

长电科技 (600584.SS/600584 CH)

新产品递延不影响获利强劲成长

Rmb14.33

增持
维持结果分析
财测下修

廖明正

886.2.2181.8730

steven.liao@kgi.com.tw

林振民 (Coordinator)

86.21.6125.8672

■ 上半年获利略低于我们预期，但仍旧强劲

■ 2007 与 2008 年每股盈余预估分别调降至 0.37 元与 0.58 元

■ 12 个月目标价 16 元；维持「增持」评级

产品组合转佳带动获利强劲成长

长电上半年获利低于我们预估 6.3%，但同比增长 37.7% 仍属强劲，主因在于产品组合转佳以及子公司挹注更多获利。营收年增 19.7% 至 10.14 亿元，但淡季效应使得扣除新顺微电子（未上市，长电于 3Q06 并购）贡献后，年增率滑落至 11.3%。此外，长电上半年调整了一些会计项目，将研发与投资的资产减损由成本改列为费用。重新分类之后，销管费用增加 1,750 万元，但可被资产减损减少 1,750 万元（包括 460 万元投资以及约 1,300 万元其它资产）所抵销。

为了有相同的比较基准，我们使用重新分类之前的数字。公司产品组合转佳（降低直插式封装，提高片式比重）以及合并新顺微电子，带动毛利率上扬 2.7 个百分点。销管费用占营收比上升 1.8 个百分点至 9.5%，营利率上升 0.8 个百分点至 12.7%。净利看似涵盖相当大的一笔非经常性项目，但事实上全属经常性获利。净利年增 37.7% 至 4,900 万元，虽然小幅低于我们预期，但在淡季中仍属强劲的获利增长。

图一：获利成长维持强劲

单位: 百万元	凯基财测	1H07财报(重新分类前)	1H07财报	差距 (%)	1H06	年增率 (%)
营收	1,028	1,014	1,014	(1.3)	848	19.7
毛利润	218	224	224	2.9	165	36.0
销管费用	85	96	114	13.0	65	48.4
息税前获利	133	128	111	(3.5)	100	28.1
利息与财务支出	54	53	53	(1.8)	47	13.8
资产减值亏损	0	0	(18)	N.A.	2	(100.0)
营业外收益	(2)	(5)	(5)	162.5	(4)	25.0
税前获利	77	70	70	(9.0)	47	50.6
税后净利	52	49	49	(6.3)	35	37.7
每股盈余 (元)	0.14	0.13	0.13	(6.3)	0.09	37.7
毛利率 (%)	21.2	22.1	22.1	0.9 百分比	19.5	2.7 百分比
销管费用占营收比 (%)	8.3	9.5	11.2	1.2 百分比	7.6	1.8 百分比
营利率 (%)	12.9	12.7	10.9	(0.3 百分比)	11.8	0.8 百分比
净利率 (%)	5.1	4.8	4.8	(0.3 百分比)	4.2	0.6 百分比

资料来源：公司资料；凯基证券集团预估

新产品发展较预期缓慢

长电新产品发展仍较我们预期缓慢，包括平面凸点封装 (FBP) 产品与子公司长电先进（未上市）、智源（未上市）、新志光电（未上市）的其它新产品。目前单月 FBP 出货约 1,500 万颗，月营收约 3-4 百万元，贡献仍小并仅小幅高于我们假设的下缘。主要原因是产品认证周期较长且产能受限，我们预期下半年更多设备迁入之后将有所改善。上半年智源与新志光电的投资亏损为 460 万元，目前长电资产负债表上两家公司的净值分别为 2,200 万元与 600 万元。我们预期未来几季还将认列约 1,400 万元的投资亏损。

调降 2007 与 2008 年每股盈余

考量上半年表现低于预期、潜在投资亏损以及新产品发展时程较预期缓慢，我们将 2007 年获利预估调降 8% 至 1.37 亿元。同时也将 2008 年净利预估下修 6% 至 2.16 亿元。因此 2007 与 2008 年每股盈余分别修正为 0.37 元与 0.58 元，预期获利成长仍强劲，年增率分别达 52% 与 58%。

公司评价与投资建议

尽管长电新产品发展与子公司贡献较缓慢，加上原料成本偏高、人民币升值冲击以及价格竞争持续，上半年公司仍藉由改善产品组合成功达成强劲的获利增长。有鉴于 2006-07 年间产能扩张保守，封装产业景气仍佳。而下半年公司获利将随着订单强劲与产品组合持续改善而加速成长。因此，我们维持 12 个月目标价 16 元，相当于凯基 2008 年每股盈余预估之 28 倍。重申「增持」评级。

至12月31日	主营收入	主营利润	营业利润	EBITDA	净利润	每股盈利
至12月31日	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(元)
2006A	1,955	429	261	802	90	0.31
2007F	2,313	518	251	520	137	0.37
2008F	3,036	671	339	660	216	0.58
2009F	2,313	518	251	520	137	0.37
至12月31日	EV/Sales	EV/EBIT	EV/EBITDA	市盈率	EV/Inv. C	净资产回报率
	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(%)
2006A	2.6	19.8	6.4	46.5	2.1	11.7
2007F	2.4	22.1	10.7	39.0	1.9	11.5
2008F	1.8	16.3	8.4	24.8	1.6	13.0
2009F	2.4	22.1	10.7	39.0	1.9	11.5
产业	电子			52 周股价 (低/高):	8 - 15.8	
12个月目标价 (人民币元)	16.0			市值 (十亿元/美金百万):	5/667	
上涨/下跌空间 (%)	11.7			流通在外股数 (百万股):	373	
上涨空间排名 (percentile, %)	88			不受大股东掌控股数 (百万股):	205	
股利收益率-12/07估 (%)	0.7			外资持有股数 (百万股):	N.A.	
每股净值-12/07估 (人民币元)	4.2			3 个月平均日成交量 (百万股):	8.2	
价格每股净值比-12/07估 (x)	3.4			股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)	-7; 10.3; 79.8	
净负债比率-12/07估 (%)	14.0			股价相对表现 % (3, 6, 12个月)	-16.4; -39; -47.8	