

2017年08月26日

通富微电 (002156.SZ)

动态分析

中期营收大幅增加，盈利能力改善值得期待

投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 29.7 亿元，同比上升 70.7%，毛利率 15.3%，同比下降 3.0 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 8,568 万元，同比上升 0.22%，每股收益 0.09 元，同比持平。第二季度单季度实现销售收入 15.3 亿元，同比上升 32.7%，归属上市公司股东净利润 4,965 万元，同比下降 8.77%。

◆ 点评：

➢ **营收大幅增长，不考虑并表因素仍显著提升**：公司 2017 年上半年销售收入实现同比大幅上升 70.7% 达到 29.7 亿元，收入规模占到年初制定 71.96 亿元全年目标的 41.3%，基本符合预期。AMD 槟城及苏州基地 2017 年上半年全面并表，总收入规模为 13.3 亿元，占比为 44.8%，成为收入增长的主要原因，但是我们即使不考虑并表因素，其他生产基地合计上半年销售收入同比也获得了 27.6% 的增速，显示了公司订单规模实质性增加。公司披露在苏通产业园、合肥基地产能持续释放的情况下，加大了新产品和新客户的导入，成功导入 10 多家新客户，其中欧美收入规模提升 20% 以上，亚太提升 50% 以上，国内也有 10% 以上的增长。

➢ **毛利率下降和补贴降低抑制净利润增长**：公司 2017 年上半年整体毛利率同比下降 3.0 个百分点，盈利能力有所下降，值得关注的有两个方面：1) 第二季度单季度同比仅下降 0.5 个百分点，环比上升，公司盈利能力有所恢复；2) 国内市场处于新基地、新客户、新产品的持续开拓中，因此毛利率大幅低于常规水平，因此未来有望逐步恢复。尽管三项费用率同比下降 2.1 个百分点有所改善，但是上半年确认的政府补贴较少降低营业外收入，使得净利润水平仅与去年同期持平。

➢ **前三季度业绩向好，产业布局结合行业增长值得期待**：公司预计在 2017 年前三季度的净利润增速为 0%-30%，略高于中期净利润 0.22% 的增长速度。我们认为，公司在崇川总部、AMD 的槟城和苏州产业基地经营较为成熟，客户和订单的情况预计将会保持稳定成长，而苏通基地、合肥基地的产能建设和爬坡过程逐步推进，在积极获得客户订单的同时，规模效应也将会逐步体现，进而推升盈利能力恢复正常水平。行业层面全球集成电路市场处于景气周期上行，并且国内市场需求和政策持续推进，公司的产业布局和产能扩张受益将会是可以期待的大概率事件。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.36、0.43 和 0.52 元。净资产收益率分别为 8.4%、9.3% 和 10.2%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 12.90 元，相当于 2017 年至 2019 年 35.8、30.0 和 24.8 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：安徽和苏通产业基地建设及渠道推进不及预期；上游晶圆价格上涨无法有效传导至下游；主要客户存在业绩波动风险。

电子元器件 | 半导体 III

 投资评级 **买入-A(维持)**

6 个月目标价 12.90 元

股价(2017-08-25) 9.66 元

交易数据

总市值 (百万元) 9,395.61

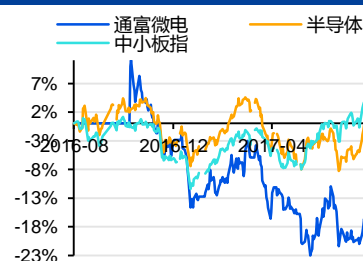
流通市值 (百万元) 9,393.67

总股本 (百万股) 972.63

流通股本 (百万股) 972.43

12 个月价格区间 8.99/13.78 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.12	-13.97	-22.34
绝对收益	3.87	-3.01	-18.43

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号：S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

陈韵迷
 chenyunmi@huajinsec.cn
 021-20377060

相关报告

通富微电：战略合作厦门海沧区政府投资 70 亿元建设高端先进封装产线，拓展公司业务规模 2017-06-27

通富微电：收购资产并表提升收入，整合推动未来业绩 2017-03-20

通富微电：规模扩张享全球产业转移红利，收购 AMD 封装资产打开未来成长空间 2017-02-06

通富微电：三季报并表带来收入大增，盈利能力有待整合 2016-10-29

通富微电：并表 AMD 资产带来收入提升，

业绩未来向好 2016-08-30

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,321.9	4,591.7	7,020.8	8,338.5	9,561.6
同比增长(%)	11.1%	97.8%	52.9%	18.8%	14.7%
营业利润(百万元)	26.8	143.8	450.9	582.6	670.6
同比增长(%)	-45.9%	435.8%	213.6%	29.2%	25.6%
净利润(百万元)	147.3	180.8	352.7	417.8	501.9
同比增长(%)	21.9%	22.7%	95.1%	18.4%	20.1%
每股收益(元)	0.15	0.19	0.36	0.43	0.52
PE	63.8	52.0	26.6	22.5	18.7
PB	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：市场开拓成效显著，盈利能力仍待提升	4
二、经营状况点评：海外市场贡献显著，并表外收益仍然可观	5
（一）海外市场显著增长，国内市场开拓效果尚未显现	5
（二）AMD 并表显著增加公司收入，其他部分稳健成长	5
（三）业绩指导：前三季度业绩增长持续谨慎乐观	6
三、投资建议	7
四、风险提示	7

图表目录

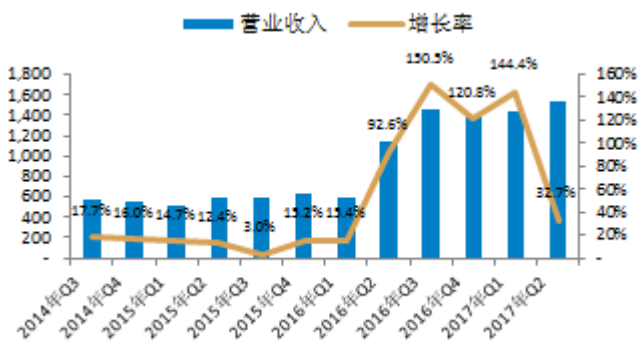
图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动	4
图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 7：2017 年上半年 AMD 基地与其他生产基地收入占比	5
图 8：营业收入按 AMD 和其他基地细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5

一、季度业绩点评：市场开拓成效显著，盈利能力仍待提升

公司 2017 年上半年销售收入实现 29.7 亿元，同比上升 70.7%，其中第二季度的销售收入 15.3 亿元，同比上升 32.7%。2017 上半年，公司实现收入大幅度增长的主要原因是整体并表 AMD 槟城和苏州生产基地的收入，较于去年同期仅并表 2 个月提升显著。另一方面，公司在苏通产业园、合肥基地产能持续释放的情况下，加大了新产品和新客户的导入，成功导入 10 多家新客户，其中欧美收入规模提升 20%以上，亚太提升 50%以上，国内也有 10%以上的增长。

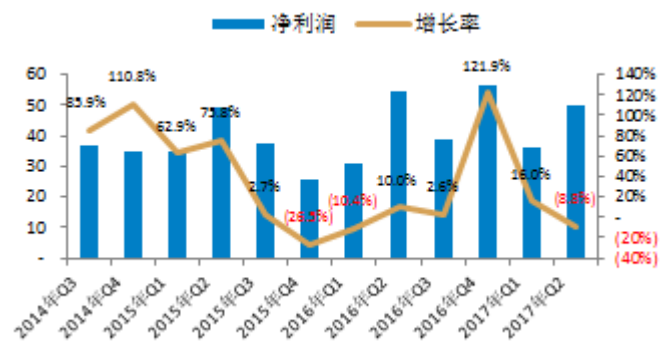
公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 8,568 万元，同比上升 0.22%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 4,965 万元，同比下降 8.77%。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度盈利变动

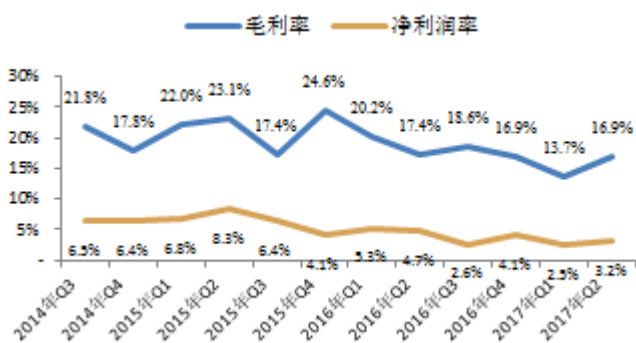


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 15.3%，同比下降 3.0 个百分点，其中第二季度的毛利率为 16.9%，同比下降 0.5 个百分点，在并购 AMD 相关资产并且在苏通和合肥投建产业园过程中，毛利率出现了较为明显的下降，但是随着产能爬坡过程逐步推进以及规模效应逐步体现，公司的毛利率水平在第二季度出现了环比的提升。

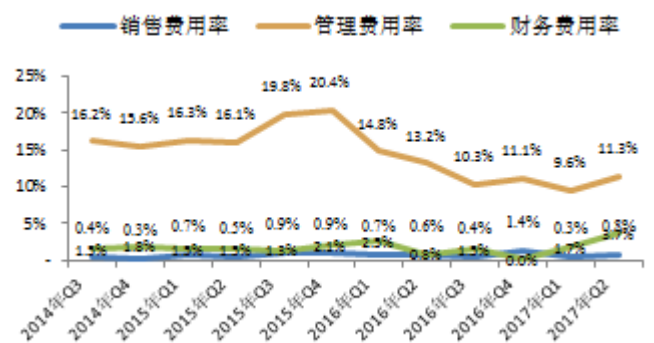
经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 0.6%、10.5%、2.7%，其中第二季度的分别为 0.8%、11.3%、3.7%。公司的三项费用率上半年同比下降 2.1 个百分点。从数值上说，公司在新产品和新客户开拓的过程中，销售费用和管理费用均显著增加，但是由于营收的增速更加显著，因此在费用率方面获得了一定的下降。不过由于营业外收入中政府补贴项目的减少，公司净利润仅实现与去年同期持平的情况。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



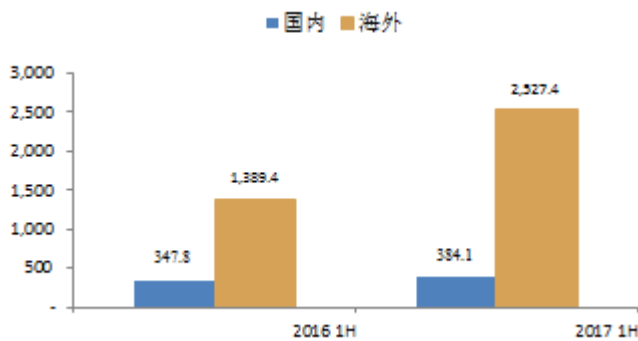
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：海外市场贡献显著，并表外收益仍然可观

（一）海外市场显著增长，国内市场开拓效果尚未显现

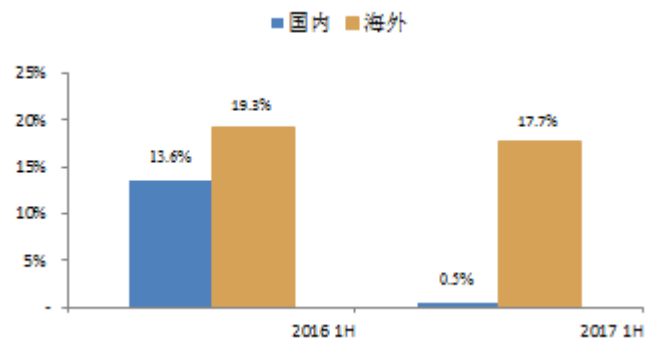
2017年上半年，公司海外市场销售收入 25.3 亿元人民币，同比上升 81.9%，占总收入比例达到 86.8%，毛利率为 17.7%，同比下降 1.6 个百分点。国内市场销售收入 3.84 亿元，同比上升 10.4%，毛利率为 0.5%，同比大幅度下滑 13.1 个百分点。海外市场高速增长一方面来自于 AMD 并表的贡献，另外一方面也来自于公司在海外客户方面长期合作后随着市场环境的变暖而取得的订单增长。国内客户尽管收入也获得了 10.4% 的稳定增长，但是处于开拓过程中毛利率出现了大幅度的下降，显示公司的国内市场开拓效果尚未完全体现。

图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）

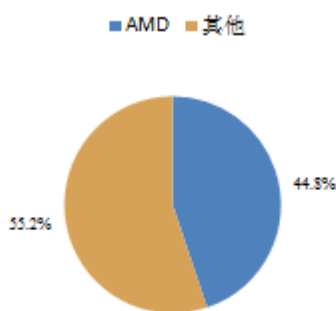


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）AMD 并表显著增加公司收入，其他部分稳健成长

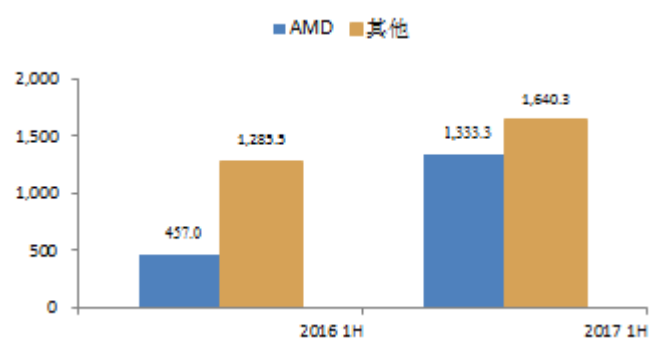
由于 2017 年上半年公司完整并表 AMD 的收入规模大幅提升，从公司披露的数据看，AMD 苏州和槟城上半年整体收入规模为 13.3 亿元人民币，占总收入的比例为 44.8%，基本符合之前的预期。值得关注的是，扣除 AMD 生产基地的贡献，公司上半年其他生产基地总体的收入规模为 16.4 亿元，同比上升 27.6%，也实现了较为快速的成长，结合公司披露其在欧美、亚太、国内市场均有新产品和新客户的开拓，我们认为公司的整体规模成长是可以有效持续的。

图 7：2017 年上半年 AMD 基地与其他生产基地收入占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：营业收入按 AMD 和其他基地细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）业绩指导：前三季度业绩增长持续谨慎乐观

公司预计在 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 1.24-1.61 亿元，变动幅度为 0%-30%，基本高于中期业绩 0.22%的净利润增速，公司对下半年的业绩保持谨慎乐观。目前主要生产基地的经营状况良好，新建基地的产能处于爬坡过程中，但是客户渠道逐步建立，在行业市场整体向好的情况下，公司有望能够逐步实现业绩的增长。

公司在年初制定的 2017 年全年销售收入目标为 71.96 亿元，上半年实现 29.73 亿元，占比为 41.3%，考虑到下半年为行业传统旺季，公司有望顺利实现全年既定目标。

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.36、0.43 和 0.52 元。净资产收益率分别为 8.4%、9.3%和 10.2% ,给予买入-A 建议 ,6 个月目标价为 12.90 元 ,相当于 2017 年至 2019 年 35.8、30.0 和 24.8 倍的动态市盈率。

四、风险提示

安徽和苏通产业基地建设及渠道推进不及预期；

上游晶圆价格上涨无法有效传导至下游；

主要客户存在业绩波动风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,321.9	4,591.7	7,020.8	8,338.5	9,561.6	年增长率					
减:营业成本	1,815.7	3,765.4	5,881.2	6,910.8	7,934.4	营业收入增长率	11.1%	97.8%	52.9%	18.8%	14.7%
营业税费	0.0	9.3	10.4	9.8	14.9	营业利润增长率	-45.9%	435.8%	132.7%	33.2%	25.6%
销售费用	17.2	36.6	45.9	60.9	69.5	净利润增长率	21.9%	22.7%	95.1%	18.4%	20.1%
管理费用	423.9	544.6	636.1	760.3	853.7	EBITDA 增长率	11.8%	101.8%	18.4%	24.9%	16.7%
财务费用	37.4	47.1	116.3	136.8	110.8	EBIT 增长率	-22.8%	197.4%	136.2%	29.2%	15.1%
资产减值损失	14.4	44.3	-1.8	19.0	20.5	NOPLAT 增长率	-21.9%	217.2%	119.0%	25.6%	15.1%
加:公允价值变动收益	-0.6	-	0.2	-0.1	0.0	投资资本增长率	45.6%	67.6%	16.2%	-6.3%	0.1%
投资和汇兑收益	14.0	-0.5	1.7	5.1	2.1	净资产增长率	58.2%	64.2%	6.0%	7.1%	8.0%
营业利润	26.8	143.8	334.7	445.8	559.8	盈利能力					
加:营业外净收支	135.0	100.0	178.4	179.2	191.1	毛利率	21.8%	18.0%	16.2%	17.1%	17.0%
利润总额	161.8	243.8	513.1	625.0	750.9	营业利润率	1.2%	3.1%	4.8%	5.3%	5.9%
减:所得税	14.5	7.1	51.3	78.1	93.9	净利润率	6.3%	3.9%	5.0%	5.0%	5.2%
净利润	147.3	180.8	352.7	417.8	501.9	EBITDA/营业收入	18.1%	18.4%	14.3%	15.0%	15.3%
						EBIT/营业收入	2.8%	4.2%	6.4%	7.0%	7.0%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	42.6%	45.2%	46.2%	45.8%	42.9%
货币资金	1,438.0	1,603.0	2,106.2	2,501.5	2,868.5	负债权益比	74.1%	82.4%	86.0%	84.6%	75.2%
交易性金融资产	-	-	0.2	0.1	0.1	流动比率	1.88	1.19	1.22	1.20	1.42
应收帐款	495.0	1,243.1	1,396.6	1,778.2	1,840.1	速动比率	1.68	0.95	0.97	0.98	1.13
应收票据	27.1	47.7	58.7	80.9	72.7	利息保障倍数	1.72	4.05	3.88	4.26	6.05
预付帐款	10.4	20.8	61.9	23.5	68.2	营运能力					
存货	317.6	781.8	1,036.6	1,099.2	1,308.1	固定资产周转天数	390	303	256	216	190
其他流动资产	650.9	245.2	317.0	404.4	322.2	流动营业资本周转天数	86	55	36	37	38
可供出售金融资产	28.0	28.8	28.8	28.8	28.8	流动资产周转天数	331	270	229	235	233
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	70	68	68	69	68
长期股权投资	10.8	9.2	9.2	9.2	9.2	存货周转天数	46	43	47	46	45
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	811	694	598	540	491
固定资产	2,714.8	5,026.7	4,977.9	5,049.6	5,019.2	投资资本周转天数	477	383	339	297	251
在建工程	611.4	653.0	677.2	463.6	231.8	费用率					
无形资产	124.8	285.3	259.4	233.5	207.6	销售费用率	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	83.2	1,258.4	1,186.5	1,208.4	1,217.8	管理费用率	18.3%	11.9%	9.1%	9.1%	8.9%
资产总额	6,511.9	11,203.1	12,116.4	12,881.0	13,194.4	财务费用率	1.6%	1.0%	1.7%	1.6%	1.2%
短期债务	823.1	1,040.2	1,862.5	2,044.3	1,843.8	三费/营业收入	20.6%	13.7%	11.4%	11.5%	10.8%
应付帐款	509.3	1,694.5	1,510.1	2,328.8	2,129.4	投资回报率					
应付票据	25.6	-	338.4	141.0	137.1	ROE	3.9%	4.6%	8.4%	9.3%	10.2%
其他流动负债	201.8	581.0	353.9	380.0	465.6	ROA	2.3%	2.1%	3.8%	4.2%	5.0%
长期借款	476.0	301.0	724.3	12.6	-	ROIC	2.3%	5.1%	6.6%	7.2%	8.8%
其他非流动负债	735.8	1,444.8	814.6	998.4	1,085.9	分红指标					
负债总额	2,771.6	5,061.4	5,603.7	5,905.1	5,661.8	DPS(元)	0.05	-	0.07	0.09	0.10
少数股东权益	-	2,223.4	2,332.4	2,461.5	2,616.7	分红比率	30.5%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	748.2	972.6	972.6	972.6	972.6	股息收益率	0.5%	0.0%	0.8%	0.9%	1.1%
留存收益	2,991.5	2,925.4	3,207.6	3,541.8	3,943.3						
股东权益	3,740.4	6,141.8	6,512.6	6,976.0	7,532.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	147.3	236.7	352.7	417.8	501.9	EPS(元)	0.15	0.19	0.36	0.43	0.52
加:折旧和摊销	355.1	655.0	550.5	667.8	788.1	BVPS(元)	3.85	4.03	4.30	4.64	5.05
资产减值准备	14.4	44.3	-	-	-	PE(X)	63.8	52.0	26.6	22.5	18.7
公允价值变动损失	0.6	-	0.2	-0.1	0.0	PB(X)	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9
财务费用	42.3	46.4	116.3	136.8	110.8	P/FCF	-33.6	-4.8	22.7	25.3	29.2
投资损失	-14.0	0.5	-1.7	-5.1	-2.1	P/S	4.0	2.0	1.3	1.1	1.0
少数股东损益	-	55.9	109.0	129.1	155.1	EV/EBITDA	33.9	15.7	12.3	9.2	7.6
营运资金的变动	-490.9	980.3	-971.7	255.3	-302.9	CAGR(%)	54.8%	40.5%	56.3%	54.8%	40.5%
经营活动产生现金流量	231.4	784.8	155.3	1,601.7	1,250.9	PEG	1.2	1.3	0.5	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	-1,925.2	-3,464.3	-498.6	-494.7	-497.9	ROIC/WACC	0.2	0.5	0.7	0.8	0.9
融资活动产生现金流量	2,464.3	2,878.1	846.6	-711.7	-386.0						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn