

通富微电 (002156)

强烈推荐

半导体

合资平台整合加速，行业地位持续巩固

事件：

公司发布发股募资草案修订稿，拟以非公开发行 A 股股票的方式向国家集成电路产业基金购买其所持有的南通富润达 49.48% 股权、南通通润达 47.63% 股权。同时，公司拟采用询价发行方式向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金，总金额不超过 96,900.00 万元人民币。公司股票拟于 2016 年 11 月 3 日开市起复牌。

中投电子观点：

本次非公开发行是继完成收购 AMD 苏州及 AMD 槟城各 85% 股权后的又一大动作；我们认为，本次公开发行的实质是与大基金进行换股，如果本次发行方案能够实施完成，一方面公司将增强对 AMD 合资平台通富超威苏州和通富超威槟城的直接控股地位和控制力，有望加速对合资平台的整合；另一方面，国家大基金有望成为公司的主要股东之一，借助大基金的行业影响力，公司竞争力和行业地位有望得到持续巩固。

投资要点：

- 本次收购标的南通富润达和南通通润达是公司和国家集成电路产业基金合资控股的持股平台公司；本次非公开发行股票方案实质上是收购通富超威苏州和通富超威槟城各 85% 股权的持股平台，并通过向国家集成电路产业基金发行股票，有望使得产业基金成为公司的主要股东；假设本次方案能够完成，南通富润达和南通通润达将成为公司的全资子公司，通富超威苏州和通富超威槟城也将成为公司持股 85% 的控股子公司，产业基金有望成为公司第三大股东（按照配套资金全额募集、发行价格按照底价计算）。
- 假如本次方案能够完成，能够增强公司对通富超威苏州和通富超威槟城的控股地位和控制力，促进公司对两者的整合。公司与 AMD 合资后的通富超威苏州和通富超威槟城继续承接包括 FCBGA、FCPGA、FCLGA 以及 MCM 等原有全部先进封装技术，具备了对高端 CPU、GPU、APU 以及 Gaming Console Chip（游戏主机处理器）等芯片进行封装和测试的技术实力，两公司先进封装产品占比达到 100%；我们认为，公司通过前期收购，与 AMD 形成了“合资+合作”的强强联合模式，通富超威苏州和通富超威槟城与通富微电原有业务形成优势互补，使公司能够提供高端化、多系列、品种完整的倒装芯片封测服务。我们预计，假设本次非公开发行预案能够完成，有望进一步促进公司对通富超威苏州和通富超威槟城在先进技术、经营管理、海内外客户、人才梯队等方面的整合，加快打造以通富超威苏州和通富超威槟城为核心的高端封装规模化量产平台，进一步提

作者

署名：孙远峰

S0960516020001

010-63222585

sunyuanfeng@china-invs.cn

参与人：张雷

S0960116060029

021-52340810

zhanglei5@china-invs.cn

参与人：张磊

S0960116030023

010-63222985

zhanglei6@china-invs.cn

参与人：耿琛

S0960115100022

0755-82026571

gengchen@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 14.08

当前股价： 11.72

评级调整： 维持

基本资料

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 973 |
| 流通股本(百万股) | 972 |
| 总市值(亿元) | 114 |
| 流通市值(亿元) | 114 |
| 成交量(百万股) | 16.81 |
| 成交额(百万元) | 199.91 |

股价表现



相关报告

《内生驱动专芯致志，产业融合兼包并蓄》2016-06-18

《半导体投融资热潮迭起，全产业链进入黄金机遇期》2016-08-09

《联手 AMD 进军先进封装，超速跻身世界一流》2016-08-28

升公司在行业内的竞争力。

- ◇ **国家大基金有望成为公司股东，将助力公司发挥行业影响力。**公司得到战略投资者国家集成电路产业大基金的多次支持，凸显了公司在国家半导体产业布局中的战略意义和格局高度：在公司并购收购 AMD 苏州和槟城工厂各 85% 的股权时，国家集成电路产业投资基金给予公司 2.7 亿美金的支持；公司苏通工厂（南通通富）、合肥工厂（合肥通富）分别获得 1.56 亿元及 6.6 亿元的国家专项建设基金支持。**假设本次非公开发行方案能够得到实施，国家集成电路产业基金将成为公司的主要股东。**国家集成电路产业基金在我国集成电路产业中具有举足轻重的地位，是国家产业发展政策与投资市场化机制的相结合的产物，对国家整个集成电路产业发展具有引导作用。**我们认为，公司引入国家大基金作为上市公司主要股东，有利于提升公司在国家集成电路行业中的地位和影响力，对进一步开拓本土优质客户资源、吸引优秀人才方面具有重要实际意义。**
- ◇ **给予“强烈推荐”评级。**16-18 年净利润预计 2.05/3.08/4.08 亿元，EPS 0.21/0.32/0.42 元，同比增速 39%/50%/32%。给予 17 年 44 倍 PE，第一目标价 14.08 元，强烈推荐。
- ◇ **风险提示：**半导体行业景气度不达预期，本土产业链配套投融资进程不达预期，以及公司创新业务放量不达预期的风险。

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2322 | 5216 | 6798 | 8321 |
| 收入同比(%) | 11% | 125% | 30% | 22% |
| 归属母公司净利润 | 147 | 205 | 308 | 408 |
| 净利润同比(%) | 22% | 39% | 50% | 32% |
| 毛利率(%) | 21.8% | 18.0% | 18.4% | 19.3% |
| ROE(%) | 3.9% | 2.8% | 4.0% | 5.1% |
| 每股收益(元) | 0.15 | 0.21 | 0.32 | 0.42 |
| P/E | 77.37 | 55.53 | 36.96 | 27.93 |
| P/B | 3.05 | 1.54 | 1.48 | 1.42 |
| EV/EBITDA | 27 | 21 | 19 | 16 |

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2939 | 7335 | 8440 | 9625 |
| 现金 | 1438 | 5196 | 5680 | 6299 |
| 应收账款 | 492 | 1021 | 1348 | 1655 |
| 其它应收款 | 3 | 22 | 23 | 26 |
| 预付账款 | 10 | 43 | 52 | 60 |
| 存货 | 318 | 733 | 960 | 1167 |
| 其他 | 678 | 321 | 376 | 418 |
| 非流动资产 | 3573 | 3158 | 2823 | 2485 |
| 长期投资 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2715 | 2357 | 2002 | 1646 |
| 无形资产 | 125 | 138 | 153 | 168 |
| 其他 | 723 | 663 | 668 | 672 |
| 资产总计 | 6512 | 10494 | 11262 | 12111 |
| 流动负债 | 1560 | 2292 | 2684 | 3069 |
| 短期借款 | 823 | 823 | 823 | 823 |
| 应付账款 | 502 | 1085 | 1433 | 1775 |
| 其他 | 235 | 384 | 428 | 470 |
| 非流动负债 | 1212 | 801 | 901 | 1004 |
| 长期借款 | 476 | 572 | 678 | 793 |
| 其他 | 736 | 229 | 224 | 211 |
| 负债合计 | 2772 | 3093 | 3585 | 4073 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 748 | 973 | 973 | 973 |
| 资本公积 | 2251 | 5504 | 5504 | 5504 |
| 留存收益 | 741 | 924 | 1202 | 1563 |
| 归属母公司股东权益 | 3740 | 7400 | 7677 | 8038 |
| 负债和股东权益 | 6512 | 10494 | 11262 | 12111 |

现金流量表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 231 | 235 | 412 | 539 |
| 净利润 | 147 | 205 | 308 | 408 |
| 折旧摊销 | 355 | 366 | 367 | 367 |
| 财务费用 | 37 | 25 | -24 | -30 |
| 投资损失 | -14 | -3 | -4 | -4 |
| 营运资金变动 | -312 | 46 | -260 | -212 |
| 其它 | 18 | -406 | 24 | 11 |
| 投资活动现金流 | -1925 | 2 | -23 | -22 |
| 资本支出 | 1251 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | -12 | -22 | 2 | 1 |
| 其他 | -687 | -21 | -21 | -21 |
| 筹资活动现金流 | 2464 | 3522 | 96 | 101 |
| 短期借款 | 352 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 324 | 96 | 106 | 115 |
| 普通股增加 | 98 | 224 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1152 | 3253 | 0 | 0 |
| 其他 | 538 | -52 | -10 | -14 |
| 现金净增加额 | 786 | 3758 | 484 | 618 |

利润表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2322 | 5216 | 6798 | 8321 |
| 营业成本 | 1816 | 4279 | 5544 | 6711 |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业费用 | 17 | 28 | 37 | 46 |
| 管理费用 | 424 | 731 | 979 | 1225 |
| 财务费用 | 37 | 25 | -24 | -30 |
| 资产减值损失 | 14 | 10 | 11 | 12 |
| 公允价值变动收益 | -1 | -0 | -0 | -0 |
| 投资净收益 | 14 | 3 | 4 | 4 |
| 营业利润 | 27 | 146 | 254 | 360 |
| 营业外收入 | 137 | 85 | 90 | 95 |
| 营业外支出 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 162 | 228 | 342 | 452 |
| 所得税 | 14 | 23 | 33 | 44 |
| 净利润 | 147 | 205 | 308 | 408 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 147 | 205 | 308 | 408 |
| EBITDA | 419 | 538 | 597 | 697 |
| EPS (元) | 0.20 | 0.21 | 0.32 | 0.42 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 11.1% | 124.6% | 30.3% | 22.4% |
| 营业利润 | -45.9% | 444.4% | 74.0% | 41.7% |
| 归属于母公司净利润 | 21.9% | 39.3% | 50.2% | 32.3% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 21.8% | 18.0% | 18.4% | 19.3% |
| 净利率 | 6.3% | 3.9% | 4.5% | 4.9% |
| ROE | 3.9% | 2.8% | 4.0% | 5.1% |
| ROIC | 1.3% | 3.9% | 5.4% | 8.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 42.6% | 29.5% | 31.8% | 33.6% |
| 净负债比率 | 52.63% | 50.18% | 46.17% | 43.53% |
| 流动比率 | 1.88 | 3.20 | 3.14 | 3.14 |
| 速动比率 | 1.67 | 2.87 | 2.78 | 2.75 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.44 | 0.61 | 0.62 | 0.71 |
| 应收账款周转率 | 5 | 6 | 5 | 5 |
| 应付账款周转率 | 3.77 | 5.39 | 4.40 | 4.18 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.15 | 0.21 | 0.32 | 0.42 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.24 | 0.24 | 0.42 | 0.55 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.85 | 7.61 | 7.89 | 8.26 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 77.37 | 55.53 | 36.96 | 27.93 |
| P/B | 3.05 | 1.54 | 1.48 | 1.42 |
| EV/EBITDA | 27 | 21 | 19 | 16 |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|------------|--------------------------|
| 2016-06-18 | 《内生驱动专芯致志，产业融合兼包并蓄》 |
| 2016-08-09 | 《半导体投融资热潮迭起，全产业链进入黄金机遇期》 |
| 2016-08-28 | 《联手 AMD 进军先进封装，超速跻身世界一流》 |

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

孙远峰，电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近 3 年电子实业工作经验，2013~2015 年新财富团队核心成员

张雷，电子行业分析师，西北工业大学材料物理学学士，北京大学集成电路设计与工程系硕士，近 3 年实业工作经验

张磊，电子行业分析师，北京大学理学学士、工学硕士，近 3 年商业银行总行科技管理工作经验

耿琛，电子行业分析师，哈尔滨工业大学工学/金融学士，美国新墨西哥大学计算机硕士，新加坡国立大学计算机学院助理研究

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

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

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

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434