

证券研究报告—动态报告/公司快评
信息技术
IT 硬件与设备
通富微电 (002156)

调研纪要

买入

(维持评级)

2015 年 03 月 16 日

业绩迎来拐点，长期发展趋势向好

证券分析师：刘翔
证券分析师：刘洵

 021-60875160
 021-60933151

 liuxiang3@guosen.com.cn
 liuxun@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512070002
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514090001

事项：

近日，我们调研了通富微电，与公司董秘就公司各项业务的生产经营状况进行了充分的交流。

评论：

■ 核心观点

我国集成电路产业正处于行业上升周期与国家政策扶持周期叠加共振之中，未来 3-5 年景气向上。从产业链的角度看，封装测试是我国集成电路领域与国外技术差距最小的环节，有望率先取得突破。在国家集成电路产业大发展的背景下，封测环节的弹性也是最大的。作为国内三大封测厂商之一，公司一方面通过产品结构与客户结构的调整，实现快速的内生性增长。产品结构方面，盈利水平较高的高引脚业务（FC/BGA/QFN）占比持续提升，带动公司整体毛利率稳步上行；客户结构方面，公司近来着力拓展台、韩市场，逐步导入 MTK 等大客户，并随大客户共同成长。在上述两大动力的推动下，我们预计公司 15 年业绩内生增速有望达 60% 左右。另一方面，公司也在积极考虑外延扩张，方向以高端封装为主，通过外延进一步促进产品结构的调整和转型升级。

长期来看，公司规划将建成 2 个销售收入达 10 亿美金的生产基地。一个在南通，本次定增完成之后，预计用 2 到 3 年时间建成，以高端封测为主。另外一个会选在中西部地区，以中低端封测为主。两大生产基地建成后，公司的业务布局将更加完整，力争用 5 到 10 年时间，成为全球一流的封装测试企业。

一直以来，公司隐身長电、华天之后，市场关注度不高。我们认为，在其高端封装制程突破后，随着客户的不断导入，公司业绩将迎来拐点，未来 2 年确定性强。且公司长期发展思路清晰，市值有望向长电、华天看齐，我们维持“买入”评级。

■ 投资亮点

- 1、绑定 MTK，随其共同成长，空间巨大。**公司自 10 年开始与 MTK 合作，是联发科在内地选择的唯一封测代工厂。MTK 现已是公司第三大客户，14 年贡献收入预计为 1.5-2 亿元。未来，MTK 占公司收入的比重还会进一步提升。目前对 MTK 主要以 WB 打线产品为主，未来会逐步过渡到 FC 的产品序列，FC-BGA；FC-QFP 等产品都在逐步导入。公司 15 年与 MTK 的合作还将深入，预计能够实现翻番增长。
- 2、高端封装 28nm Bumping+FC+BGA，国内率先量产，具备先发优势。**打通 28NM 从 Bumping 到 BGA 的全流程，在工艺与技术方面已经很成熟了，是国内第一家，体现了公司的技术水平及综合实力。预计 FC+Bumping 15 年将贡献收入 2 个亿左右。
- 3、上游绑定 Foundry 厂，下游导入大客户，今明两年业绩弹性大。**公司去年 8 月份宣布与华虹宏力及华立微结成战略

同盟关系，三方将在芯片设计、8/12英寸芯片制造、凸点制造、FC/TSV/SiP等先进封装测试技术方面进行战略合作。三方有效协同，能够提升公司封装良率，为客户提供更加优质的封装产品。同时，公司自2003年开始进行国际化战略，率先融入世界半导体产业链，拥有众多优质客户，全球半导体企业前20强中超半数以上均是公司客户。

■ 问答摘要

Q: 公司增发进展如何?

A: 证监会批文已经拿到，考虑于3月下旬启动增发，月底会出结果。

Q: 公司高端封装目前产能状况如何？未来是否会扩产？

A: 公司目前高端封装的产能：Bumping：8寸片 5000片/月；12寸 7000片/月；FC：4000万只/月。目前，高端封装产能开始比较紧张。募投资金到位后，将于年中，或是下半年启动扩产。

Q: 公司高端封装对应的客户主要有那些？

A: 客户主要包括展讯、联芯科技和联发科，其中，联发科以WB-BGA为主，展讯和联芯科技以FC为主。和联发科的合作未来会逐步过渡到FC。

Q: 扩产设备前期投入情况如何？

A: 主要会扩充Bumping产能。Bumping投一条线大概8000万到1一个亿，分8年折旧。

Q: 公司和国家产业基金的合作进展如何？

A: 公司和国家半导体产业基金，包括国开行都有接触。大基金明确表示会考虑支持公司本次定增项目及后续对外投资，未来的合作形式也会多种多样。

Q: 公司二股东富士通全面退出封测领域，向Fabless转型对公司的影响如何？

A: 我们一直和富士通保持紧密的合作和密切的沟通，富士通目前并无意出售公司的股权，其部分封测业务仍然交由公司来完成。

Q: 公司与联发科的合作进展如何？

A: 公司自10年开始与MTK合作，是联发科在内地选择的唯一封测代工厂。MTK现已是公司第三大客户，未来的占比还有望进一步提升。

Q: 与MTK的合作，主要是哪些产品？

A: 公司与联发科合作，主要做的是BGA和QFN的封测，对应的产品包括RF、电源管理、蓝牙、wifi芯片等。目前以WB打线为主，未来会逐步过渡到FC。

Q: 与华虹宏力及华立微的合作情况如何？

A: 公司是于去年8月份签署的合作协议，三方将共同在芯片设计、8/12英寸芯片制造、凸点制造、FC/TSV/SiP等先进封装测试技术方面进行战略合作。

Q: 目前，国家鼓励集成电路企业通过收购做大做强，公司在外延方面有没有考虑？

A: 公司已在积极考虑外延扩张，方向以高端封装为主，通过外延进一步促进产品结构的调整和转型升级。

Q: 汽车电子是公司的特色业务，目前发展状况如何？

A: 公司汽车电子下游客户包括, TI、ST、英飞凌、富士通等厂家。产品以发动机的点火模块、控制电路、霍尔传感器、加速度传感器为主。汽车电子对可靠性和稳定性有很高的要求, 产品附加值也不错。公司在汽车电子有 10 年铺垫, 产品有很多工艺和做法, 需要时间的沉淀。

Q: 公司预计一季度的景气度情况怎样?

A: 根据以往的经验, 一季度通常是淡季、二季度开始爬坡, 三季度到顶点然后 4 季度开始下降。今年整个一季度表现为淡季不淡, 预计收入能够维持 15%~20% 的增长。

Q: 公司未来的发展规划如何?

A: 公司未来规划建立 2 个销售收入达 10 亿美金的生产基地。一个在南通, 另外一个会选在中西部地区。两大生产基地建成后, 公司的业务布局将更加完整, 力争用 5 到 10 年时间, 成为全球一流的封装测试企业。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	765	765	769	866	营业收入	1767	2121	2880	3744
应收款项	356	418	552	718	营业成本	1474	1710	2297	2948
存货净额	250	289	396	524	营业税金及附加	0	7	9	11
其他流动资产	29	35	47	62	销售费用	7	8	13	16
流动资产合计	1400	1507	1764	2170	管理费用	194	235	290	376
固定资产	2177	2167	2121	2053	财务费用	47	30	28	26
无形资产及其他	72	70	69	67	投资收益	(3)	0	0	0
投资性房地产	7	7	7	7	资产减值及公允价值变动	(11)	(11)	(4)	(3)
长期股权投资	32	32	32	32	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3686	3783	3992	4328	营业利润	31	120	241	364
短期借款及交易性金融负债	513	517	450	450	营业外净收支	40	40	6	7
应付款项	500	537	735	967	利润总额	71	160	247	371
其他流动负债	43	53	72	94	所得税费用	10	24	37	56
流动负债合计	1057	1108	1257	1511	少数股东损益	0	8	10	12
长期借款及应付债券	120	120	120	120	归属于母公司净利润	61	127	199	303
其他长期负债	253	271	289	307					
长期负债合计	373	391	409	427	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1430	1499	1666	1939	净利润	61	127	199	303
少数股东权益	0	2	5	7	资产减值准备	5	(11)	0	0
股东权益	2256	2282	2321	2382	折旧摊销	251	211	244	267
负债和股东权益总计	3686	3783	3992	4328	公允价值变动损失	11	11	4	3
					财务费用	47	30	28	26
					营运资本变动	299	(54)	(19)	(36)
					其它	(5)	13	2	3
					经营活动现金流	622	298	431	540
					资本开支	(412)	(200)	(200)	(200)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(409)	(200)	(200)	(200)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(226)	0	0	0
					支付股利、利息	(52)	(102)	(160)	(243)
					其它融资现金流	437	5	(67)	0
					融资活动现金流	(120)	(97)	(227)	(243)
					现金净变动	94	0	4	97
					货币资金的期初余额	671	765	765	769
					货币资金的期末余额	765	765	769	866
					企业自由现金流	230	93	257	364
					权益自由现金流	441	73	166	342

关键财务与估值指标				
	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.09	0.20	0.31	0.47
每股红利	0.08	0.16	0.25	0.37
每股净资产	3.47	3.51	3.57	3.66
ROIC	3%	5%	8%	12%
ROE	3%	6%	9%	13%
毛利率	17%	19%	20%	21%
EBIT Margin	5%	8%	9%	10%
EBITDA Margin	19%	18%	18%	18%
收入增长	11%	20%	36%	30%
净利润增长率	60%	110%	56%	52%
资产负债率	39%	40%	42%	45%
息率	1%	1%	2%	3%
P/E	118.7	56.5	36.1	23.8
P/B	3.2	3.2	3.1	3.0
EV/EBITDA	25.2	23.4	17.2	13.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

《通富微电-002156-被低估的隐形封测巨头》 —— 2015-01-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。