

通富微电 (002156)

强烈推荐

行业：集成电路

战略收购 AMD 处理器封测资产、极大提升公司全球竞争地位

公司公告：拟联合国家产业基金等现金方式收购 AMD 位于苏州和马来西亚槟城两座封测工厂 85% 的股权，价格 3.7 亿美元（折合人民币 23.5 亿元）。

投资要点：

- ✧ **交易结构和收购资产**：将联合国家产业基金等战略投资者，以股权投资和（或）债权投资等方式作为共同投资人。AMD 苏州和槟城工厂是 AMD 内部专业从事处理器封测的资产，CPU、GPU 等处理器的年封装能力超过 6000 万块，测试能力超过 8000 万块。
- ✧ **收购资产财务状况和收购估值**：两家工厂的资产负债表都非常健康，净利润率水平在 4-5% 左右。截至 6 月 30 日，合并净资产和负债分别为 17.1 亿和 4.6 亿元，负债率 21.2%（全部经营性负债）。收购 PB 为 1.62 倍，PE 为 25.0（2014）和 21.8 倍（2016E），PS 为 1.1 倍。
- ✧ **并购将极大提升公司规模和全球竞争能力**。通富微电和 AMD 苏州/槟城在营收规模和盈利能力上基本相当，2014 年合并营收达到 7.3 亿美元左右（46.2 亿人民币），全球排名在 7-8 位。假设公司全额出资和 50% 出资两种情境下，公司权益营收规模增加幅度分别为 103% 和 78%，权益净利润增加幅度分别为 51.7% 和 39%。
- ✧ **与华虹宏力、华力微电子在 Bumping 和 FC 等领域结成战略同盟，构造大陆先进封装第二力量**。未来大陆 Foundry 和先进封装领域将构成“中芯国际+长电科技”与“华虹华力+通富微电”两大力量。
- ✧ **预估 2015Q1-3 净利润 1.2-1.38 亿，同比增长 40-60%**。预估第 3 季度公司净利润 3580-5360 万（中值 4470 万），同比增长 22%（中值）。
- ✧ **强烈推荐评级、暂不设定目标价格**。由于最终出资方案未定，暂不调整盈利预测，公司 15-17 年净利润分别为 2.18、3.28 和 4.22 亿元，每股收益分别为 0.33、0.50 和 0.65 元。“强烈推荐”评级，暂不设定目标价格。
- ✧ **风险提示**：BGA、QFN 传统业务和先进封装低于预期、并购风险等

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2091	2842	3791	4916
收入同比(%)	18%	36%	33%	30%
归属母公司净利润	121	218	328	422
净利润同比(%)	99%	80%	51%	29%
毛利率(%)	19.1%	22.5%	22.5%	22.5%
ROE(%)	5.1%	8.4%	11.5%	13.3%
每股收益(元)	0.19	0.33	0.50	0.65
P/E	83.37	46.30	30.75	23.90
P/B	4.26	3.90	3.54	3.18
EV/EBITDA	31	22	16	14

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价：

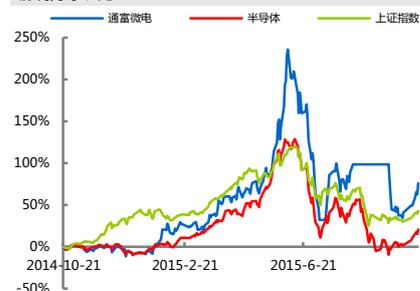
当前股价：15.50

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	748
流通股本(百万股)	650
总市值(亿元)	116
流通市值(亿元)	101
成交量(百万股)	19.98
成交额(百万元)	300.03

股价表现



相关报告

《通富微电-大陆先进封装重要力量、短期业绩成长确定性高》2015-08-24

《通富微电 002156-战略联盟和非公开增发持续提升先进封装竞争力》2014-10-26

《通富微电 002156-优势产品快速成长、非公开增发继续巩固竞争地位》2014-08-24

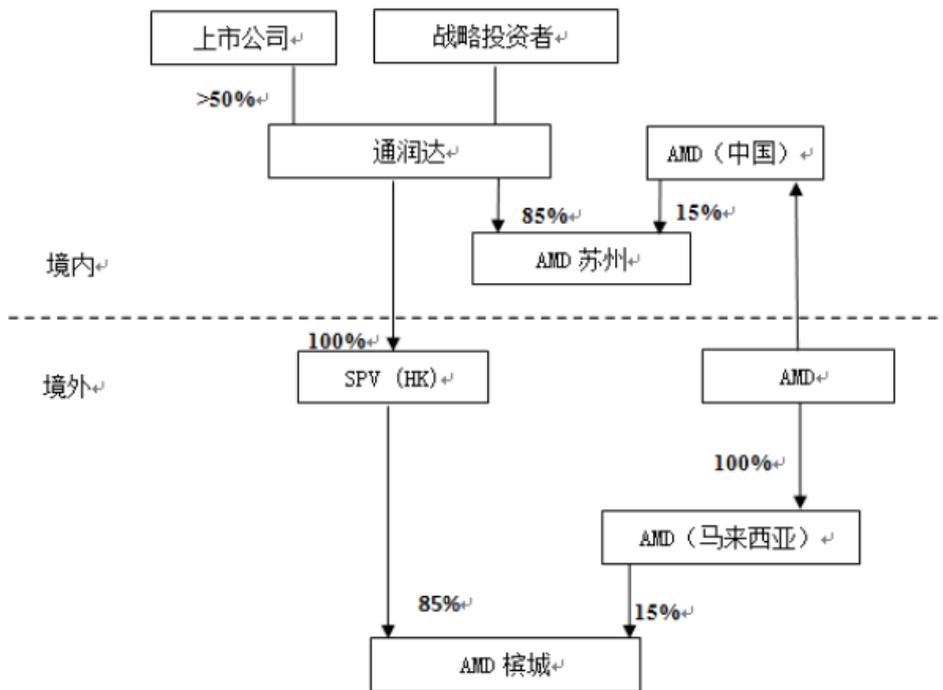
一、拟 3.7 亿美元收购 AMD 苏州和槟城封测工厂 85% 股权

1. 交易结构：将联合国家产业基金等战略投资者

交易的标的为 AMD(超威半导体)位于中国的全资子公司 AMD 中国所持有 AMD 苏州 85% 股权,以及 AMD 位于马来西亚的全资子公司 AMD 马来西亚所持有的 AMD 槟城 85% 股权。

交易结构上,首先设立收购平台通润达,产业基金等战略投资者拟以股权投资和(或) 债权投资等方式作为共同投资人对通润达进行增资,通润达将以现金方式购买 AMD 苏州 85% 股权。同时,通润达将在香港设立全资子公司 SPV (HK), SPV (HK) 将以现金方式购买 AMD 槟城 85% 股权。

图 1 交易结构安排



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 苏州和槟城工厂是 AMD 内部专业从事处理器封测的资产

AMD 主要生产基于 X86 架构的 PC 和服务芯片,如 CPU (中央处理器)、GPU (图形处理器)、APU (加速处理器)、芯片组以及游戏主机芯片,嵌入式处理器等。

AMD 苏州和 AMD 槟城,是 AMD 旗下专门从事封装和测试业务的全资子公司,AMD 系苏州和槟城工厂的唯一客户。

先进封装 (Advanced Packaging): 主要的封装技术是 PGA、BGA-stiffene、

BGA-coreless、LGA- coreless 以及 MCM 等高端封装技术。AMD 苏州共有 4 条装配线：2 条 BGA 封装线和 2 条 PGA 封装线，封装线的季度装配能力为 8 Million Units。AMD 槟城共有 6 条装配线，封装线的季度装配能力为 8.3 Million Units。

测试 (Test Services)：AMD 苏州提供包括老化测试、自动化测试、系统测试、激光打标、品质保证系统级测试、外观检查等在内的服务。AMD 苏州共有 58 台 sapphire 测试仪、2 台 verigy 测试仪等，季度测试能力为 12 Million Units。AMD 槟城拥有 43 台蓝宝石测试仪、37 台 HST 和 38 台 kSLT 等，季度测试能力为 9 Million Units。

表 1 苏州和槟城工厂封装和测试能力

(万块/年)	封装	测试
苏州	3200	4800
槟城	3320	3600
合计	6520	8400

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、收购资产财务状况和收购估值

1. 苏州和槟城财务状况：20%左右的经营性负债率、4-5%的净利润率

我们主要从资产负债表和盈利能力两个维度分析苏州和槟城工厂的财务状况。

两家公司的资产负债表都非常健康，截至 6 月 30 日，合并净资产和负债分别为 17.12 亿和 4.6 亿元，资产负债率 21.2% (全部为经营性负债)。其中：AMD 苏州资产中超过 75% 的为流动资产 (40% 左右是现金投资，12% 左右是应收账款)；债务均是流动负债，80% 以上为供应商的应付账款。AMD 槟城资产中超过 70% 为流动资产 (50% 是应收账款)；债务也均是流动负债，75% 以上为供应商的应付账款。

表 2 苏州工厂资产负债简表

(万元)	2013 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日	2015 年 6 月 30 日
净资产	60,697	102,765	102,909
总负债	23,795	18,883	12,963
总资产	84,492	121,648	115,872
资产负债率%	28.2%	15.5%	11.2%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 3 槟城工厂资产负债简表

(万元)	2013 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日	2015 年 6 月 30 日
净资产	65,007	67,529	68,320
总负债	39,749	29,398	33,091
总资产	104,756	96,927	101,411
资产负债率%	37.9%	30.3%	32.6%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2014 年两家公司合并营收 25.3 亿元，净利润 1.11 亿元，净利润率 4.4%；2015 年上半年合并营收 8.99 亿，净利润 8235 万，净利润率 9.2%。其中：2014 年苏州和槟城营业收入分别为 9.6 亿和 25.3 亿元，净利润分别为 5613 万和 1.1 亿元，净利润率分别为 5.8%和 3.5%。2015 年上半年营业收入分别为 3 亿和 9 亿元，净利润分别为 2866 万和 8235 万元，净利润率分别为 5.8%和 9.0%

表 4 苏州工厂损益简表

(万元)	2013 年	2014 年	2015 年上半年
营业收入	102,780	96,331	30,381
净利润	5,090	5,613	2,866
净利润率%	5.0%	5.8%	9.4%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 5 槟城工厂损益简表

(万元)	2013 年	2014 年	2015 年上半年
营业收入	161,582	157,157	59,568
净利润	7,565	5,478	5,369
净利润率%	4.7%	3.5%	9.0%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 收购估值:1.62 倍 PB、25 倍 PE 和 1.1 倍 PS

此次交易有 3 年业绩承诺：AMD 承诺支持两家标的公司执行初始商业计划中有关 AMD 股东部分的业务，支持两家标的公司达成收入和利润目标（两家标的公司每个财政年度合计共 2000 万美元利润，自本协议生效日起 36 个月内有效）。

按照截至 2015 年 6 月 30 日的资产负债表以及 2014 年业绩和 2016 年的承诺业绩，按照 85%股权，3.7 亿美元的支付对价(汇率：6.36 人民币/美元的汇率)。支付对价 3.7 亿美元（折合人民币 23.5 亿元）；收购 PB 为 1.62 倍，PE 为 25.0（2014）和 21.8 倍（2016E），PS 为 1.1 倍。

表 6 并购估值分析-PB

(万元)	2013 年	2014 年	2015 年上半年
合并净资产	125,704	170,294	171,229
85%权益净资产	106,848	144,750	145,545
PB	2.20	1.63	1.62

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 7 并购估值分析-PE

(万元)	2013 年	2014 年	2016 承诺业绩
合并净利润	12,655	11,091	12,720
85%权益净利润	10,757	9,427	10,812
PE	21.9	25.0	21.8

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 8 并购估值分析-PS

(万元)	2013 年	2014 年
合并营收	264,362	253,488
85%权益营收	224,708	215,465
PS	1.0	1.1

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

三、并购将极大提升公司规模和全球竞争能力

我们分析，此次并购，除了在战略层面为国内半导体产业链获取 CPU 的封测能力外，公司的营收规模和全球竞争地位也将得到极大提升。

通富微电和并购资产在营收规模和盈利能力上基本相当。2014 年和 2015 上半年通富微电营业收入分别为 20.9 亿元和 11.1 亿元，净利润分别为 1.2 亿和 8412 万。同期，AMD 苏州和槟城合并营收分别为 25.3 亿和 8.99 亿，净利润分别为 1.1 亿和 8235 万。我们以 2014 年数据为例，假设公司全额出资和 50% 出资两种情境下，公司权益营收规模增加幅度分别为 103% 和 78%，权益净利润增加幅度分别为 51.7% 和 39%。

表 9 营收规模和业绩增加幅度分析（按照权益比例）

	通富微电	100% 出资		50% 出资	
		并购资产	增加%	并购资产	增加%
营收 (亿元)	20.9	21.5	102.9%	10.8	51.7%
净利润 (万元)	12082	9427	78.0%	4714	39.0%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

按照 2014 年通富微电和并购的 AMD 两家工厂，合并营收达到 7.3 亿美元左右 (46.2 亿人民币)，全球排名在 7-8 位。

表 10 2014 年全球半导体封测企业排名

排名	厂商	2014 年营收 (百万美元)	同比%
1	ASE (日月光)	5,173	9.1%
2	Amkor (安靠)	3,129	5.9%
3	SPIL (矽品)	2,741	17.4%
4	SATS ChipPAC (星科金朋)	1,586	-0.8%
5	Powertech (力成)	1,321	4.3%
6	JCET(长电科技)	1,042	22.6%
7	UTAC	734	-1.87%
8*	通富微电+AMD 苏州/槟城	726	--
8	南茂科技	649	7.24%

资料来源：Bloomberg、Gartner 中国中投证券研究总部

特别提示：尚需履行的批准和主要风险点

1. 本次交易尚须履行的批准程序

- 1、本次交易相关审计、估值报告出具后，公司须再次召开董事会审议本次交易相关事项；
- 2、本次交易方案尚须取得公司股东大会的批准；
- 3、交易对方股东大会审议通过本次交易方案；
- 4、国家发改委或其地方分支机构备案；
- 5、江苏省商务厅备案；
- 6、公司注册地银行：根据《国家外汇管理局关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》（汇发[2015]13号），公司需到注册地银行进行关于本次交易涉及的境内机构境外直接投资外汇登记（如适用）；
- 6、AMD 交付有关通过本次交易的内部决议文件；
- 7、AMD 取得苏州工业园区商务部门的批复；
- 8、AMD 取得马来西亚国际贸易及工业部的批复；

2. 客户单一和人员流失风险等

AMD 苏州及 AMD 槟城系 AMD 下属专门从事封装与测试业务的子公司，主要用于承接 AMD 内部的芯片封装与测试的业务，本次重组前，AMD 系 AMD 苏州及 AMD 槟城的唯一客户。虽然本次交易后上市公司将会积极开拓除 AMD 之外的其他客户资源，但在短时间内 AMD 苏州及 AMD 槟城的客户仍将以 AMD 为主。

半导体封测行业是个资产密集和人才密集型行业，对海外资产的并购获取固定资产不是主要目的，研发和工程师队伍的稳定至关重要。

表 11 AMD 苏州和槟城员工结构

	员工总数	技术人员和工程师	技术人员和工程师占比
苏州	1030	580	56.3%
槟城	870	470	54.0%
合计	1900	1050	55.3%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

AMD 苏州共有 1030 余名员工，其中 580 多名为技术人员和工程师，70% 以上的工程师拥有学士及以上学位，8% 拥有博士学位，42% 的技术人员拥有大专及以上学历。

AMD 槟城共有 870 余名员工，其中约 470 名为技术人员和工程师，工程师全部拥有学士及以上学位，2% 拥有硕士学位，全部的技术人员拥有大专及以上学历。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1329	1673	1981	2584
现金	561	750	750	987
应收账款	401	540	720	934
其它应收款	4	14	18	23
预付账款	16	33	44	57
存货	274	322	430	557
其他	72	14	19	25
非流动资产	2626	2549	2461	2332
长期投资	13	12	12	12
固定资产	2318	2442	2354	2225
无形资产	95	95	95	95
其他	200	0	0	0
资产总计	3955	4222	4441	4916
流动负债	1175	1318	1219	1378
短期借款	471	695	388	300
应付账款	461	441	588	762
其他	243	183	244	316
非流动负债	416	321	378	371
长期借款	152	152	152	152
其他	263	169	225	218
负债合计	1591	1640	1597	1748
少数股东权益	0	0	0	0
股本	650	650	650	650
资本公积	1098	1098	1098	1098
留存收益	616	834	1096	1419
归属母公司股东权益	2364	2582	2844	3168
负债和股东权益	3955	4222	4441	4916

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	415	396	692	730
净利润	121	218	328	422
折旧摊销	292	338	388	428
财务费用	34	25	20	6
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	-52	-104	-113	-133
其它	18	-80	69	8
投资活动现金流	-657	-284	-300	-300
资本支出	664	300	300	300
长期投资	0	-15	0	0
其他	6	1	0	0
筹资活动现金流	53	77	-392	-192
短期借款	199	225	-307	-88
长期借款	32	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-178	-147	-85	-104
现金净增加额	-189	189	0	237

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2091	2842	3791	4916
营业成本	1692	2203	2938	3810
营业税金及附加	5	0	0	0
营业费用	9	12	16	21
管理费用	283	426	512	664
财务费用	34	25	20	6
资产减值损失	16	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0
营业利润	50	176	305	416
营业外收入	90	80	80	80
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	134	256	385	496
所得税	13	38	58	74
净利润	121	218	328	422
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	121	218	328	422
EBITDA	375	539	714	850
EPS (元)	0.19	0.33	0.50	0.65

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	18.3%	36.0%	33.4%	29.7%
营业利润	60.2%	254.8	73.5%	36.2%
归属于母公司净利润	99.2%	80.1%	50.5%	28.7%
获利能力				
毛利率	19.1%	22.5%	22.5%	22.5%
净利率	5.8%	7.7%	8.6%	8.6%
ROE	5.1%	8.4%	11.5%	13.3%
ROIC	3.0%	7.1%	11.4%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	40.2%	38.8%	36.0%	35.6%
净负债比率				
流动比率	1.13	1.27	1.62	1.88
速动比率	0.89	1.02	1.26	1.46
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.70	0.88	1.05
应收账款周转率	5	6	6	6
应付账款周转率	3.94	4.89	5.72	5.65
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.33	0.50	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.61	1.07	1.12
每股净资产(最新摊薄)	3.64	3.97	4.38	4.87
估值比率				
P/E	83.37	46.30	30.75	23.90
P/B	4.26	3.90	3.54	3.18
EV/EBITDA	31	22	16	14

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李超,电子行业分析师。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434