

长电科技（600584）

增持/维持评级

股价：RMB8.19

分析师

卢山

SAC 执业证书编号:S1000511060001

82125092

lushan@mail.htlhsc.com.cn

联系人

李欣

(0755)8212 5064

lixinsz@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《移动支付--可以预见的大蛋糕》

《半导体封装行业研究报告》

《2011 年全球半导体行业景气回顾》

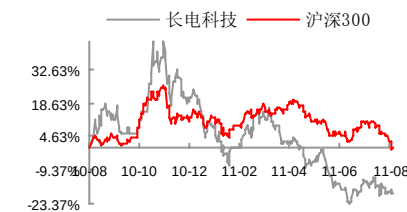
《人工成本上涨对电子行业上市公司净利润影响的研究》

《日本地震对电子行业的影响分析》

基础数据

总股本（百万股）	853
流通 A 股（百万股）	853
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	6,987

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

上半年人工与金价上涨导致增收不增利，下半年看智能终端结构性机会和铜代金

- 中报显示，公司上半年收入、归属于上市公司股东净利润分别为 19.76 亿元、8470 万元，同比增长 20.6%、-19.0%，盈利能力与收入增长出现背离的原因是，原材料和人工成本上涨导致毛利率由 2010 年上半年的 25.5% 下滑到今年同期的 20.4%。
- 上半年公司的收入增长远高于行业平均水平，主要原因是：第一、系统级封装带来行业变革，使得公司的技术工艺优势得以转化为市场优势；第二、日本地震加速了产能转移。系统级封装面临变革性机遇，因为单纯依靠在 foundry 环节减小 MOS 管线宽提升集成度的方法将面临天花板（近年来摩尔定律确已减速），封装的系统化成为 IC 集成度提升的重要方式，带动封装行业技术门槛和行业集中度的提升。
- 上半年毛利率下滑主要由于人工成本和原材料涨价。毛利率下滑了 5.1 个百分点，我们估算，人工成本和原材料涨价各占一半因素。人工成本在 2010 年上半年、2011 年上半年营收中的占比分别约为 12.5%、14.8%，上升 2.4 个百分点。原材料方面，黄金和锡价格上涨迅猛，形成很大的成本压力。
- 我们认为，公司下半年业绩将出现反转，营收和毛利率都将有望回升。
- 智能手机、平板的普及化将推动公司营收的增长。公司的 IC 产品主要用于手机、笔记本等消费电子，该类产品出现结构性机遇：市场定位的多元化，推动芯片厂商和解决方案的多元化，将很大一部分封装需求从台湾等一线大厂向长电科技等本土公司分流。
- 毛利率的回升基于三个方面的判断：第一、封装行业的规模效应显著，下半年旺季营收增长带来边际毛利率的快速升高；第二、铜代金比例的提升；第三、异地生产基地的逐步建立有利于降低人工、水电等成本。
- 我们预测，公司 2011-2013 年收入分别为 43.8 亿、53.4 亿、66.3 亿元，净利润分别为 2.2 亿、3.2 亿、4.4 亿元，当前股本摊薄 EPS 为 0.25 元、0.38 元、0.52 元，对应 PE 为 32.1 倍、21.7 倍、15.7 倍，维持增持评级。
- 风险提示。黄金等原材料价格继续大幅上涨。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3616.2	4376.0	5343.0	6630.0
(+/-%)	52.6	21.0	22.1	24.1
归属母公司净利润(百万元)	207.7	217.4	322.4	444.7
(+/-%)	795.5	4.7	48.3	37.9
EPS(元)	0.24	0.25	0.38	0.52
P/E(倍)	33.6	32.1	21.7	15.7

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1562	2466	3578	5105	营业收入	3616	4376	5343	6630
现金	637	1266	2144	3334	营业成本	2732	3470	4173	5145
应收账款	422	508	601	759	营业税金及附加	5	9	9	12
其他应收款	2	2	3	3	营业费用	69	74	88	104
预付账款	45	61	76	91	管理费用	466	520	614	743
存货	424	575	689	842	财务费用	90	50	53	63
其他流动资产	0	53	66	76	资产减值损失	1	2	3	2
非流动资产	3154	2931	2659	2160	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	66	64	65	65	投资净收益	0	29	14	17
固定资产	2601	2500	2323	1907	营业利润	253	279	417	578
无形资产	118	101	86	70	营业外收入	0	19	19	20
其他非流动资产	0	266	185	118	营业外支出	6	6	7	6
资产总计	4717	5397	6237	7265	利润总额	271	292	429	591
流动负债	1279	1028	1500	1665	所得税	38	42	61	84
短期借款	390	2	2	2	净利润	233	250	368	507
应付账款	474	699	872	1039	少数股东损益	25	33	46	63
其他流动负债	0	326	625	624	归属母公司净利	208	217	322	445
非流动负债	912	1646	1645	2001	EBITDA	344	775	958	1153
长期借款	685	929	1206	1504	EPS (元)	0.24	0.25	0.38	0.52
其他非流动负	227	717	439	497					
负债合计	2192	2673	3145	3666	主要财务比率				
少数股东权益	130	163	209	272	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	853	853	853	853	成长能力				
资本公积	952	952	952	952	营业收入	52.6%	21.0%	22.1%	24.1%
留存收益	591	757	1079	1524	营业利润	520.8	10.1%	49.3%	38.7%
归属母公司股	2395	2561	2883	3328	归属母公司净利	795.5	4.7%	48.3%	37.9%
负债和股东权	4717	5397	6237	7265	获利能力				
					毛利率(%)	24.5%	20.7%	21.9%	22.4%
					净利率(%)	5.7%	5.0%	6.0%	6.7%
					ROE(%)	8.7%	8.5%	11.2%	13.4%
					ROIC(%)	8.8%	9.0%	15.5%	24.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	46.5%	49.5%	50.4%	50.5%
					净负债比率(%)	107.42	37.66	40.64	42.74
					流动比率	1.22	2.40	2.39	3.07
					速动比率	0.89	1.84	1.92	2.56
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.87	0.92	0.98
					应收账款周转率	9	9	9	9
					应付账款周转率	5.26	5.91	5.31	5.38
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新)	0.24	0.25	0.38	0.52
					每股经营现金流	0.49	0.51	1.40	1.11
					每股净资产(最)	2.96	3.00	3.38	3.90
					估值比率				
					P/E	33.64	32.10	21.70	15.70
					P/B	2.77	2.73	2.42	2.10
					EV/EBITDA	24	10	8	6

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。