



## 长电科技 (600584.SS/600584 CH)

主要业务符合预期

<b>Rmb14.14</b>	<b>增加持股</b> 维持	<b>结果分析</b>
吕 林振民 86.21.6237.1828 分机 125 angus.lin@kgish.com		吕 魏宏达 86.21.6237.1828 分机 130 hondaw@kgish.com

■ 投资损失导致 2006 年获利低于预期

■ 下调 2007 年 EPS 预估, 上调 2008 年 EPS 预估

■ 目标价上修为 16 元, 维持「增持」评级

### 提列投资损失, 导致 2006 年获利低于预期

公司 2006 年营收 19.55 亿元, 同比增长 32.5%, 但低于我们预估 1.1%。因产品组合改善与产能利用率提高, 毛利率自 2005 年 20.7% 增加为 21.9%, 高于我们预估 1.0 个百分点, 营业利益达 2.61 亿元, 高于我们预估 6.8%。

然而, 由于提列子公司长电智源(未上市)与新志光电(未上市)的投资减值准备, 投资损失自 2005 年 800 万元扩大为 2006 年 1,500 万元, 因为该两家公司仍处于产品发展期, 尚未商业量产。提列准备后前者的账面净值仍有 2,600 万元, 后者则为 700 万元。受投资损失影响, 长电科技 2006 年获利低于我们预估 10.6%, 为 9,025 万元, 较上年度成长 64.5%。

图一: 投资损失导致 2006 年获利低于预期

	2006 年结果	凯基预估	差异(%)	2005 年结果	年增长率(%)
营收	1,955	1,977	(1.1)	1,475	32.5
毛利	429	414	3.5	305	40.4
销售费用	168	170	(1.1)	133	26.7
营业利益	261	244	6.8	173	50.9
利息与财务费用	111	97	14.6	79	40.0
投资收益	(15)	0	N.A.	(8)	81.9
税前净利润	137	152	(9.7)	85	61.3
税后净利润	90	101	(10.6)	55	64.5
EPS (元)	0.31	0.35	(10.6)	0.19	64.5
毛利率(%)	21.9	20.9	1.0 百分点	20.7	1.2 百分点
销售费用与营收比(%)	8.6	8.6	0 百分点	9.0	(0.4 百分点)
营业利润率(%)	13.3	12.3	1.0 百分点	11.7	1.6 百分点
税后净利润率(%)	4.6	5.1	(0.5) 百分点	3.7	0.9 百分点

资料来源: 公司资料; 凯基证券集团预估

### 平面凸点封装(FBP)业务仍看好

我们对公司的平面凸点封装(FBP)业务仍持正面看法, 认为将是 2007-09 年的增长推手。第一季度每月出货量自去年第四季度 150 万颗增长为 530 万颗, 但低于我们预

估的 800 万颗, 主因为设备迁移至新厂与农历春节放假效应。4 月出货量已提高至 1,000 万个, 且因产品组合改善, 平均售价大幅提高。我们预估第二季度 FBP 的营收贡献将自第一季度单月 200 万元成长至单月 1,200 万元。与主流的方形扁平无引脚(QFN)封装相较, FBP 具成本低、生产效率、产品表现的优势。我们预估其营收贡献将于 2007 年下半年起飞, 推升公司 2007-09 年业绩。

### 下调 2007 年 EPS 预估, 上调 2008 年 EPS 预估

基于第一季度表现平平与投资损失, 我们将 2007 年税后净利润预估下调 10% 至 1.49 亿元, 但因 FBP 业务改善与所得税率降低, 将 2008 年税后净利润预估上调 1% 至 2.3 亿元。在第一季度增发新股后, 我们 2007 与 2008 年完全稀释后的 EPS 预估将为 0.4 元与 0.62 元。

### 公司评价与投资建议

我们认为, 由于 2006 与 2007 年产能扩张保守, 全球封装与测试产业仍处于向上走势, 且仍对 FBP 封装前景看好, 将为长期投资公司的利好。目前公司股价分别相当于我们 2007 与 2008 年 EPS 预估的 25.3 倍与 22.9 倍, A 股科技股目前平均价则相当于 2008 年 EPS 预估的 20-26 倍。有鉴于中国 A 股市场市盈率向上修正, 我们将目标市盈率提高, 将目标价从 12 元上调至 16 元, 相当于我们 2008 年 EPS 预估的 26 倍, 为 A 股同业 EPS 区间的上缘。我们重申「增持」评级, 认为第一季度偏弱的表现为布局良机。

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	2,579	545	347	615	149	0.40
2008F	3,204	657	447	803	230	0.62
2009F	3,862	772	527	925	286	0.77
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	19.6	6.4	45.8	1.8	11.7
2007F	2.2	16.5	9.3	35.3	1.8	12.4
2008F	1.7	12.5	7.0	22.9	1.6	13.9
2009F	1.5	11.0	6.3	18.4	1.6	15.8
<b>产业</b>		<b>电子</b>		52 周股价(低/高):	6.2 - 14.4	
12个月目标价(人民币元)		16.0		市值(十亿元/美金百万):		5/659
上涨/下跌空间(%)		13.2		流通在外股数(百万股):		373
上涨空间排名(percentile, %)		90		不受大股东掌控股数(百万股):		205
股利收益率-12/06估(%)		0.4		外资持有股数(百万股):		N.A.
每股净值-12/07估(人民币元)		4.3		3 个月平均日成交量(百万股):		5.1
价格每股净值比-12/07估(x)		3.3		股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)		21; 49.8; 128.7
净负债比率-12/07估(%)		29.6		股价相对表现 % (3, 6, 12个月)		-3; -24.9; -13.6



## 资产负债表

至12月31日 (百万元)	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
<b>资产总额</b>	<b>2,433</b>	<b>2,869</b>	<b>4,469</b>	<b>4,895</b>	<b>5,140</b>
<b>流动资产</b>	722	829	2,162	2,536	2,524
现金及短期投资	233	229	1,222	1,368	1,110
存货	168	232	328	411	498
应收帐款及票据	306	336	565	702	846
其它流动资产	16	31	46	55	69
<b>非流动资产</b>	1,711	2,041	2,307	2,359	2,616
长期投资	53	49	94	146	201
固定资产	1,532	1,808	2,083	2,078	2,276
什项资产	127	183	130	134	140
<b>负债总额</b>	<b>1,697</b>	<b>2,059</b>	<b>2,884</b>	<b>3,165</b>	<b>3,236</b>
<b>流动负债</b>	1,428	1,847	2,451	2,767	2,858
应付帐款及票据	482	730	1,003	1,256	1,354
短期借款	905	1,050	1,320	1,351	1,311
什项负债	41	66	129	160	193
<b>长期负债</b>	269	212	432	398	378
长期借款	210	140	372	338	328
其它负债及准备	59	72	60	60	50
<b>股东权益总额</b>	<b>736</b>	<b>811</b>	<b>1,585</b>	<b>1,730</b>	<b>1,904</b>
普通股本	293	293	373	373	373
资本公积	220	219	779	779	779
保留盈余	224	299	434	578	753

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

## 主要财务比率

至12月31日 (百万元)	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
<b>年成长率 (%)</b>					
营业收入	24.5	32.5	31.9	24.3	20.5
营业利益	32.2	50.9	33.2	28.7	18.0
EBITDA	51.4	33.8	(23.2)	30.5	15.1
税后纯益	12.1	64.5	65.2	54.4	24.4
每股盈余	12.1	64.5	29.7	54.4	24.4
<b>获利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	20.7	21.9	21.1	20.5	20.0
营业利益率	11.7	13.3	13.5	13.9	13.7
EBITDA 利益率	40.6	41.0	23.9	25.1	23.9
税后纯益率	3.9	4.8	6.0	7.4	7.6
平均资产报酬率	2.4	3.6	4.2	5.1	5.9
平均净值报酬率	7.7	11.7	12.4	13.9	15.8
<b>稳定 \ 偿债能力分析</b>					
毛负债比率 (%)	151.6	146.8	106.7	97.6	86.1
净负债比率 (%)	120.0	118.5	29.6	18.6	27.8
利息保障倍数(X)	2.0	2.5	3.1	3.3	3.8
利息及短期债保障倍数(X)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
<b>Cash Flow Int. Coverage (X)</b>	4.1	8.9	3.9	4.8	4.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	0.3	0.7	0.3	0.4	0.4
流动比率 (X)	0.5	0.4	0.9	0.9	0.9
速动比率 (X)	0.4	0.3	0.7	0.8	0.7
净负债 (Rmb百万)	826.7	921.8	715.2	395.2	424.8

## 每股资料分析 (人民币元)

每股盈余	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8
每股现金盈余	1.6	2.2	1.1	1.6	1.8
每股净值	2.5	2.8	4.3	4.6	5.1
每股营收	5.0	6.7	6.9	8.6	10.4
EBITDA/shr	0.6	0.9	0.9	1.2	1.4
每股股利	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3

## 资产运用状况

资产周转率 (X)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
应收帐款周转天数	75.7	62.7	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	41.5	43.3	46.4	46.8	47.1
应付帐款周转天数	119.2	136.4	142.0	143.1	128.0
现金转换循环天数	(2.0)	(30.3)	(15.5)	(16.3)	(0.9)

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

## 损益表

至12月31日 (百万元)	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
<b>营业收入</b>	<b>1,475</b>	<b>1,955</b>	<b>2,579</b>	<b>3,204</b>	<b>3,862</b>
营业成本	1,169	1,526	2,034	2,548	3,089
<b>营业毛利</b>	<b>305</b>	<b>429</b>	<b>545</b>	<b>657</b>	<b>772</b>
营业费用	133	168	198	210	245
<b>营业利益</b>	<b>173</b>	<b>261</b>	<b>347</b>	<b>447</b>	<b>527</b>
利息收入净额	(79)	(111)	(123)	(146)	(152)
利息收入	3	(20)	(15)	(13)	(12)
利息支出	82	91	108	134	140
投资收益净额	(8)	(15)	(5)	2	4
其它营业外收入净额	0	3	5	10	8
税前纯益	85	137	225	312	387
所得税费用	28	43	70	75	93
非常项目税前税后利润	57	94	155	237	294
非常项目 (包括少数股东权益)	(2)	(4)	(6)	(7)	(8)
<b>税后纯益</b>	<b>55</b>	<b>90</b>	<b>149</b>	<b>230</b>	<b>286</b>
EBITDA	599	802	615	803	925
<b>每股盈余(人民币元)</b>	<b>0.19</b>	<b>0.31</b>	<b>0.40</b>	<b>0.62</b>	<b>0.77</b>

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

## 现金流量表

至12月31日 (百万元)	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>338</b>	<b>814</b>	<b>424</b>	<b>647</b>	<b>573</b>
本期纯益	57	94	155	237	294
折旧及摊提	426	541	268	357	397
本期运用资金变动	(154)	164	(5)	56	(114)
其它营业资产及负债变动	8	15	5	(2)	(4)
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(439)</b>	<b>(886)</b>	<b>(540)</b>	<b>(406)</b>	<b>(651)</b>
资本支出净额	(584)	(802)	(530)	(339)	(582)
本期长期投资变动	146	(11)	(50)	(50)	(50)
其它资产变动	(1)	(72)	40	(17)	(19)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(101)</b>	<b>(71)</b>	<b>(116)</b>	<b>241</b>	<b>(78)</b>
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>156</b>	<b>72</b>	<b>1,115</b>	<b>(89)</b>	<b>(172)</b>
现金增资	(15)	(15)	625	(86)	(112)
本期负债变动	165	75	502	(3)	(50)
其它长期负债变动	7	13	(12)	0	(10)
<b>本期产生现金流量</b>	<b>55</b>	<b>1</b>	<b>999</b>	<b>152</b>	<b>(250)</b>

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

## ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	1 - $\frac{\text{营业成本}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{折旧及摊提}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{销管费用}}{\text{营业收入}}$	= 营业利益率
2005A	50.4%	28.9%	9.0%	11.7%
2006A	50.4%	27.7%	8.6%	13.3%
2007F	68.5%	10.4%	7.7%	13.5%
2008F	68.4%	11.1%	6.6%	13.9%
2009F	69.7%	10.3%	6.3%	13.7%
至12月31日	1/ $\frac{\text{营业运用资金}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{净固定资产}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{什项资产}}{\text{营业收入}}$	= 资本周转率
2005A	0.0	1.0	0.1	0.9
2006A	(0.1)	0.9	0.1	1.0
2007F	(0.0)	0.8	0.1	1.2
2008F	(0.0)	0.6	0.0	1.5
2009F	0.0	0.6	0.0	1.6
至12月31日	营业利益率	x 资本周转率	x 1 - 有效现金税率	= 税后 ROIC
2005A	11.7%	0.9	67.3%	6.8%
2006A	13.3%	1.0	68.6%	9.4%
2007F	13.5%	1.2	69.0%	11.1%
2008F	13.9%	1.5	76.0%	16.0%
2009F	13.7%	1.6	76.0%	16.2%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估