要业务方向。

图表 1：引线框架和键合丝是公司主要产品

公司营业收入占比图



资料来源：公司公告、光大证券研究所

二、 公司业绩与电子行业景气度密切相关

2.1 短期增速可能放缓，中期需求强劲

由于整个电子行业的复苏，公司在上半年的出货量与 2007 年顶峰期的水平相似，总收入由去年上半年的 2.4 亿元增至今年上半年的 4.6 亿元，同比增长近 90%，归属于上市公司股东的净利润由 1,200 万元增长 120% 至今年上半年的 2,700 万元。

7、8 月虽然订单亦然饱满，但下游客户对于订单的催促程度不如上半年，说明产业对下一阶段景气度的预期不如上半年，可能源于对经济二次探底的担忧。上半年台资和其它大的国际性半导体企业均有较大的固定资产投资，表明他们对行业 1-3 年后的景气度看好，对公司产品的

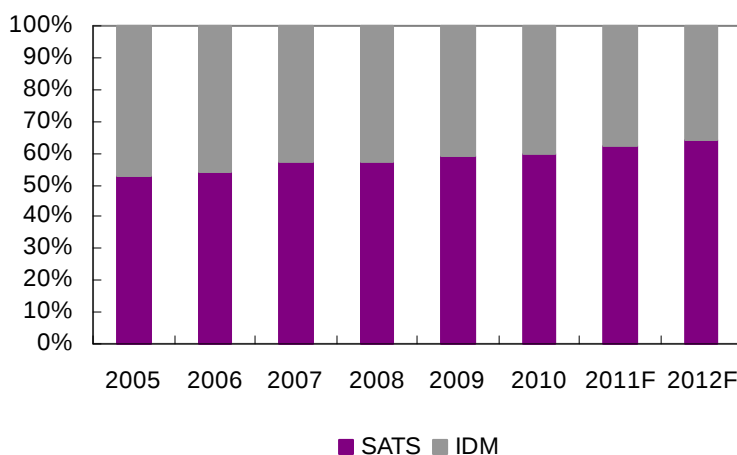
强劲需求将会持续。

2.2 长期将受益于世界半导体封装产业向中国的转移

随着欧美公司的 IDM 模式被 SATS 模式替代，低成本制造正在变得越来越重要。世界半导体封装产业正在向中国转移，封装厂商必将加大在中国的采购，从而受益于包括康强电子在内的相关供应商。公司已开始向快捷半导体供货。

图表 2：SATS 在逐步替代 IDM 模式

全球 SATS 与 IDM 占比图



资料来源：Gartner、光大证券研究所

三、引线框和键合丝业务仍将占主导地位

3.1 引线框产品结构升级将促进业务增长

引线框在未来 2-3 年仍将是公司的最重要产品，公司去年出产 220 亿支引线框，今年预计出货在 300 亿支左右，增长率达 36%。

我们认为公司引线框业务的增长将来自产品结构的升级。引线框产品结构变化大，价格差距也大，可从每支几厘钱到几毛钱。在低端的分立器件引线框领域，国内有不少厂家，竞争激励，利润水平低；在高端的集成电路领域，主要依赖进口，尤其是蚀刻工艺制造的高精度产品，利润水平较高。在销售数量上，公司的集成电路用引线框占比在增加，低端引线框占比减少到了 40% 以下，高端产品占比的提升有利于收入的增长和综合毛利率的提升。公司也在积极开发中高端的 QFN (Quad Flat No leads, 四侧无引脚扁平封装) 框架，在 5、6 月份已送出样品供客户检验，明年有望大批量生产。QFN 引线框生产线的总投资约为 1 亿元，

因而公司可能在明年面临融资的需求。我们认为 QFN 封装工艺迎合了消费电子产品轻薄小的要求，未来将有很好的增长前景。公司也正在开发 BGA（Ball Grid Array，球状引脚栅格阵列封装）基板，但预计今明两年对业绩难有重大影响。由于 LED 引线框在工艺上与半导体引线框有所不同，公司当前仅有少量生产。

冲压是引线框加工的第一步，由于产品尺寸小，精密模具开发加工能力非常重要。很多其它国内厂家依赖进口模具，而公司收购了前北京电加工研究所下属的一个精密模具公司，该公司是国内最先进的引线框模具厂；现在，该模具子公司的 70% - 80% 产品用于公司内部配套。公司的精密冲压可生产高达 60 - 100 引脚的框架。

公司也开始试生产用于高端产品的蚀刻工艺引线框架，主要用于 100 以上引脚的高精度框架。

3.2 铜丝替代金丝不影响公司利润

全球最大的测封企业日月光设立了专门的部门从事铜键合丝替代传统金丝的推广。日月光现在使用铜丝的比例大约在 20%，这一比例在未来有望进一步提高。低成本的铜键合丝主要应用于中低端产品，但由于铜丝容易氧化，需要氮气保护，封装制程比传统的金丝更复杂。公司的金丝与铜丝的出货长度比例约为 1: 1，由于金丝单价远高于铜丝，公司当前的主要收入来自于金丝业务。虽然铜丝产品售价较低，但利润值高于金丝产品，因而替代过程不会影响公司的利润水平。

图表 3：便宜的键合铜丝将逐渐替代键合金丝

键合金丝与铜丝比较表

	金丝	铜丝
售价	高	低
用途	传统封装材料	在中低端领域逐渐替代金丝
封装过程	较简单	复杂，铜丝容易氧化，需要氮气保护
公司利润值	较低	较高

资料来源：光大证券研究所

四、 其它业务

数控机床线切割的合金铜丝是公司海外业务增长的主要动力，上半年该项业务收入约 3,300 万元，但亏损约 170 - 180 万元，公司的目标是在今年实现该项业务的扭亏为盈。

冲床业务上半年收入约在 2,200 万元，当前主要依靠外协加工，公司已在江阴新厂采用了一台自产的冲床。

IC 卡载带主要用于各类 IC 芯片,是固定于表面铜片凹槽之间的基带。虽然各领域对 IC 卡的需求量巨大,但由于载带在 IC 卡成本中占比很低,因此 IC 卡载带的市场规模不算太大,并且一家法国公司拥有 95%以上的市场份额。公司自去年底开始有了一定的出货,现有年产 1 亿片 IC 卡用载带的生产能力,按照每张 IC 卡载带 0.2-0.3 元的价格,该项业务可以产生 2,000-3,000 万元的收入,占总收入比重仅 3%。当前,公司 IC 卡载带的主要客户是上海长丰等 IC 卡厂商。我们认为,银行 IC 卡的迁移在未来五年每年将新增近 3 亿张 IC 卡需求,对应载带业务的新增市场规模近亿元。但该产品是公司的相对不成熟产品,不是公司未来业务发展的重点。

五、 公司业务不同于典型的电子行业公司

5.1 价格风险小于行业平均

公司产品价格没有显著下降的趋势,而大多数电子产品都面临着价格下跌的风险。公司产品的定价按照原材料加成本和利润的模式,产品价格随着金、铜等原材料价格变化而波动。对公司最有利的情形是原材料价格缓慢上涨,这样公司运营风险小,并且不用计提存货跌价。

5.2 公司有望保持稳定的利润

随着产品价格的下跌,大多数电子产品都面临着利润下跌的风险,我们认为公司有望保持稳定的利润。

在产品定价上,公司采用原材料加成本和利润的模式,随着金、铜等原材料的价格波动而同向调整。因此金、铜等原材料价格的适度上涨会对公司盈利产生正面影响,反之亦然。

在供求关系上,一方面,公司与客户之间的合作紧密,客户更换供应商的成本较高,从新供应商的小批量供货到大批量出货需要 1-2 年的过渡期,因而客户希望供应商稳定,从而提高了新供应商的进入壁垒。另一方面,由于引线框企业对于下游客户的议价能力有限,公司也不太可能赚取超额利润。封测企业的集中度高,全球几个大的企业占据很大的市场份额,本土市场上也是长电、通富和华天三大企业实力强大,而在引线框行业,则有较多小企业,每个封测企业通常有 3-4 个引线框供应商,从而约束了供应商的议价能力。

5.3 公司业务对运营资金要求高

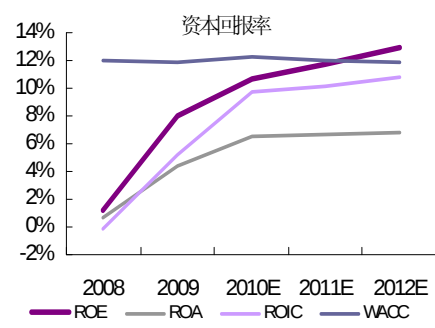
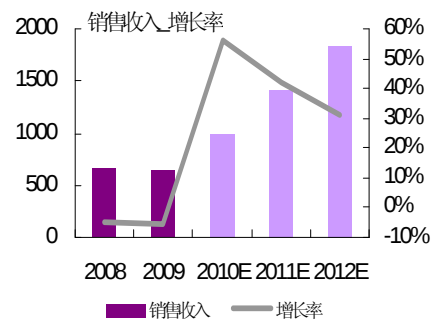
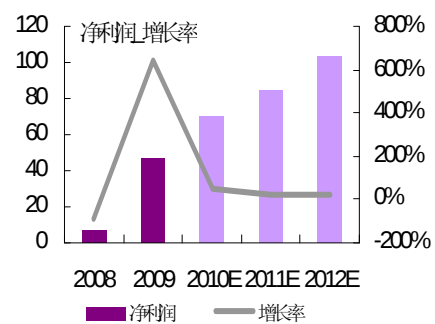
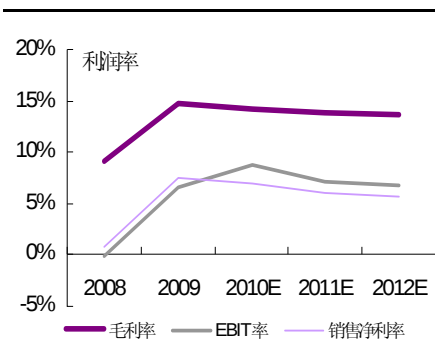
一方面,公司的铜、金等原材料采购需要现款,另一方面,公司的客户通常会占用 3 个月的货款。为了补充公司的运营资金,公司自 2009 年以来在逐渐减持持有的长电科技股票(发起人股),未来有可能继续减

持。股份减持行为本身不会影响公司与第一大客户长电科技的合作。

六、 当前估值偏低，给以增持评级

我们预测公司的营业收入和净利润在未来三年将分别年平均增长 43%和 30%，在 2010 - 2012 年的每股收益分别为 0.36 元、0.44 元和 0.53 元，当前股价 11.55 元对应 2010 年的市盈率约为 31 倍，处于电子行业较低水平，我们给予目标 13 元，对应市盈率为 36 倍。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	669	634	989	1,404	1,842
营业成本	609	540	848	1,208	1,589
折旧和摊销	19	5	33	35	36
营业税费	1	1	1	1	2
销售费用	6	8	10	15	21
管理费用	32	40	47	74	101
财务费用	26	17	13	14	19
公允价值变动损益	0	1	0	0	0
投资收益	-2	15	0	0	0
营业利润	-29	41	73	85	105
利润总额	5	48	73	85	105
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	6.39	47.22	69.69	84.50	103.21

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	953	1,088	1,071	1,261	1,506
流动资产	519	584	669	883	1,154
货币资金	147	114	148	211	276
交易型金融资产	0	1	0	0	0
应收账款	160	229	230	271	339
应收票据	74	26	73	105	117
其他应收款	31	17	25	47	53
存货	104	172	170	217	318
可供出售投资	25	59	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	13	12	12	12	12
固定资产	213	195	208	211	207
无形资产	107	81	76	73	69
总负债	400	458	382	508	675
无息负债	131	174	210	272	374
有息负债	269	284	171	236	300
股东权益	553	629	689	753	831
股本	194	194	194	194	194
公积金	215	249	260	272	288
未分配利润	108	150	200	251	313
少数股东权益	35	36	36	36	36

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3	33	108	43	55
净利润	6	47	70	85	103
折旧摊销	19	5	33	35	36
净营运资金增加	-11	63	60	153	168
其他	-12	-83	-55	-229	-252
投资活动产生现金流	-138	-70	62	-10	-10
净资本支出	-108	-82	10	10	10
长期投资变化	13	12	0	0	0
其他资产变化	-43	0	52	-20	-20
融资活动现金流	12	0	-136	30	20
股本变化	97	0	0	0	0
债务净变化	31	16	-113	64	64
无息负债变化	-45	43	36	62	103
净现金流	-123	-38	34	62	66

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-4.66%	-5.37%	56.18%	41.87%	31.20%
净利润增长率	-88.19%	639.45%	47.59%	21.25%	22.13%
EBITDA 增长率	-77.44%	169.74%	150.96%	12.50%	19.39%
EBIT 增长率	-102.08%	-3752.92%	104.99%	15.00%	24.62%
估值指标					
PE	351	48	32	27	22
PB	4	4	3	3	3
EV/EBITDA	142	53	21	19	16
EV/EBIT	-2,163	59	29	26	21
EV/NOPLAT	-1,978	59	30	26	21
EV/Sales	4	4	3	2	1
EV/IC	3	3	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	9.10%	14.72%	14.27%	13.93%	13.72%
EBITDA 率	2.63%	7.49%	12.04%	9.54%	8.69%
EBIT 率	-0.17%	6.66%	8.74%	7.09%	6.73%
税前净利润率	0.80%	7.50%	7.38%	6.09%	5.72%
税后净利润率 (归属母公司)	0.95%	7.45%	7.04%	6.02%	5.60%
ROA	0.62%	4.36%	6.51%	6.70%	6.85%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.23%	7.95%	10.66%	11.78%	12.98%
经营性 ROIC	-0.17%	5.19%	9.72%	10.07%	10.85%
偿债能力					
流动比率	1.42	1.36	1.85	2.08	1.95
速动比率	113.38%	95.88%	137.94%	156.63%	141.24%
归属母公司权益/有息债务	1.93	2.09	3.81	3.04	2.65
有形资产/有息债务	3.11	3.51	5.78	5.02	4.77
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.03	0.24	0.36	0.44	0.53
每股红利	0.00	0.05	0.11	0.13	0.16
每股经营现金流	0.01	0.17	0.55	0.22	0.28
每股自由现金流(FCFF)	0.78	0.32	0.22	-0.12	-0.08
每股净资产	2.66	3.06	3.37	3.69	4.10
每股销售收入	3.45	3.26	5.09	7.23	9.48

资料来源：光大证券、上市公司

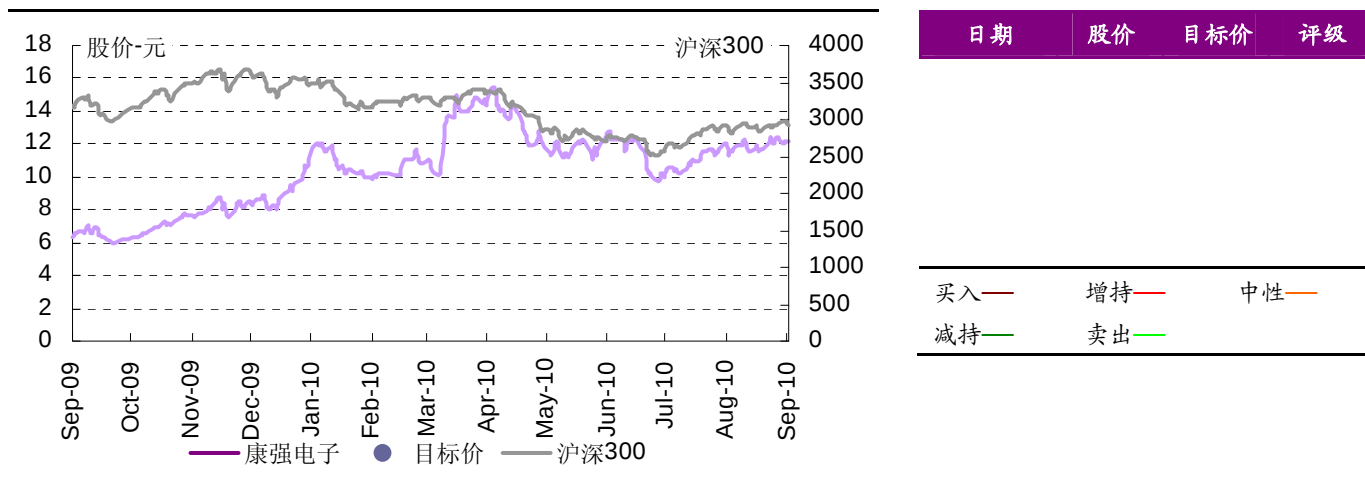
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

康强电子（002119）

分析师：赵磊



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。