

日期: 2014年1月27日

行业:



倪济闻

021-53519888-1986



nijiw@shzq.com

执业证书编号: S0870512060001

发行价格 RMB 19.16 元
上市合理定价 RMB 22.81 元-27.37 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	56.67
发行后总股本 (百万股)	226.6969
发行数量占发行后总股本	25%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	国信证券

主要股东 (IPO 后)

EIPAT	25.21%
中新创投	24.28%
OmniH	13.35%
英菲中新	5.93%
厚睿咨询	1.69%

收入结构 (13H1)

影像芯片封装: 手机类	80.57%
计算机类	17.14%
监视器类	2.13%
汽车类	0.06%
其他	0.10%

报告编号: NJW14-NSP04

首次报告日期: 2014年1月27日

影像芯片封装龙头企业之一

■ 投资要点:

我国集成电路行业增长强劲, 封装占集成电路制造成本近半

2010~2012年我国集成电路产业销售额恢复明显, 增速达到29.9%、9.2%和37.3%。2012年度, 我国封装测试业销售收入规模为1,035.67亿元, 占集成电路产业销售收入的47.98%。

公司在影像传感器封装行业不多的几家第三方专业代工企业

公司主要生产影像芯片的封装, 行业中能够规模化专业代工影像芯片的第三方服务商只有精材科技(3374.TWO), 绝大部分需求均为芯片厂商之IDM工厂。精材科技在台湾兴柜市场上市。

募投项目是目前产能的3倍

募投项目达产产能为36万片晶圆, 而公司目前年产能为21万片。募投项目达产后, 公司整体营业收入有望实现8~9亿元人民币, 其中募投项目新增收入6亿元。募投项目税后财务内部收益率达到26.90%, 全部投资税后静态回收期4.79年, 包括两年建设期。

盈利预测

预计募投项目将在2016年底左右达产。初步预计2013~2015年归属于母公司的净利润将实现年递增10.97%、5.62%和47.61%, 相应的稀释后每股收益为0.68、0.71和1.05元。

估值结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况, 我们认为给予晶方科技合理估值为**22.81元-27.37元**, 对应2013年每股收益的**33.79~40.54**倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	30,612	33,733	44,171	47,232	67,924
年增长率(%)	13.09%	10.20%	30.94%	6.93%	43.81%
归属于母公司的净利润	11,468	13,791	15,304	16,164	23,859
年增长率(%)	26.38%	20.25%	10.97%	5.62%	47.61%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.51	0.61	0.68	0.71	1.05

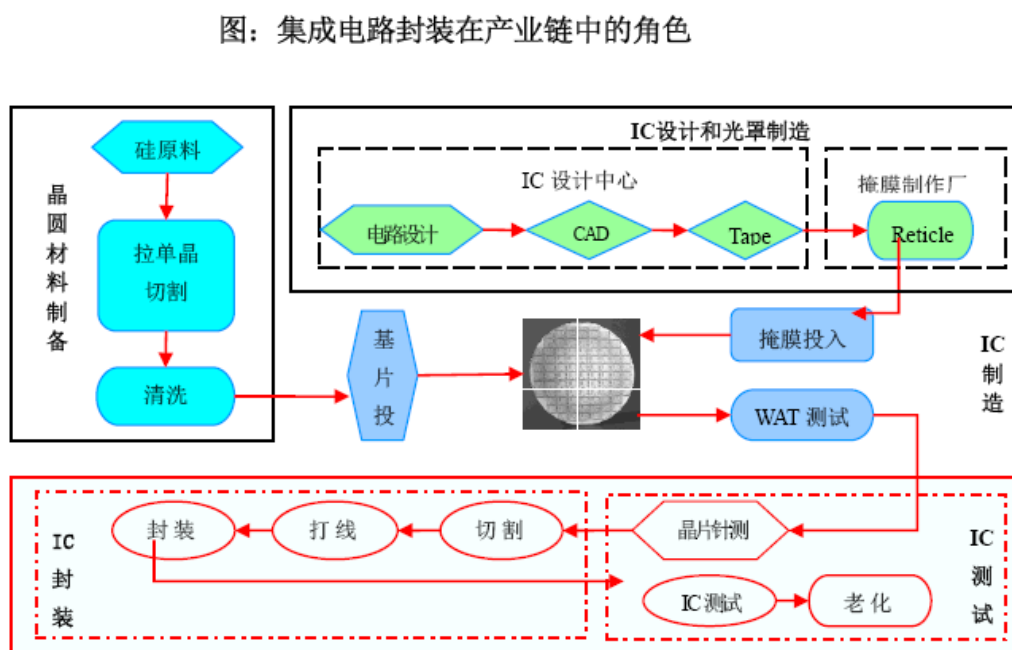
数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理, X按照发行后股本22670万股计算

一、行业背景

● 发行人的行业分类及简况

公司主要从事晶圆级芯片尺寸封装与测试，芯片主要应用与影像传感领域。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量产服务的专业封测服务商。

图 1：公司在集成电路产业链中的角色

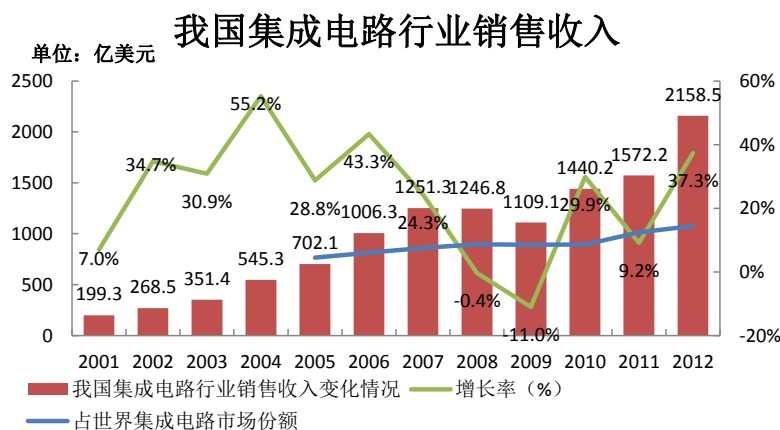


资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

公司所处行业为半导体集成电路产业中的封装测试行业。根据《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），公司所处行业为制造业（C）下的计算机、通信和其他电子设备制造业，行业代码为 C39。

● 行业增长前景

图 2：我国集成电路行业销售收入

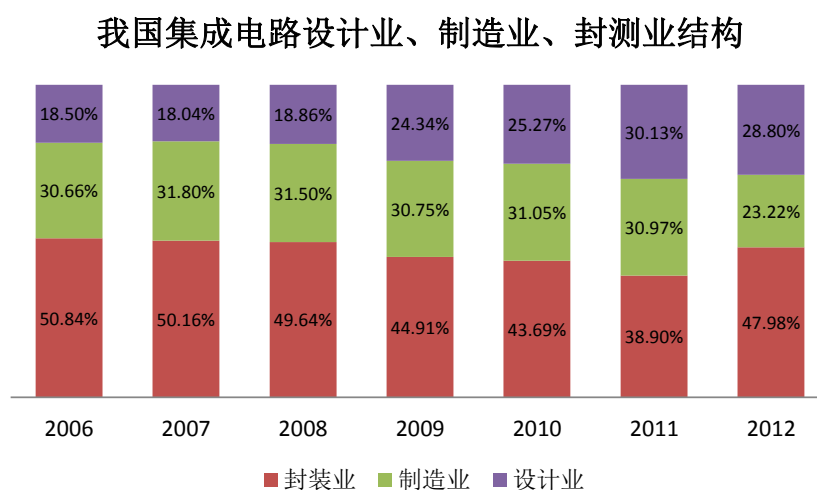


资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

我国集成电路整体产业呈高速发展趋势。从2000年至2007年，我国集成电路产量和销售收入年均增长速度超过30%。受到全球经济危机影响，2008~2009年，我国集成电路产业销售出现负增长。但是，随着经济的复苏，2010~2012年我国集成电路产业销售额恢复明显，增速达到29.9%、9.2%和37.3%。

封装测试行业已成为我国集成电路产业的重要组成部分。2012年度，我国封装测试业销售收入规模为1,035.67亿元，占集成电路产业销售收入的47.98%。

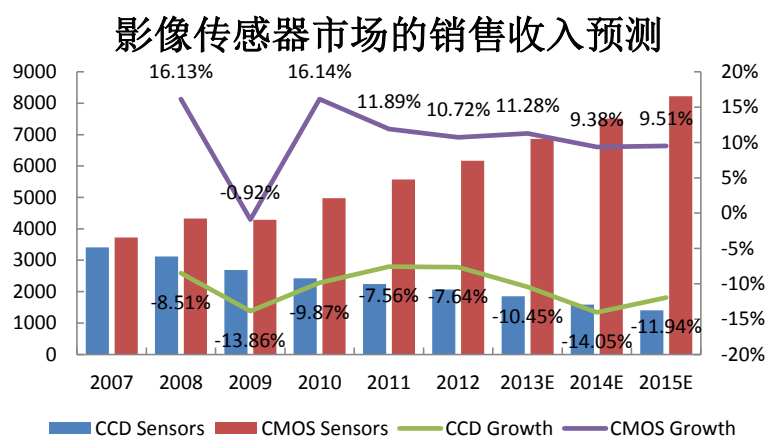
图3：我国集成电路产业的设计、制造和封装测试结构



资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

从影像传感芯片封装的发展来看，CMOS芯片逐步取代CCD芯片。CMOS芯片主要采用晶圆级芯片尺寸封装(WLCSP)，预计到2015年CMOS影像传感芯片市场的销售收入有望达到82.22亿美元。

图4：影像传感器市场销售预测



资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

● 行业竞争结构及公司的地位

集成电路封装产业转移始于 1960 年代，现已从欧美发达国家转移至亚太地区，目前主要从事半导体封装的国家是中国台湾、中国大陆、新加坡、日本和美国。中国台湾地区依靠集成电路封装起家，在全球集成电路封装

表 1：全球封装测试行业前十大服务商

企业名称	地区	2010 年	占比
日月光半导体公司 (ASE)	中国台湾	38.52	25.45%
艾克尔 (Amkor)	美国	29.39	19.42%
矽品精密工业公司 (SPIL)	中国台湾	19.56	12.93%
星科金朋公司 (STATS ChipPAC)	新加坡	16.78	11.09%
力成科技 (PTI)	中国台湾	11.59	7.66%
神钢电机株式会社 (Shinko)	日本	10.58	6.99%
优特半导体 (UTAC)	新加坡	10	6.61%
南茂科技 (ChipMOS)	中国台湾	5.73	3.79%
长电科技 (JCET)	中国	4.82	3.19%
久元电子 (YTEC)	中国台湾	4.36	2.88%

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

行业占据领先地位，2010 年全球前十大封装公司排名中，台湾地区的企业占据了 5 席。

目前，全球大型 IDM 厂商和专业封装测试代工厂大都已在中国大陆建有生产基地，由此造成我国封装测试业外资企业占比很高。部分内资封装测试企业（如长电科技、通富微电、华天科技）已在国内发行股票上市。

表 2：我国封装测试行业前十大服务商

企业名称	销售额 (亿元)
英特尔产品 (成都) 有限公司	188.4
江苏新潮科技集团有限公司	66.5
飞思卡尔半导体 (中国) 有限公司	64.9
威讯联合半导体 (北京) 有限公司	45
南通华达微电子集团有限公司	41.3
海太半导体 (无锡) 有限公司	33.9
上海松下半导体有限公司	33.7
三星电子 (苏州) 半导体有限公司	23.7
瑞萨半导体 (北京) 有限公司	23.2
英飞凌科技 (无锡) 有限公司	23

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

公司主要生产影像芯片的封装，行业中能够规模化专业代工影像芯片的第三方服务商只有精材科技 (3374.TWO)，绝大部分需求均为芯片厂商之 IDM 工厂。精材科技在台湾兴柜市场上市。

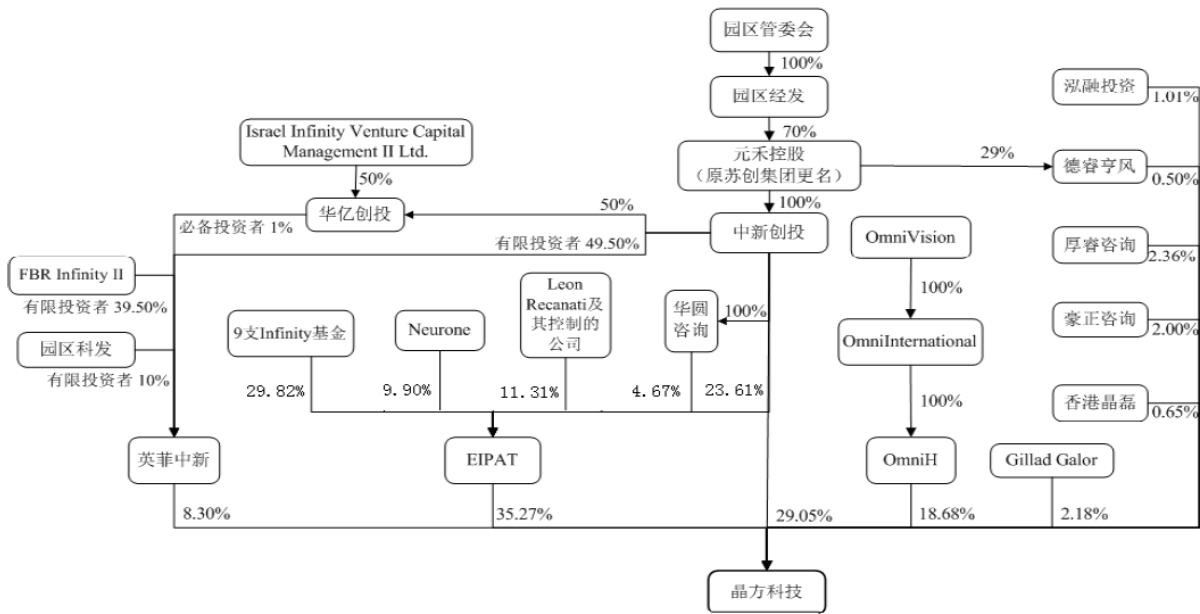
江苏新潮科技集团有限公司为上市公司长电科技（600584）之控股股东，南通华达微电子集团有限公司为上市公司通富微电（002156）之控股股东；海太半导体为海力士与太极实业（600667）在无锡合资企业。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司系由晶方有限公司整体变更设立的股份有限公司。

图 5：公司股权结构示意图



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

公司本次将发行新股 3719.6955 万股。根据老股转让计划，预计老股转让 1947.7284 万股，由除中新创投外的其他股东等比例转让。本次发行后，公司总股本将达到 22669.6955 万股。

表 3：公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后*	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	EIPAT	66,844,336	35.27%	57,160,964	25.21%
2	中新创投	55,048,276	29.05%	55,048,276	24.28%
3	OmniH	35,388,178	18.67%	30,261,687	13.35%
4	英菲中新	15,728,079	8.30%	13,449,638	5.93%
5	厚睿咨询	4,475,000	2.36%	3,826,731	1.69%
6	Gillad Galor	4,128,621	2.18%	3,530,530	1.56%
7	豪正咨询	3,785,000	2.00%	3,236,688	1.43%
8	泓融投资	1,908,602	1.01%	1,632,113	0.72%
9	晶磊有限	1,240,000	0.65%	1,060,368	0.47%
10	德睿亨风	953,908	0.50%	815,721	0.36%

11	老股转让	-	-	19,477,284	8.59%
12	本次拟发行新股	-	-	37,196,955	16.41%
	合计	189,500,000	100.00%	226,696,955	100.00%

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理，×按19.16元发行价推算

● 主业简况及收入利润结构

表 4：公司报告期内主营业务收入按产品划分

类别 (单位：万元)	2010年		2011年		2012年		1H2013年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
芯片封装	26,904.33	99.39%	30,429.16	99.40%	33,360.12	98.89%	19,636.79	98.91%
设计收入	142.54	0.53%	168.03	0.55%	347.30	1.03%	206.28	1.04%
其他收入	21.13	0.08%	14.79	0.05%	25.86	0.08%	10.16	0.05%
合计	27,068.00	100%	30,611.99	100%	33,733.28	100%	19,853.23	100%

资料来源：公司招股意向书

表 5：公司报告期内主营业务收入与成本细分

类别 (单位：万元)	2010年	2011年	2012年	2013年 1H	2013年 E	2014年 E	2015年 E
产能 (片)	120,000	140,000	160,000	105,000	210,000	231,000	447,000
产量 (片)	126,064	138,767	157,207	92,380	232,555	279,065	402,300
销量 (片)	119,623	140,760	158,823	93,828	225,545	251,159	362,070
封装测试收入 (万元)	26,904.33	30,429.16	33,360.12	19,636.79	43,733.71	46,763.87	67,251.36
封装测试：手机	19,729.58	17,926.62	20,973.52	15,820.91	30,561.60	32,682.71	47,023.95
计算机	3,925.71	7,737.04	8,402.47	3,365.45	8,309.41	8,885.13	12,777.76
监视器	2,228.89	4,710.26	3,968.79	418.97	4,373.37	4,676.39	6,725.14
汽车	156.96	35.97	11.71	12.11	32.00	32.00	32.00
其他	863.20	19.28	3.63	19.34	20.00	20.00	20.00
芯片设计	142.54	168.03	347.29	206.28	437.34	467.64	672.51
销售价格 (元/片)	2,249.09	2,161.78	2,100.46	2,092.85	1,939.02	1,862	1,857
封装收入毛利率	52.64%	55.99%	56.05%	55.25%	53.72%	53.00%	53.00%
平均单位成本	1,065.27	951.45	923.05	939.26	897.39	875.10	872.98
直接材料	223.86	216.09	202.51	224.91	224.91	227.50	230.00
其中：玻璃	74.26	72.29	62.58	80.09	81.00	83.00	85.00
感光油墨	22.32	20.20	12.07	10.48	10.48	10.00	9.50
硅晶片粘着剂	19.58	19.60	25.67	26.84	26.84	27.00	28.00
其他	107.70	104.00	102.19	107.50	107.50	107.50	107.50
直接人工	107.24	104.52	109.50	102.48	102.48	107.60	112.98
制造费用	734.17	630.84	611.04	611.87	570.00	540.00	530.00

资料来源：公司招股意向书

● 募投项目

表 6：公司 IPO 募集资金项目概况

编号	项目名称	预计总投资额(万元)	使用募集资金金额 (万元)	建设期/达产期
1	先进晶圆级芯片尺寸封装 (WLCSP) 技改项目	86,630	66,735.96	24个月/24个月

资料来源：公司招股意向书

1) 先进晶圆级芯片尺寸封装（WLCSP）技改项目

项目达产后，新增年可封装 36 万片晶圆的 WLCSP 封装产能，折合新增每月 3 万片晶圆的生产能力。因此，待募集资金实施完成，新厂投资完成后，公司年产能将达到 48 万片，达产后预计可实现 8~9 亿元人民币的销售收入。

项目建设期 24 个月。总投资 86,630 万元，其中建设资金 82,230 万元，新增流动资金 4,400 万元。第一年投资金额 36,036 万元，第二年投资金额 50,594 万元。

项目财务评价：预计项目投产后分两年达产，第一年达产 60%，第二年达产 100%。达产后，平均新增营业收入 60,315 万元，平均新增净利润总额 18,237 万元。本项目税后财务内部收益率 26.90%，全部投资税后静态回收期为 4.79 年，包括两年建设期。

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

预计募投项目将在 2016 年底左右达产。初步预计 2013~2015 年归属于母公司的净利润将实现年递增 10.97%、5.62% 和 47.61%，相应的稀释后每股收益为 0.68、0.71 和 1.05 元（按 22670 万股发行后股本计算）。

表 7：公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	30,612	33,733	44,171	47,232	67,924
营业总成本	17,762	18,726	26,284	28,313	39,953
营业成本	13,406	14,691	20,240	21,979	31,608
营业税金及附加	165	24	265	283	408
销售费用	160	226	309	331	408
管理费用	4,013	3,745	5,102	5,668	7,472
财务费用	0	0	320	0	0
资产减值损失	17	40	48	52	58
其他经营收益					
投资净收益					
营业利润	12,625	15,472	17,887	18,918	27,971
加：营业外收入	346	1,090	120	100	100
减：营业外支出	0	1	2	2	2
利润总额	12,971	16,562	18,005	19,016	28,069
减：所得税	1,503	2,771	2,701	2,852	4,210
净利润	11,468	13,791	15,304	16,164	23,859
减：少数股东损益					
归属于母公司所有者的净利润	11,468	13,791	15,304	16,164	23,859
摊薄 EPS	0.51	0.61	0.68	0.71	1.05

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所，×按推算的 22670 万股本（发行后）计算

四、风险因素

客户集中的风险

公司客户集中度较高。报告期内，公司对前五大客户的销售收入分别为 26,855.41 万元、30,462.32 万元、31,557.00 万元和 18,282.32 万元，占公司各期营业收入的比例分别为 99.21%、99.51%、93.55% 和 92.09%。

其中 Galaxycore 是公司目前最大的客户。如果，公司失去目前大客户，可能导致公司业绩发生重大不确定性因素。提醒投资人注意风险。

Shellcase 系列封装技术许可增多及专利到期而导致行业竞争加剧的风险

由于晶圆级封装测试产业市场发展前景较好，会吸引众多投资者从事晶圆级封装测试业务，目前大陆已有长电先进、昆山西钛等上市公司附属子公司从事此项技术的研发或已达到量产阶段。本行业技术门槛较高，获得 Shellcase 系列封装技术许可是必备条件之一，截至招股说明书签署日，已有精材科技、本公司、韩国 AWLP、昆山西钛、长电先进等公司获得 Shellcase 系列技术的许可。如果未来更多企业获得 Shellcase 系列封装技术许可，并成功突破了量产技术门槛，能够运用 WLCSP 量产技术从事封装测试服务，有可能导致本行业业务规模扩张过快，从而加剧行业竞争，降低行业利润率。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的 2012 年业绩和 2013、2014 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2012 年平均静态市盈率为 **218.67** 倍，2013 年平均动态市盈率 **145.24** 倍；最近上市的沪市股票中，2012 年平均静态市盈率为 **26.63** 倍、2013 年平均动态市盈率 **17.44** 倍。

表 8： 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	
600584.SH	长电科技	7.27	0.01	0.08	0.27	595.80	95.42	26.62	2.85
002156.SZ	通富微电	6.59	0.06	0.11	0.15	113.18	59.91	43.93	3.45
600667.SH	太极实业	4.20	0.04	0.01	0.04	98.80	384.87	102.11	1.31
002185.SZ	华天科技	12.46	0.19	0.31	0.43	66.89	40.77	29.28	2.68
国内同行业整体平均						218.67	145.24	50.49	2.57

数据来源：Wind (1月27日最新价)

表 9： 最近上市创业板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)	市盈率(倍)
------	------	----	-----------	--------

		2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E	
603555.SH	贵人鸟	13.76	0.86	0.71	0.78	0.79	16.00	19.38	17.64	17.31
603308.SH	应流股份	11.85	0.44	0.40	0.50	0.50	27.02	29.44	23.70	23.70
603699.SH	纽威股份	21.34	0.39	0.67	0.87	0.67	54.90	31.85	24.53	31.69
600023.SH	浙能电力	6.16	0.38	0.70	0.68	0.68	16.04	8.77	9.02	9.02
603993.SH	洛阳钼业	5.96	0.21	0.20	0.25	0.25	28.80	29.43	24.22	24.22
603167.SH	渤海轮渡	7.68	0.44	0.55	0.65	0.75	17.45	13.96	11.82	10.24
603399.SH	新华龙	11.2	0.36	0.29	0.41	0.41	31.51	39.26	27.06	27.06
603003.SH	龙宇燃油	9.46	0.29	-0.22	0.14	0.14	32.76	-42.65	68.71	68.71
603766.SH	隆鑫通用	9.61	0.58	0.68	0.77	0.77	16.65	14.09	12.42	12.42
601038.SH	一拖股份	8.82	0.35	0.29	0.31	0.31	25.16	30.82	28.71	28.71
平均值						26.63	17.44	24.78	25.31	

资料来源: Wind; 股价以1月27日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况, 我们认为给予晶方科技合理估值为 **22.81元-27.37元**, 对应2013年每股收益的 **33.79~40.54** 倍市盈率。

分析师承诺

分析师 倪济闻

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。