

通富微电 (002156.SZ) 集成电路行业

评级：买入 维持评级

公司点评

骆思远

分析师 SAC 执业编号：S1440513040002
luosiyuan@gjzq.com.cn

詹静

联系人
zhanjing@gjzq.com.cn

海外收购 AMD 资产，实现跨越式发展

事件

- **通富微电于 2015 年 10 月 29 日发布复牌公告，并公布重大资产购买预案修订版：**修订版应深交所要求增加了风险描述、业务说明等内容，预案本身并无变化。公司与 AMD 签订《股权购买协议》，通过设立第一层收购平台通润达，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。交割价格为 $43,600 \times 85\% = 37,060$ 万美元。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。
- **标的公司业绩承诺：**AMD 承诺两家标的公司每个财政年度合计共 2,000 万美元利润，自本协议生效日起 36 个月内有效。
- **标的公司营收与盈利能力：**截至 2015 年 6 月末，AMD 苏州实现营业收入 30,381.02 万元，净利润 2,866.74 万元；AMD 槟城实现营业收入 59,568.28 万元，净利润 5,369.93 万元（按照 2015 年 6 月 30 日马来西亚林吉特对人民币汇率中间价计算）。

评论

收购符合预期，大基金参与符合预期。 去年以来，我们一直强调的观点就是中国半导体行业形成了以紫光集团与中国电子 CEC 为首的“虚拟 IDM”“京沪之争”的格局。「展讯科技+中芯国际+长电科技」这个“虚拟 IDM”直接间接归北京帮紫光集团统辖，是国内第一梯队。通富微电与华虹半导体、华力微电子以及其他泛 CEC 的企业在芯片设计、制造、封测领域进行战略合作，形成中国电子集团 CEC 统领的“第二梯队”。在十三五规划前夕“京沪之争”愈演愈烈局势下，通富微电有极其强烈壮大规模的需求，光靠它自己绝对不够，一定是通过收购来完成。10 月 16 日公司临时停牌，宣布拟收购 AMD 在苏州和槟城的两个封装厂，果真就是我们一直阐述的，它就是下一个长电科技，连走的套路也都差不多。我们早在上次停牌期间（8 月 11 日至 9 月 15 日）就提到，因应当时大盘表现不佳、同类型封测股也暴跌，部分意欲入主的资金也许嫌成本偏高，希望股价补跌个够，然后产业基金入场、顺势收购某个或某些外商总部或苏州厂能。果然，在股价被打回原形之后又开始逆势爬升时再一次停牌（10 月 16 日），并公布收购 AMD 资产预案。如我们预期，产业基金作为战略投资者增资收购平台通润达，以支持此次收购。继支持长电科技并购星科金朋后，这是大基金在封测领域第二次出手，显示出国家对 CPU 封测技术的高度重视。

收购标的优质，收购价格合理。 AMD 作为世界领先的半导体芯片提供商，在全球市场享有相当的市场声誉和地位，形成了显著的品牌优势。AMD 苏州和槟城工厂是 AMD 从事处理器封装测试的资产，两家工厂净利润率水平在 4%-5%左右。截至 2015 年 6 月 30 日，合并净资产和负债分别为 17.1 亿元和 4.6 亿元，负债率 21.2%。交易作价 37,060 万美元，收购 PB 为 1.6 倍，PE 为 24.9，价格合理。

有助于提升先进封装产能占比，延伸产品线。 AMD 苏州和 AMD 槟城从事高阶集成电路封测业务，主力产品为 CPU、GPU、APU、游戏主机处理器等。封装业务包含 FCBGA、FCPGA、FCLGA、MCM 等，先进封装产品占比 100%。年封装能力超过 6000 万块，测试能力超过 8000 万块。终端应用领域主要为 PC 机和服务器的 CPU、显卡产品以及游戏机产品。上市公司的产品则主要应用于移动智能通讯、汽车电子等领域，本次收购能够丰富公司先进封装的技术水平与服务能力，拓展其终端应用领域，延伸其产品线，为客户提供综合服务解决方案。

有利于提高海外知名度，提升国际竞争力。 上市公司产品目前主要出口国外，主要销售区域为美国、欧盟和日本、韩国及台湾等地区。标的公司产品的终端客户市场主要在中国、日本、美国、新加坡和欧洲等国家和地区。本次收

购完成后，有利于公司打开海外知名度，提升国际竞争力。市场分析可望在全球 OSAT 产业营业规模中大幅跃升，跻身前 10 强。

上市公司盈利能力将得到显著提升。2015 年 6 月末，AMD 苏州与 AMD 槟城营业收入合计 89,949.30 万元、净利润 8,236.67 万元；上市公司实现营业收入 111,015.51 万元、净利润 8412.52 万元。未来 AMD 承诺两家标的公司每个财政年度合计共 2,000 万美元利润，按照美元兑人民币 10 月 23 日汇率 6.35 换算为人民币 12,700 万元，且自本协议生效日起 36 个月内有效。本次交易完成后，上市公司盈利能力将得到显著提升。

投资建议

- 维持“买入”评级。我们认为公司通过此次收购可获得更加先进的技术、增强盈利能力、产品线得到补齐，也有利于提高海外知名度，加深与国际一流企业的合作。9 月 29 日报告中我们预计公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.31/0.45/0.66 元（不考虑此次收购的利润增厚），若考虑收购 AMD 两工厂带来的利润增厚，EPS 将对应为 0.31/0.52/0.73 元（假设 2016 年 AMD 两工厂按承诺利润并表，假设公司对收购平台通润达出资 50%），6 个月目标价上调为 29.1（对应 16 年 56X）。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,590	1,767	2,091	2,890	3,961	5,418
增长率		11.2%	18.3%	38.2%	37.1%	36.8%
主营业务成本	-1,364	-1,474	-1,692	-2,316	-3,135	-4,252
%销售收入	85.8%	83.4%	80.9%	80.1%	79.1%	78.5%
毛利	226	293	399	574	826	1,166
%销售收入	14.2%	16.6%	19.1%	19.9%	20.9%	21.5%
营业税金及附加	0	0	-5	-7	-10	-13
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-7	-7	-9	-12	-17	-23
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-164	-194	-283	-357	-489	-669
%销售收入	10.3%	11.0%	13.5%	12.4%	12.4%	12.4%
息税前利润 (EBIT)	54	92	102	198	311	462
%销售收入	3.4%	5.2%	4.9%	6.9%	7.9%	8.5%
财务费用	-37	-47	-34	-29	-20	4
%销售收入	2.3%	2.6%	1.6%	1.0%	0.5%	-0.1%
资产减值损失	-6	-11	-16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	0	-3	-3	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	12	31	50	169	291	466
营业利润率	0.7%	1.8%	2.4%	5.8%	7.3%	8.6%
营业外收支	27	40	85	85	85	85
税前利润	39	71	134	254	376	551
利润率	2.4%	4.0%	6.4%	8.8%	9.5%	10.2%
所得税	-1	-10	-13	-25	-37	-55
所得税率	2.0%	14.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	38	61	121	228	338	496
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	38	61	121	228	338	496
净利率	2.4%	3.4%	5.8%	7.9%	8.5%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	38	61	121	228	338	496
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	240	262	308	302	325	348
非经营收益	44	53	39	-40	-47	-64
营运资金变动	-142	-66	-52	3	-72	-98
经营活动现金净流	180	309	415	494	544	683
资本开支	-288	-118	-663	-116	-179	-80
投资	0	15	0	-1	0	0
其他	69	-37	6	0	0	0
投资活动现金净流	-219	-139	-657	-117	-179	-80
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-1	-62	110	-214	-9	-128
其他	-55	-71	-56	-42	-38	-21
筹资活动现金净流	-56	-133	54	-256	-47	-149
现金净流量	-96	38	-189	121	318	454

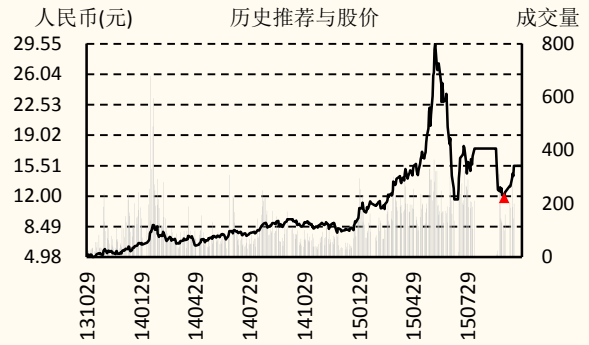
资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	671	765	561	682	1,000	1,451
应收款项	361	356	422	547	750	1,021
存货	228	250	274	358	485	651
其他流动资产	22	29	72	26	34	41
流动资产	1,282	1,400	1,329	1,613	2,269	3,183
%总资产	37.9%	38.0%	33.6%	39.0%	48.0%	58.3%
长期投资	35	32	28	29	28	21
固定资产	2,005	2,177	2,480	2,385	2,316	2,121
%总资产	59.3%	59.0%	62.7%	57.7%	49.0%	38.9%
无形资产	58	72	95	104	112	121
非流动资产	2,101	2,287	2,626	2,519	2,458	2,273
%总资产	62.1%	62.0%	66.4%	61.0%	52.0%	41.7%
资产总计	3,382	3,686	3,955	4,133	4,728	5,456
短期借款	352	513	591	638	629	501
应付款项	343	521	560	722	978	1,321
其他流动负债	-49	23	24	28	38	51
流动负债	646	1,057	1,175	1,388	1,645	1,871
长期贷款	347	120	152	152	152	151
其他长期负债	181	253	263	0	0	0
负债	1,174	1,430	1,591	1,540	1,797	2,031
普通股股东权益	2,209	2,256	2,364	2,592	2,930	3,425
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,382	3,686	3,955	4,133	4,728	5,456

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.058	0.093	0.186	0.305	0.452	0.661
每股净资产	3.399	3.472	3.638	3.989	4.509	5.271
每股经营现金净流	0.277	0.476	0.639	0.760	0.837	1.051
每股股利	0.035	0.020	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.71%	2.69%	5.11%	8.80%	11.53%	14.47%
总资产收益率	1.12%	1.65%	3.05%	5.52%	7.15%	9.08%
投入资本收益率	1.83%	2.73%	2.95%	5.28%	7.55%	10.19%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.97%	11.15%	18.30%	38.24%	37.05%	36.78%
EBIT 增长率	54.51%	68.86%	10.69%	94.78%	56.95%	48.38%
净利润增长率	-22.82%	60.31%	99.18%	88.89%	48.11%	46.61%
总资产增长率	-0.23%	8.98%	7.29%	4.49%	14.39%	15.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.5	68.6	64.5	65.4	65.4	65.4
存货周转天数	60.1	59.1	56.5	56.5	56.5	56.5
应付账款周转天数	72.4	78.0	92.6	92.6	92.6	92.6
固定资产周转天数	363.4	387.0	404.7	293.3	212.3	138.5
偿债能力						
净负债/股东权益	1.23%	-5.83%	7.67%	4.15%	-7.49%	-23.37%
EBIT 利息保障倍数	1.5	2.0	3.0	6.8	15.4	-107.4
资产负债率	34.70%	38.80%	40.22%	37.27%	38.01%	37.23%

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-09-29	买入	12.14	17.27~20.15

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD