

## 晶方科技(603005)新股分析报告

# 高端封装测试领域的领跑者

### 投资要点

- **影像传感器芯片封装测试领域的领先企业。**公司是中国大陆首家、全球第二家能为影像传感芯片提供晶圆级芯片尺寸封装(WLCSP)量产服务的专业封装测试服务商。目前产品主要有影像传感芯片、环境光感应芯片、医疗电子器件、微机电系统(MEMS)、生物身份识别芯片、射频识别芯片(RFID)等,这些产品被广泛应用于消费电子(手机、电脑、照相机等)、医学电子、电子标签身份识别、安防设备等诸多领域。
- **中国集成电路产业迎来发展良机。**近年来,随着全球电子产品产能向中国大陆转移,中国集成电路产业也实现了快速发展,在全球集成电路产业中的地位也迅速提升。但是,中国集成电路产业也面临很大问题,国家也意识到这一基础产业对国民经济的重要性,开始加大对集成电路产业的扶持力度。
- **公司核心竞争优势。**公司作为全球第二大为影像传感器提供晶圆级芯片尺寸封装(WLCSP)量产服务的专业封装测试服务商,相对大陆企业具有先发优势,相对海外企业具有中国大陆的低成本优势。公司所采用的晶圆级芯片尺寸封装技术适应了电子产品轻薄化趋势,且相对传统封装技术具有明显的成本优势,可向MEMS、LED等领域延伸,未来发展空间广阔。
- **募投项目解决产能瓶颈。**公司募集资金拟用于“先进晶圆级芯片尺寸封装(WLCSP)技改项目”。项目的实施符合公司长期发展规划,为公司持续发展提供保障。预计项目完成后,新增年可封装36万片晶圆的WLCSP封装产能,折合每月3万片的晶圆产能。预计项目达产后,公司年产能将达到48万片,可实现年销售收入8-9亿元。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2013-2015年EPS分别为0.70元、0.85元、1.03元,根据19.16元的发行价格,对应的PE分别为27X、23X、19X。公司在集成电路封装领域具有明显的技术优势,在集成电路产能向中国大陆转移,国家对产业链扶持力度加大的趋势下,我们看好公司未来的发展前景,给予“买入”评级。
- **风险提示:**客户集中度过高风险;汇率风险;技术风险。

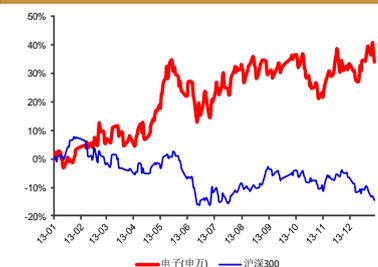
指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	337.33	436.30	544.50	686.07
增长率	10.20%	29.34%	24.80%	26.00%
归属母公司净利润(百万元)	137.91	158.16	191.74	234.30
增长率	20.25%	14.68%	21.23%	22.20%
每股收益EPS(元)	0.61	0.70	0.85	1.03
净资产收益率ROE	21.99%	21.40%	16.43%	17.58%
PE	31.49	27.46	22.65	18.54
PB	6.93	5.88	3.72	3.26

数据来源:西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师:李孝林  
执业证号:S1250513090002  
电话:023-63786247  
邮箱:lixl@swsc.com.cn

### 所属行业市场表现



数据来源:西南证券

### 本次发行情况

发行前总股本(万股)	18,950
本次发行(万股)	5,667
发行后总股本(万股)	22,670
2012年每股收益(摊薄后)(元)	0.61
2012年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.57

### 主要指标(2012年)

每股净资产(元)	3.31
毛利率(%)	56.45
流动比率(倍)	6.67
速动比率(倍)	6.32
应收账款周转率(次)	9.96
资产负债率(合并报表)(%)	7.85
净资产收益率(加权平均)(%)	21.99

### 相关研究

## 目 录

一、公司简介.....	1
二、中国集成电路封装测试产业快速发展.....	2
（一）中国集成电路产业发展现状.....	2
（二）政府加大对集成电路产业的扶持力度.....	4
（三）集成电路封装测试业面临技术升级.....	5
三、公司核心竞争优势.....	6
（一）技术优势.....	6
（二）成本优势.....	7
（三）客户优势.....	8
四、盈利能力分析.....	8
五、募投项目.....	10
六、盈利预测与估值.....	10
七、风险提示.....	10

## 插图目录

图 1: 公司业务在集成电路产业链中的角色 .....	1
图 2: 公司封装产品具体应用领域 .....	1
图 3: 公司股权结构 .....	1
图 4: 半导体产业分类 .....	2
图 5: 中国集成电路销售额增长情况 .....	3
图 6: 中国集成电路产业销售额占全球市场份额 .....	3
图 7: 中国集成电路各子行业销售情况 .....	3
图 8: 中国集成电路进口金额逐年增长 .....	4
图 9: 晶圆级芯片尺寸封装与传统封装的区别 .....	7
图 10: 近年来公司业绩增长情况: 万元 .....	8
图 11: 2013 年上半年公司营业收入按芯片应用分类 .....	9
图 12: 公司毛利率与净利率走势 .....	9
图 13: 公司毛利率与同行业比较 .....	9

## 表格目录

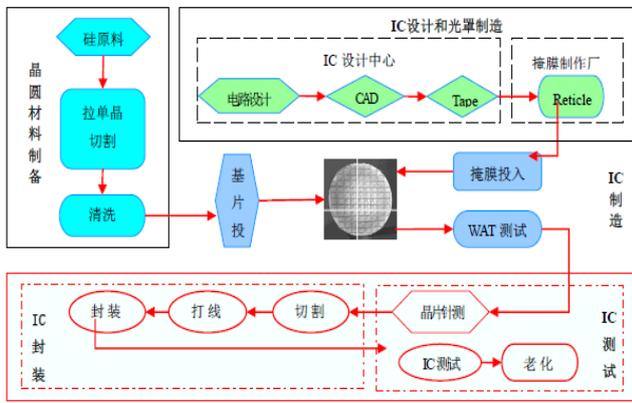
表 1: 近两年中国主要电子产品产量 .....	2
表 2: 国家扶持集成电路产业的相关政策文件 .....	5
表 3: 2012 年中国十大半导体封装测试企业 .....	5
表 4: 2013 年上半年公司前五名客户情况 .....	8
表 5: 募投项目情况 .....	10
附录: 财务预测表 (单位: 百万元) .....	12

## 一、公司简介

晶方科技成立于 2005 年，主营业务为集成电路封装测试，主要为影像传感器芯片、环境光感应芯片、微机电系统（MEMS）、发光电子器件（LED）等提供晶圆级芯片尺寸封装（WLCSP）及测试服务。公司目前封装产品主要有影像传感芯片、环境光感应芯片、医疗电子器件、微机电系统（MEMS）、生物身份识别芯片、射频识别芯片（RFID）等，这些产品被广泛应用于消费电子（手机、电脑、照相机等）、医学电子、电子标签身份识别、安防设备等诸多领域。

公司是中国大陆首家、全球第二家能为影像传感芯片提供晶圆级芯片尺寸封装（WLCSP）量产服务的专业封装测试服务商。

图 1：公司业务在集成电路产业链中的角色



数据来源：招股说明书，西南证券

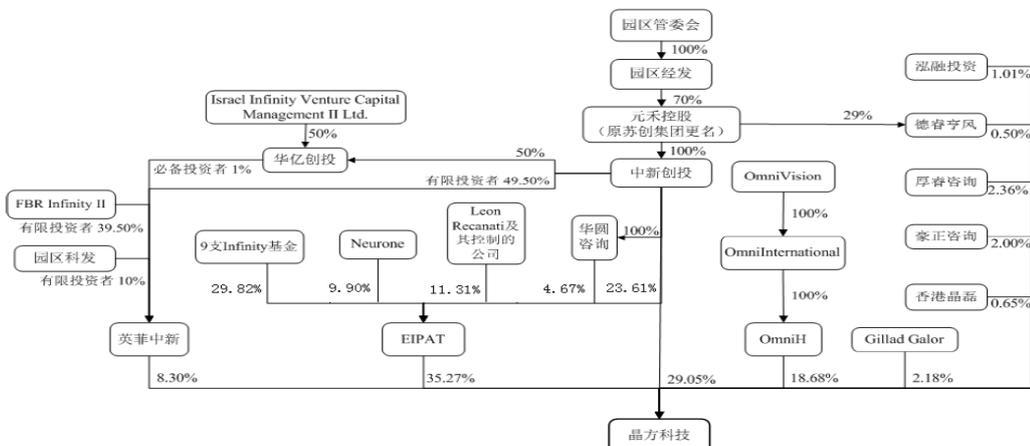
图 2：公司封装产品具体应用领域



数据来源：招股说明书，西南证券

公司发行前总股本 18,950 万股，无实际控制人，主要股东为 EIPAT（原 Shellcase）和中新创投，发行前持股分别为 35.27%和 29.05%。本次公开发行股票数量为 5,667 万股，其中公开发行新股数量为 3,719 万股，老股转让数量为 1,948 万股，发行后总股本 22,670 万股，公开发行股票数量占发行后公司总股本的 25%。

图 3：公司股权结构



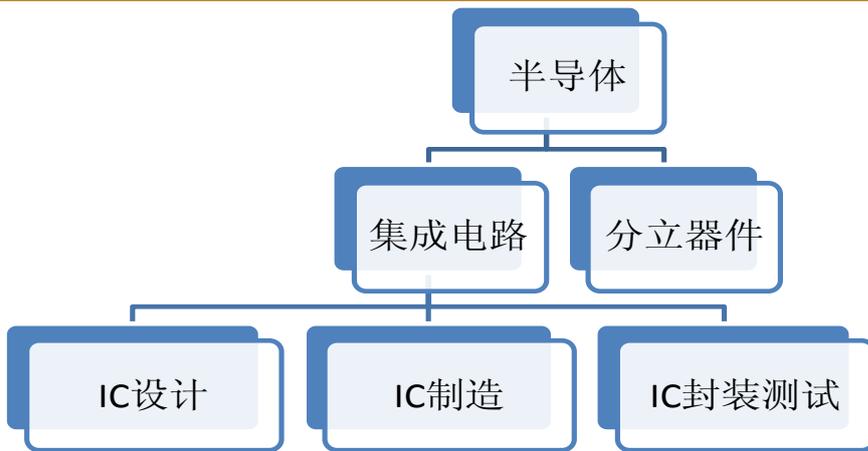
数据来源：招股说明书，西南证券

目前，公司拥有一家在美国设立的全资子公司，为晶方半导体科技（北美）有限公司，无参股公司。

## 二、中国集成电路封装测试产业快速发展

公司所属半导体集成电路封装行业隶属于半导体大类，半导体主要包括集成电路和分立器件两大分支。集成电路是半导体产业的典型代表，因其技术的复杂性，产业结构向高度专业化转化，可细分为集成电路设计业、制造业和封装测试业。

图 4：半导体产业分类



数据来源：西南证券

近年来，随着全球笔记本电脑、台式电脑、手机、数码相机、液晶面板、摄像头等电子产品产能向中国大陆转移，中国已成为全球电子产品制造基地，相应地带来大规模的集成电路需求。

2012年，中国手机、计算机、彩电、集成电路等主要产品产量分别达到 11.8 亿部、3.5 亿台、1.3 亿台和 823.1 亿块，同比增长 4.3%、10.5%、4.8%和 14.4%，其中手机、计算机和彩电产量占全球出货量的比重均超过 50%，稳固占据全球第一的位置。

表 1：近两年中国主要电子产品产量

	2011 年	2012 年	增速
移动通信手机：亿部	11.3	11.8	4.3%
彩色电视机：亿台	1.2	1.3	5.1%
微型计算机：亿部	3.2	3.5	10.7%
集成电路：亿块	719.6	823.1	14.4%

数据来源：工信部，西南证券

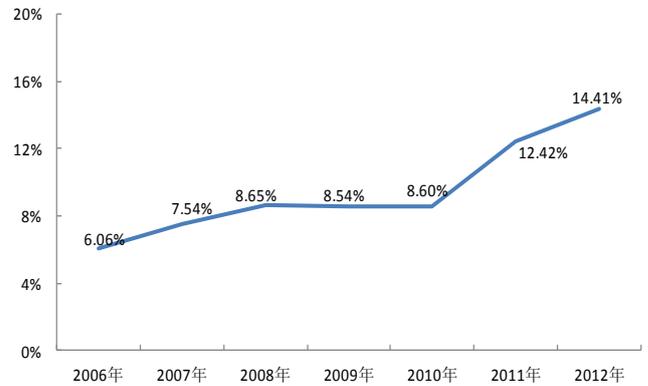
### （一）中国集成电路产业发展现状

2012 年，虽然全球半导体市场整体表现较弱，但国内集成电路产业仍保持着稳定的较快增长势头。根据中国半导体行业协会数据，2012 年中国集成电路销售额规模为 2,158.45 亿元，同比增长 11.6%，集成电路产量为 823.1 亿块，同比增长 14.4%。2006-2012 年，中

国集成电路产业销售额年均复合增长率 13.6%，呈现快速增长之势。2013 年前三季度，中国集成电路产业销售额 1814 亿元，同比增长 15.7%。与此同时，中国在全球集成电路市场中的地位持续上升，2012 年，中国集成电路产业销售额占全球市场份额达到 14.4%。

**图 5: 中国集成电路销售额增长情况**

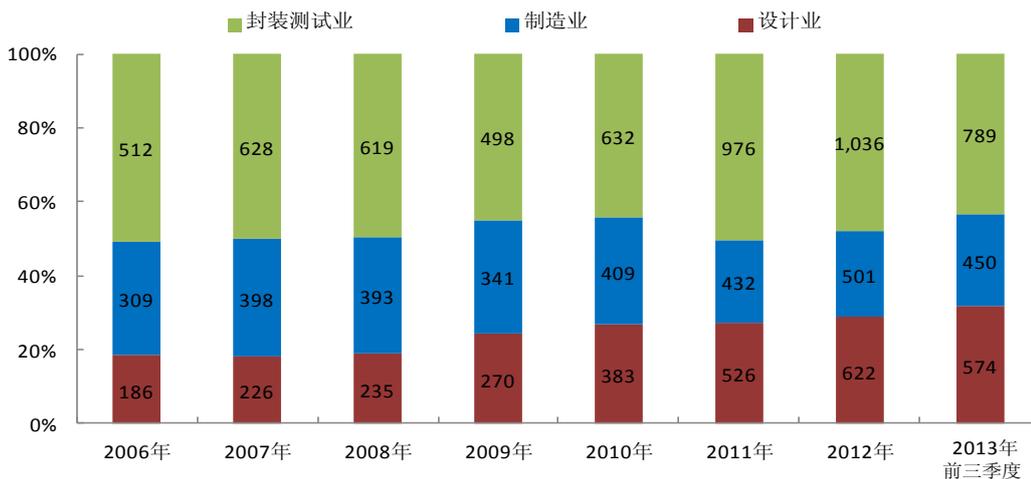

数据来源:《中国半导体产业发展状况报告 2013》, 西南证券

**图 6: 中国集成电路产业销售额占全球市场份额**


数据来源:《中国半导体产业发展状况报告 2013》, 西南证券

从 IC 设计、IC 制造以及 IC 封装测试三业的发展情况来看，2013 年前三季度，IC 设计业实现销售额 574 亿元，同比增长 31.8%；IC 制造业实现销售额 450 亿元，同比增长 16.1%；IC 封装测试业实现销售额 789 亿元，同比增长 6.0%。

随着国内集成电路产业的发展，IC 设计、IC 制造以及 IC 封装测试三业的格局正在不断优化。总体来看，IC 设计业所占比重呈现逐年增长的趋势，IC 制造业近两年占比也有所提升，IC 封装测试业所占比重稳步下降，但绝对值仍在稳步提升。2013 年前三季度，中国 IC 设计、IC 制造以及 IC 封装测试三业所占比重分别为 31.7%、24.8%和 43.5%。

**图 7: 中国集成电路各子行业销售情况**


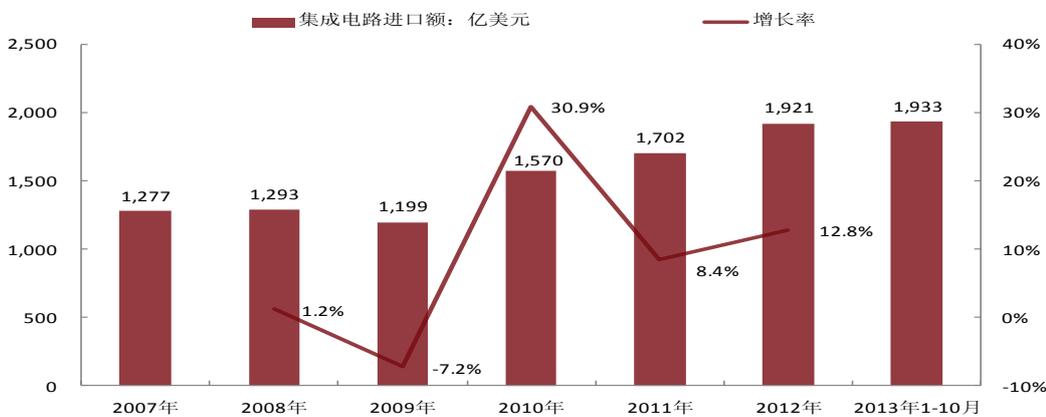
数据来源: Wind, 西南证券

## （二）政府加大对集成电路产业的扶持力度

集成电路广泛应用于工业、军事和民用电子设备。在电子设备中，芯片是核心，成本 BOM 中也占很大一部分，且具有较强的产业辐射效应。据 IMF 测算，芯片 1 元的产值可带动相关电子信息产业 10 元产值，带来 100 元的 GDP。

然而，从国内集成电路发展现状来看，由于中国集成电路产业起步较晚，技术相对薄弱，以及国外技术出口的限制，国内集成电路产业一直处于落后状态。长期以来，国内集成电路产业严重依赖于进口，接近 80% 的芯片需要从国外进口，其中高端芯片进口率超过 90%。根据中国海关总署数据，2013 年 1-10 月，中国集成电路进口量 2211 亿块，同比增长 12.6%，进口金额 1933 亿美元，同比增长 25.5%。而同期中国原油进口 2.3 亿吨，总金额 1802 亿美元，集成电路为中国外汇消耗第一大户。

**图 8：中国集成电路进口金额逐年增长**



数据来源：Wind, 西南证券

2013 年 6 月，美国前中情局（CIA）职员爱德华·斯诺登透过媒体发布两份绝密文件：美国国家安全局代号为“棱镜”的秘密项目；美国国家安全局和联邦调查局通过进入微软、谷歌、苹果、雅虎等九大网络巨头的服务器，监控美国公民的电子邮件、聊天记录等秘密资料。随着事件的升级，多国被爆列为美国监控对象，互联网监控成为常用手段，软件上的去 IOE 和硬件上的去 IQT 成为大势所趋，也让很多国家意识到集成电路这一基础产业对国家安全的重要性。

2013 年 9 月，国务院副总理马凯调研了深圳、杭州、上海的集成电路设计、制造、封装和关键装备材料等企业和科研单位。集成电路产业是培育发展战略性新兴产业、推进信息化与工业化深度融合的核心和基础，是调整信息产业结构、扩大信息消费、维护国家安全的重要保障。现阶段，我国集成电路产业应抓住移动互联网、三网融合、物联网、云计算等快速发展，促进两化融合、信息消费的历史机遇，努力实现跨越式发展。

十八届三中全会中，国家安全问题被视为会议重要议题，对于集成电路产业来讲，其核心在于基础芯片领域自主可控。中国政府也意识到发展集成电路产业的重要性，加大对集成电路产业发展的支持力度，目前，国家 863 计划、核高基项目、专项支持等每年扶持资金规模约百亿元。但是，相对于国际集成电路巨头的高额研发投入，显然是不够的，2012 年，Intel 研发投入 101.5 亿美元，占当期营业收入的 19.0%，并计划 2013 年研发投入达 130 亿美元。

2013年11月,在中国国际半导体博览会上,中国半导体行业协会副理事长徐小田表示,国家在支持集成电路产业发展上或有大手笔,新政策力度将远超过18号文件。目前,国务院关于促进集成电路产业发展的纲要性文件已经草拟完毕,正在进行部门间的协调,有望于一季度发布。本计划重点在芯片设计、芯片制造、芯片封装和上游生产设备领域。操作层面上,主要从国家层面扶持企业加大资金投入,可能偏向于产业投资基金的形式,资金规模有望达到千亿,重点支持十余家企业做大做强。

**表 2: 国家扶持集成电路产业的相关政策文件**

日期	相关政策文件
1995年11月	原电子部向国务院提交了《关于“九五”期间加快我国集成电路产业发展的报告》
1996年3月	国家批复对建设大规模集成电路芯片生产线的“909工程”
2000年6月	国务院颁布了《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》(简称“18号文”)
2006年9月	原信息产业部颁布《信息产业科技发展“十一五”规划和2020年中长期规划纲要》
2009年4月	国务院颁布《电子信息产业调整和振兴规划》
2011年2月	国务院又颁布了《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》(简称“新18号文”)
2011年6月	国家发改委、工信部等联合发布《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南(2011年度)》
2011年12月	工信部颁布《集成电路“十二五”发展规划》

数据来源: 公开资料, 西南证券

### (三) 集成电路封装测试业面临技术升级

相对于IC设计与制造业而言,封装测试行业具有资金投入规模小、技术壁垒低、项目进展快的优势,因此,许多发展中国家都优先发展集成电路封装测试业,通过对资金、市场和技术的积累逐步发展IC设计和制造业,中国亦是如此。

2012年,中国封装测试业保持了平稳增长,其规模已超过1,000亿元,达到1,036亿元,较2011年的975.7亿元增长6.1%。2013年前三季度,其规模也达到789亿元,在整个集成电路产业中所占的份额为43.5%。

从企业销售规模来看,2012年国内主要封装测试企业基本保持了业绩的平稳增长,前十大封装测试企业的进入门槛已经达到20亿元级的水平。江苏长电科技股份有限公司MIS封装技术实现了对原有LGA类基板的替代,增强了市场竞争力。南通富士通微电子股份有限公司的高可靠WLP(WLCSP)封装技术产品已进入高端电子产品市场。即将上市的苏州晶方半导体科技股份有限公司是中国大陆首家、全球第二大能为影像传感芯片提供晶圆级芯片尺寸封装(WLCSP)量产服务的专业封装服务商。

**表 3: 2012年中国十大半导体封装测试企业**

排名	企业名称	销售额(亿元)
1	英特尔产品(成都)有限公司	188.4
2	江苏新潮科技集团有限公司(长电科技母公司)	66.5
3	飞思卡尔半导体(中国)有限公司	64.9
4	威讯联合半导体(北京)有限公司	45.0
5	南通华达微电子集团有限公司(通富微电母公司)	41.3
6	海太半导体(无锡)有限公司	33.9

排名	企业名称	销售额（亿元）
7	上海松下半导体有限公司	33.7
8	三星电子（苏州）半导体有限公司	23.7
9	瑞萨半导体（北京）有限公司	23.2
10	英飞凌科技（无锡）有限公司	23.0

数据来源：中国半导体行业协会，西南证券

随着中国集成电路封装测试业的发展壮大，上游集成电路设计与制造也逐步取得突破。

2012年，国内IC设计业实现销售规模621.7亿元，同比增长18.1%，2013年前三季度，实现销售规模574亿元。2012年，集成电路设计业在整个集成电路产业中所占的份额上升至28.8%，2013年前三季度进一步上升至31.7%。

在集成电路设计水平上，经过多年的发展，中国集成电路设计业的整体水平已经有明显提升，个别重点企业已进入世界主流技术领域，且呈现出28nm、40nm、65nm、90nm，以及0.11-0.25微米、0.35-0.5微米及以上的多代、多重技术并存局面。设计能力在0.25微米以下的企业比例已接近45%。中低档技术水平的集成电路设计企业数量不断减少，设计能力达到90nm水平的企业数量不断增加，2012年已达到总集成电路设计企业数量的11.8%。

随着中国本土集成电路企业的茁壮成长，2013年预计将诞生华为海思、展讯两家10亿美元级别的IC设计企业。

在集成电路制造业方面，2012年，中国集成电路制造业销售规模达到501.1亿元，同比增长16.1%。2013年前三季度，IC制造业规模达到450亿元，在整个集成电路产业中所占的份额上升至24.8%。

截至2012年，中国集成电路晶圆生产线投入运营的有56条，其中12英寸芯片生产线已经达到6条、8英寸生产线15条、6英寸生产线12条、5英寸生产线9条、4英寸生产线14条。从数量分布上看，目前中国晶圆生产线中6英寸及以下生产线仍占据相当比重，但8英寸生产线数量正在迅速增加，并逐步成为产业的主流。从技术上看，MOS生产线占了一半以上，Bipolar和BiCMOS所占比重正在不断下降。中科院微电子研究所在22纳米CMOS制程上取得进展，成功制造出高K金属闸MOSSFET。中芯国际也于2012年第四季度开始量产40/45纳米产品。

中国集成电路设计与制造业的快速发展，技术上的不断突破，也为集成电路封装测试业的技术升级提供了良好的外围环境。

### 三、公司核心竞争优势

#### （一）技术优势

公司是中国大陆首家、全球第二大为影像传感器提供晶圆级芯片尺寸封装（WLCSP）量产服务的专业封装测试服务商。全球从事影像传感器晶圆级芯片尺寸封装的厂商，除少数IDM公司（如东芝、三星）采用自主研发的技术封装自身产品外，其他均为专业封测厂商。国外主要有日本三洋、韩国AWLP、摩洛哥Namotek三家公司，国内主要有台湾精材科技、本公司、长电先进和昆山西钛四家公司，技术均来源以色列的Shellcase的技术许可。

台湾精材科技最早于 2000 年获得 Shellcase 技术许可，母公司台积电作为晶圆代工厂给予了精材科技巨大的支持，台积电在产业链垂直整合的过程中，精材科技得到了共同成长、共同进步的机会，成功达成晶圆级芯片尺寸封装量产服务，目前产能位于全球第一。日本三洋已宣布停产；摩洛哥 Namotek、韩国 AWLP 和昆山西钛均于 2008 年获得技术许可，目前摩洛哥 Namotek 已进入清算阶段，韩国 AWLP 处于小规模量产阶段，昆山西钛处于量产阶段；长电先进于 2010 年获得技术许可，目前还处于消化吸收阶段。

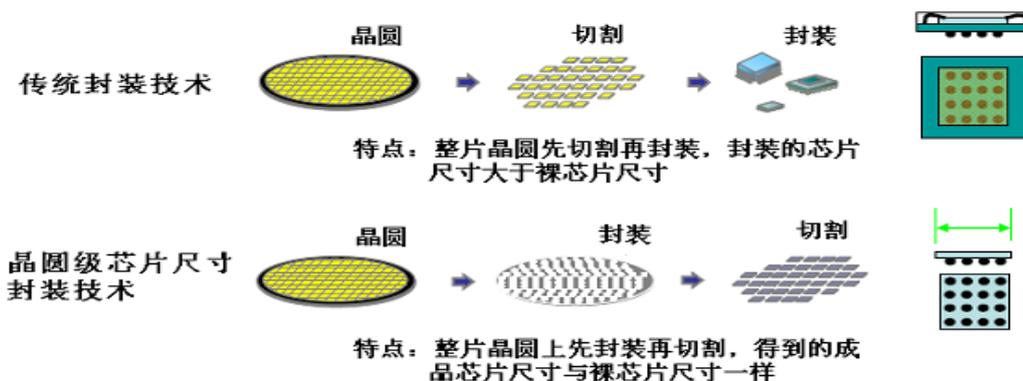
晶方科技于 2005 年获得 Shellcase 技术许可，是中国大陆最早获得该项技术许可的公司。同时，Shellcase 作为晶方科技第一大股东给予了很大的技术指导，协助发行人对技术进行消化吸收。2007 年，公司投入巨资成功研发拥有自主知识产权的超薄晶圆级芯片封装技术（ThinPac），目前已替代向 Shellcase 引进的 ShellIOP 和 ShellOC 技术，成为公司主流产品技术，占到销售收入的 99% 以上。2013 年，公司封装产能达到 21 万片，是全球第二家能大规模提供影像传感器晶圆级芯片尺寸封装量产服务的专用封测公司。

## （二）成本优势

公司所采用的晶圆级芯片尺寸封装（WLCSP）技术，融合了芯片尺寸封装（CSP）和晶圆级封装（WLP）技术。芯片尺寸封装指封装面积与芯片面积之比小于 1.2:1 的技术，该技术适应了消费电子的轻薄化趋势；晶圆级封装指在晶圆完成前道工序后，直接对晶圆进行封装，再切割成单一芯片。

相对传统的封装技术，WLCSP 具有明显的成本优势：一、晶圆级芯片尺寸封装优化了封装产业链。应用 WLCSP 封装可减少封装前合格芯片的测试环节，且在封装过程中无需使用基板，从而降低成本。同时，WLCSP 将基板厂、封装厂、测试厂整合为一体，使芯片从制造、封装到进入流通环节的周期进一步缩短，提高了生产效率。二、不同于传统封装成本按封装芯片数计，WLCSP 的封装成本按晶圆数计，与切割后的芯片数无必然联系。因此，WLCSP 的封装成本随晶圆尺寸的增大和芯片数量的增加而降低，在消费电子轻薄化趋势下，WLCSP 封装的成本优势十分明显。

图 9：晶圆级芯片尺寸封装与传统封装的区别



数据来源：招股说明书，西南证券

与传统的 QFP（方型扁平封装）和 BGA（球栅阵列封装）封装技术相比，晶圆级芯片尺寸封装的产品比 QFP 产品小 75%、重量轻 85%，比 BGA 尺寸小 50%、重量轻 40%。

### (三) 客户优势

2007年, 股东英菲中新将其持有的公司 11.43% 的股权转让给 OmniT, OmniVision (豪威科技) 成为公司股东, 并给予大量订单, 公司在封装实践中实现了技术进步和突破。2009年在金融危机的背景下, 公司自主开发了 Galaxycore (HK) Ltd. 和 BYD(HK)Co Ltd. 等优质客户, 2012年公司又成功开拓国内客户北京思比科。

Galaxycore (格科微电子) 是 2013 年中国十大集成电路设计企业, 一直专注于 CMOS 图像传感器的设计开发和销售。2013 年上半年, 格科图像传感器月产量接近 9,000 万颗, 带来巨大的 IC 制造与封测需求。目前, 格科已成为中芯国际国内最大的客户, 占中芯国际 15% 的销售额。截止 2010 年 8 月, 格科微电子在全球 CMOS 传感器的市场份额已达到 19%, 在大陆市场份额达到 60%, 位居行业第一位。根据管理层透露, 2013 年格科销售收入预计同比增长 40%~50%。大客户的快速成长, 为晶方科技的持续发展提供了空间。

**表 4: 2013 年上半年公司前五名客户情况**

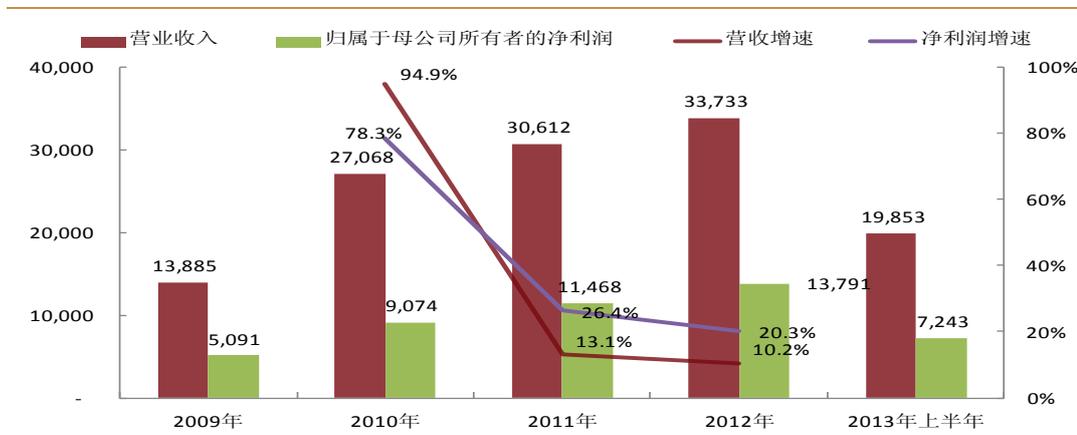
	销售额: 万元	占总营收比
Galaxycore(HK)Ltd. (格科微电子(香港)有限公司)	10,833	54.57%
SK Hynix Semiconductor Inc. (海力士半导体公司)	4,315	21.73%
北京思比科微电子技术有限公司	1,109	5.59%
BYD (HK) CO Ltd.(比亚迪(香港)有限公司)	1,031	5.19%
Yu Tien Enterprise Co Ltd.	995	5.01%
合计	18,282	92.09%

数据来源: 招股说明书, 西南证券

### 四、盈利能力分析

受益于大客户采购量的持续增长, 近年来, 公司营业收入保持稳定增长。2012 年, 公司实现营业收入 3.37 亿元, 同比增长 10.2%, 主要原因是公司保持老客户稳定的同时, 大力开拓北京思比科等国内客户, 取得良好成效。2013 年上半年, 公司实现营业收入 1.99 亿元, 归属于母公司股东净利润 7,243 万元。

**图 10: 近年来公司业绩增长情况: 万元**

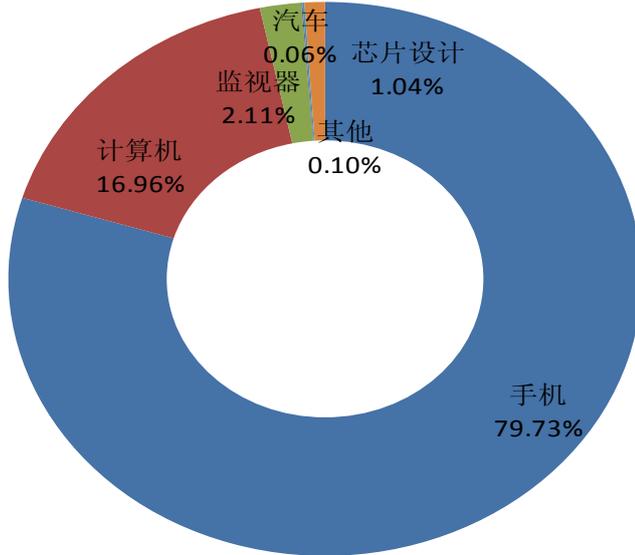


数据来源: 招股说明书, 西南证券

分产品来看,公司收入主要来源于芯片封装测试业务。按照行业世界通用贸易模式,一般由客户提供芯片委托公司封装,公司自行采购原辅材料,按照技术标准将芯片封装测试后交由客户,公司向客户收取封装测试加工费。2013年上半年,公司芯片封装业务占比 98.9%。

按公司目前封装芯片主要应用来看,主要包括手机、计算机、监视器、汽车等,其中手机应用占比近八成。

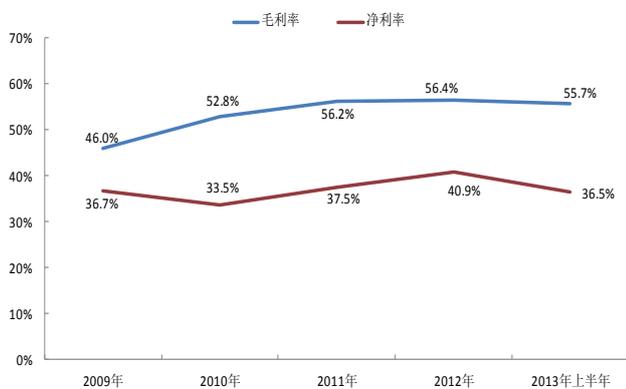
图 11: 2013 年上半年公司营业收入按芯片应用分类



数据来源: 招股说明书, 西南证券

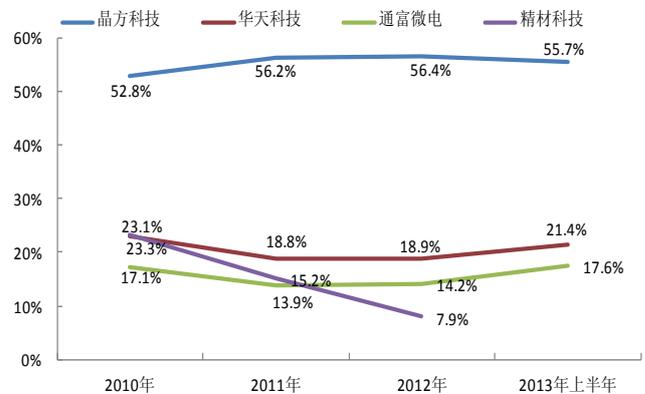
2009 年至 2013 年上半年,公司综合毛利率基本保持稳定。剔除汇率因素影响,公司封装芯片单价保持稳中有升。与同行业相对,公司毛利率明显要高。主要原因: 华天科技和通富微电采用的是传统的封装技术,公司采用晶圆级芯片尺寸封装具有明显的成本优势; 台湾精材科技同时采用 shellcase 和技术难度较低的晶圆凸点封装,拉低了整体毛利率,另外,精材科技作为台积电的子公司,业务独立性和自主议价能力低,此外,大陆相对台湾具有劳动力成本优势。

图 12: 公司毛利率与净利率走势



数据来源: 招股说明书, 西南证券

图 13: 公司毛利率与同行业比较



数据来源: 招股说明书, 西南证券

## 五、募投项目

公司募集资金拟用于“先进晶圆级芯片尺寸封装（WLCSP）技改项目”。

表 5: 募投项目情况

项目名称	项目投资总额： 万元	拟投入募集资金： 万元	项目经济效益	建设 周期
先进晶圆级芯片尺寸封装 (WLCSP) 技改项目	86,630	66,736	预计达年后年均销售收入 6.03 亿元，净利润 1.82 亿元	两年

数据来源：招股说明书，西南证券

项目的实施符合公司长期发展规划，为公司持续发展提供保障。预计项目完成后，新增年可封装 36 万片晶圆的 WLCSP 封装产能，折合每月 3 万片的晶圆产能。因此，待项目达产后，公司年产能将达到 48 万片，可实现年销售收入 8-9 亿元。

从应用领域拓展来看，不仅可以扩充现有主营产品影像传感芯片的封装产能，还将夺回由于目前产能紧张而失去的环境光传感芯片和医疗用电子芯片封装市场。项目作为晶圆级封装的公共平台，扩产的晶圆级芯片尺寸封装还可以封装目前已小批量产的微机电系统（MEMS）和发光器件（LED）产品，进一步扩展公司 WLCSP 封装的领域。同时，项目中的部分设备可兼容 12 英寸，以封装作业未来主流的 12 英寸的晶圆。

从技术方面来看，项目除了应用目前的超薄晶圆级芯片尺寸封装（ThinPac）、光学型晶圆级芯片尺寸封装（ShellOP）、空腔型晶圆级芯片尺寸封装技术（ShellOC）外，还将导入硅穿孔（TSV）技术、铜柱晶圆级芯片尺寸封装技术（CopperPillar）、多层晶圆互联技术。通过实施本项目，也为公司日后进入扇出式晶圆级封装或嵌入式晶圆级封装、硅基板晶圆级封装、晶圆级照相、三维封装领域奠定了基础。

## 六、盈利预测与估值

我们预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 4.36 亿元、5.45 亿元和 6.86 亿元，分别同比增长 29.34%、24.80%和 26.00%；归属母公司所有者的净利润分别为 1.58 亿元、1.92 亿元和 2.34 亿元，分别同比增长 14.68%、21.23%和 22.20%。对应公司 2013-15 年 EPS 分别为 0.70 元、0.85 元和 1.03 元，根据公司 19.16 元的发行价格，对应的 PE 分别为 27X、23X 和 19X。

根据我们对集成电路产业链的整体了解，公司在集成电路封装领域具有明显的技术优势，在集成电路产能向中国大陆转移，国家对产业链扶持力度加大的趋势下，我们看好公司未来的发展前景，给予“买入”评级。

## 七、风险提示

**客户集中度过高风险。**公司客户集中度较高，且大多集中于影像传感器领域。2010 年至 2013 年上半年，公司对前五名大客户的销售收入占总营收的比例分别为 99.21%、99.51%、93.55%和 92.09%，占比一直处于高位。并且，公司对第一大客户格科微电子的销售收入占总营收的比例一直处在 50%左右，占比较高。

**汇率风险。**近年来，公司晶圆级芯片尺寸封装产品的价格呈现下降趋势，主要是受汇率影响。如果以美元计算，公司封装产品价格稳中有升，而近年来因人民币汇率的持续上升，导致公司产品价格受影响。

**技术风险。**公司所属集成电路行业技术更新较快，目前来看，公司所采用的晶圆级芯片尺寸封装技术处于行业领先地位，但随着上游晶圆制造企业的技术进步和下游客户需求的变化，需求封测企业相应的技术更新。

**附录：财务预测表 (单位：百万元)**

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	241.90	236.00	524.32	652.36	营业收入	337.33	436.30	544.50	686.07
应收和预付款项	64.04	112.00	139.78	176.12	减:营业成本	146.91	193.30	250.47	329.32
存货	17.04	34.00	42.43	53.46	营业税金及附加	0.24	0.32	0.39	0.50
其他流动资产	1.41	1.20	0.00	0.00	营业费用	2.26	2.81	3.81	4.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	37.45	54.20	65.34	75.47
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-4.65	3.22	-1.09	0.34
固定资产和在建工程	352.47	602.10	726.00	786.00	资产减值损失	0.40	0.10	0.00	0.00
无形资产和开发支出	2.22	2.20	2.20	2.20	加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1.44	0.86	1.07	1.35	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>680.52</b>	<b>988.36</b>	<b>1435.80</b>	<b>1671.49</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	33.81	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	<b>154.72</b>	<b>182.36</b>	<b>225.58</b>	<b>275.65</b>
应付和预收款项	48.60	125.46	156.57	197.28	加:其他非经营损益	10.90	3.72	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>165.62</b>	<b>186.07</b>	<b>225.58</b>	<b>275.65</b>
其他负债	4.84	90.00	112.32	141.52	减:所得税	27.71	27.91	33.84	41.35
<b>负债合计</b>	<b>53.44</b>	<b>249.27</b>	<b>268.89</b>	<b>338.81</b>	净利润	137.91	158.16	191.74	234.30
股本	189.50	189.50	226.70	226.70	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	183.75	183.75	435.73	435.73	归属母公司股东净利润	137.91	158.16	191.74	234.30
留存收益	253.83	365.84	504.48	670.26	<b>现金流量表</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
归属母公司股东权益	627.08	739.09	1166.91	1332.69	经营性现金净流量	147.50	218.31	272.45	343.28
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-83.90	-276.00	-255.20	-142.00
<b>股东权益合计</b>	<b>627.08</b>	<b>739.09</b>	<b>1166.91</b>	<b>1332.69</b>	筹资性现金净流量	-40.93	-36.00	686.40	-26.00
负债和股东权益合计	680.52	988.36	1435.80	1671.49	<b>现金流量净额</b>	<b>22.68</b>	<b>-93.69</b>	<b>703.65</b>	<b>175.28</b>

数据来源: 西南证券

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn