

通富微电 (002156.SZ)

动态分析

业务规模稳健拓展，主要基地盈利能力均改善

电子元器件 | 半导体 III

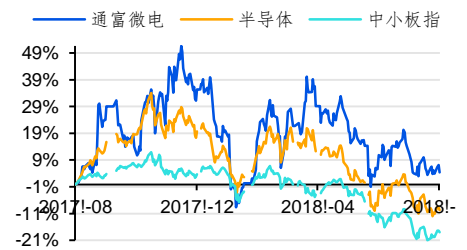
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2018-08-29) **10.20 元**

交易数据

总市值(百万元)	11,767.79
流通市值(百万元)	9,918.78
总股本(百万股)	1,153.70
流通股本(百万股)	972.43
12个月价格区间	8.80/14.89 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.57	1.7	22.15
绝对收益	-5.99	-15.42	4.08

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

陈韵谜
 chenyunmi@huajinsec.cn
 021-20377060

相关报告

通富微电：并购整合业务扩张持续推进，未来前景可期 2018-04-28

通富微电：中期营收大幅增加，盈利能力改善值得期待 2017-08-27

通富微电：战略合作厦门海沧区政府投资 70 亿元建设高端先进封测产线，拓展公司业务规模 2017-06-27

通富微电：收购资产并表提升收入，整合推动未来业绩 2017-03-20

通富微电：规模扩张享全球产业转移红利，收购 AMD 封测资产打开未来成长空间 2017-02-06

投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2018 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 34.8 亿元，同比增长 17.0%，毛利率 17.1%，同比上升 1.7 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 1.0 亿元，同比上升 18.1%，每股收益 0.09 元，与上期持平。第二季度单季度实现销售收入 18.4 亿元，同比上升 20.3%，归属上市公司股东净利润 6,457 万元，同比上升 30.1%。

◆ 点评：

➢ **营收规模稳步增长，主要基地产能市场持续释放**：公司上半年和第二季度的销售收入分别提升 17.0% 和 20.3%。从主要的生产基地情况看，AMD 厂区和崇川总部收入分别同比上升 7.4% 和 16.9%，延续了之前较为理想的增长趋势。另外一方面，公司在安徽合肥厂区和南通苏通厂区的营收规模大幅度的增加，产能建设逐步完成，市场拓展持续推进，随着良率爬坡和产能利用率的增加，公司的各大生产基地均呈现向好的趋势。

➢ **毛利率上升，经营效率保持稳定**：随着产能利用率提升后，公司的营业成本的增速低于收入增速，推动了毛利率水平有所上升。从主要生产基地的盈利水平看，AMD 厂区的营业利润率同比上升 3.0 个百分点，崇川总部的营业利润率同比下降 3.5 个百分点，合肥和南通厂区的营业利润大幅度减亏，其中南通厂区的净利润实现了盈利。公司总体营业利润率同比下降 0.1 个百分点。经营效率方面公司仍然保持了较好的水平，在加大市场开拓力度和研发支持持续扩大的情况下，公司的三项费用率水平在上半年同比上升 0.6 个百分点。

➢ **业绩指引维持增长，整体经营状况良好**：公司预计在 2018 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 20%~70%，净利润变动区间为 1.5 亿元~2.1 亿元。公司预计业绩增长的原因是通富超威苏州、通富超威槟城整体经营状况良好，且南通通富经营状况趋势向好。对于行业市场而言，我们认为国内整体的封测技术能力以及市场竞争实力已经能够有效进入全球主流市场，未来国内集成电路产业的大力发展也将利好产业链相关公司。对于公司层面而言，收购 AMD 封测厂的整合和在合肥、苏通等地进行产能扩张的建设也逐步进入到了后期，业绩的提升效果从上半年的业绩看也较为明显，未来随着成熟度的提高，对于公司的规模和竞争力再度提升一个层次有着积极的效果。

◆ **投资建议**：我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.36、0.45 和 0.56 元。净资产收益率分别为 6.7%、7.8% 和 9.1%，给予买入-A 建议。

◆ **风险提示**：核心客户终端需求不及预期；晶圆封装产业竞争导致产品价格变动；合肥苏通厂区的产能建设和市场拓展速度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	4,591.7	6,519.3	8,060.3	9,512.8	10,663.0
同比增长(%)	97.8%	42.0%	23.6%	18.0%	12.1%
营业利润(百万元)	143.8	156.1	428.1	537.4	693.3
同比增长(%)	435.8%	8.6%	174.2%	25.5%	29.0%
净利润(百万元)	180.8	122.1	417.3	517.2	650.1
同比增长(%)	22.7%	-32.5%	241.7%	23.9%	25.7%
每股收益(元)	0.16	0.11	0.36	0.45	0.56
PE	64.8	95.9	28.1	22.6	18.0
PB	3.0	2.0	1.9	1.8	1.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：整合拓展逐步释放，营收利润稳健成长	4
二、经营状况点评：国内外市场同步扩张，盈利能力持续改善.....	5
（一）国内外市场规模扩张盈利改善	5
（二）主要生产基地业务规模扩张，盈利持续改善.....	5
（三）业绩指引维持增长，整体经营状况良好.....	6
三、盈利预测及投资建议	7
四、风险提示	8

图表目录

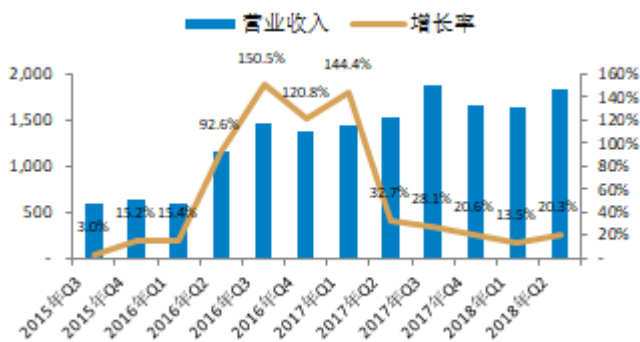
图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动.....	4
图 5：收入按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
图 6：毛利率按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
图 7：收入按子公司细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
图 8：营业利润率按子公司细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
表 1：通富微电营业收入毛利率预测	7

一、季度业绩点评：整合拓展逐步释放，营收利润稳健成长

公司发布 2018 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 34.8 亿元，同比增长 17.0%，归属于上市公司股东的净利润 1.01 亿元，同比上升 18.1%，每股收益 0.09 元，与上期持平。第二季度单季度实现销售收入 18.4 亿元，同比上升 20.3%，归属上市公司股东净利润 6,457 万元，同比上升 30.1%。

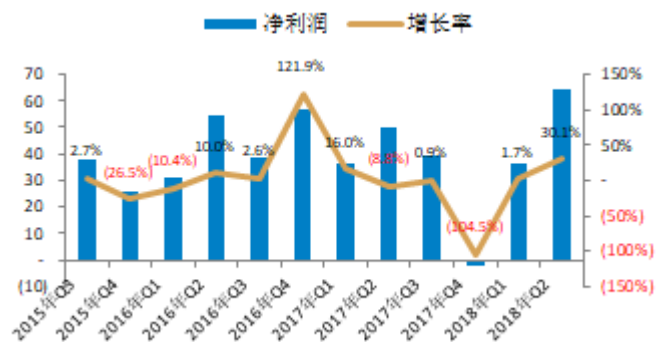
公司上半年加大市场开拓力度，南通通富、合肥通富持续上量收入增加，推动了公司收入规模成长。净利润方面我们可以看到，伴随着收入规模的增加，公司的盈利水平也出现了上升，这主要得益于较为平缓的成本增速以及大幅降低的财务费用。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度盈利变动

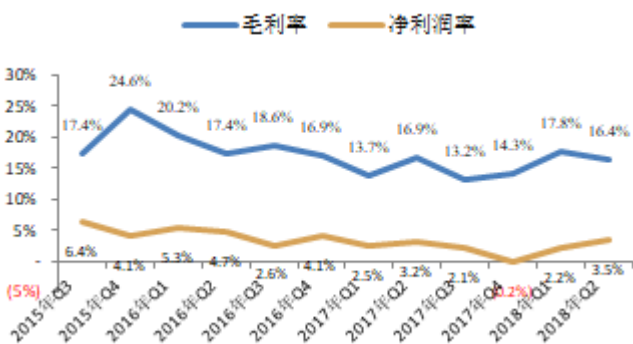


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2018 年上半年主营业务毛利率为 17.1%，同比上升 1.7 个百分点，其中第二季度的毛利率为 16.4%，同比下降 0.5 个百分点，随着公司各地产能规模逐步释放，规模效应带动了毛利率的上行，尽管季度之间还有小幅度的波动。

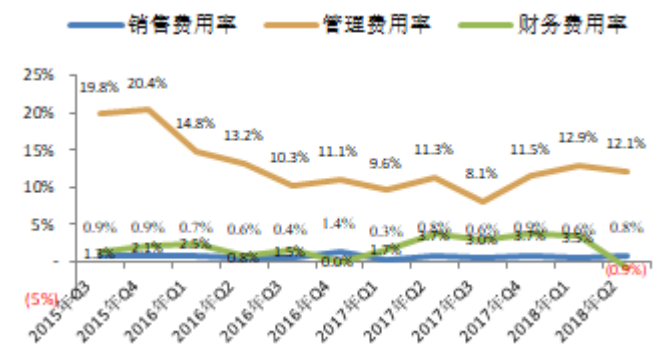
经营费用方面，2018 年上半年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 0.7%、12.5% 和 1.2%，其中第二季度分别为 0.8%、12.1%和-0.9%，三项费用率合计分别上升 0.6 和下降 3.9 个百分点，经营管理效率保持平稳。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

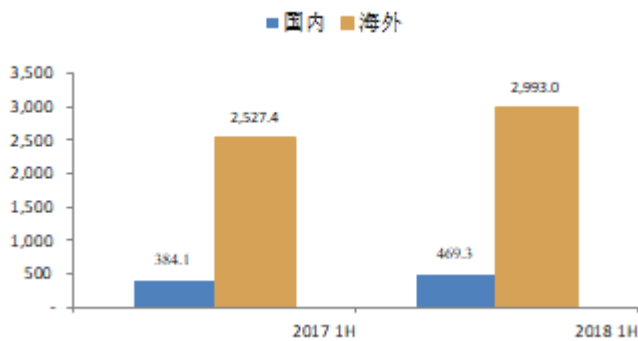
二、经营状况点评：国内外市场同步扩张，盈利能力持续改善

2018年上半年，公司国内外市场的营收增速均比较快，国内业务的毛利率出现了较为显著的上升。子公司细分方面，AMD厂区和崇川总部占据了公司96.7%的收入规模，AMD厂区的营业利润率同比上升3.0个百分点，崇川总部的营业利润率同比下降3.5个百分点，公司总体营业利润率同比下降0.1个百分点。

（一）国内外市场规模扩张盈利改善

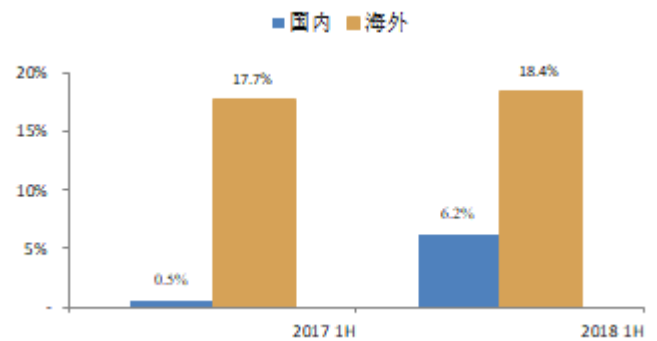
2018年上半年，公司国内市场销售收入4.7亿元人民币，同比上升22.2%，毛利率为6.2%，同比上升5.7个百分点。海外市场销售收入29.9亿元人民币，同比上升18.4%，毛利率为18.4%，同比上升0.7个百分点。

图 5：收入按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



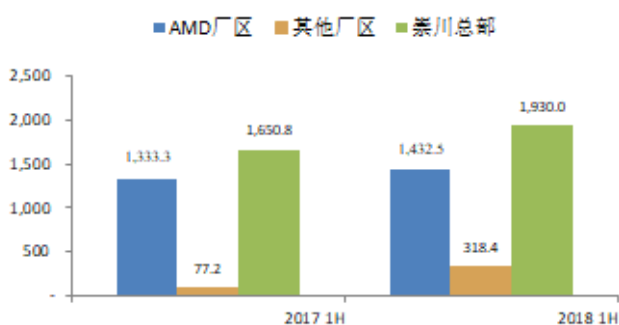
资料来源：Wind，华金证券研究所

从市场分部的收入和毛利率变动我们可以看到，公司在AMD苏州、槟城整合逐步完成，国内市场三大基地规模持续增加和产能逐步释放的情况下，营收利润均呈现向好趋势。

（二）主要生产基地业务规模扩张，盈利持续改善

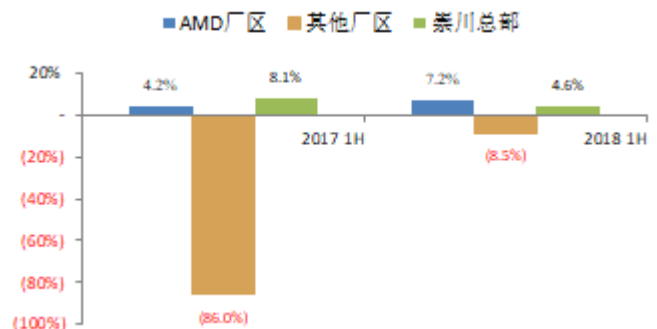
从子公司细分的收入看，AMD厂区和崇川总部收入分别同比上升7.4%和16.9%，继续维持成长。苏通产业园区、合肥园区为合计的其他厂区收入规模则大幅度提升。

图 7：收入按子公司细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：营业利润率按子公司细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

从盈利能力看，AMD 厂区的营业利润率同比上升 3.0 个百分点，崇川总部的营业利润率同比下降 3.5 个百分点，而合肥厂区和苏通厂区的规模效应显现，营业利润大幅度减亏，其中苏通厂区的净利润实现盈利。公司总体营业利润率同比下降 0.1 个百分点。

（三）业绩指引维持增长，整体经营状况良好

公司预计在 2018 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 20%~70%，净利润变动区间为 1.5 亿元~2.1 亿元。公司预计业绩增长的原因是通富超威苏州、通富超威槟城整体经营状况良好，且南通通富经营状况趋势向好。

三、盈利预测及投资建议

我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.36、0.45 和 0.56 元。净资产收益率分别为 6.7%、7.8%和 9.1%，公司业务推进持续向好，产业发展前景值得期待，因此维持给予买入-A 投资建议。

盈利预测主要基于如下假设：

半导体业务：主要包含了 5 个生产基地主体 1) AMD 的两个主体槟城和苏州 2018 年的主要客户仍然是 AMD 自身的业务，因此收入规模保持小幅度增加，进入到 2019 年后，随着 AMD 自身在 AI 领域内的产品增加，以及公司在对外渠道方面的开拓，预计增速会加快；2) 崇川厂区的收入规模增长速度基本保持平稳，在技改提升产能的情况下，传统客户和成熟工艺能够保持有效的业绩贡献；3) 安徽合肥产业园区和南通苏通产业园区随着产能的建设完场和渠道市场的拓展，将会呈现快速增加的态势。

产品毛利率方面，随着产能利用率和良率的持续提升，我们预计集成电路各个厂区的毛利率均呈现上升趋势，业务结构的辩护使得整体的毛利率上行趋势较为缓慢。

表 1：通富微电营业收入毛利率预测

收入（按产品分布） 单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计	4,591.7	6,519.3	8,060.3	9,512.8	10,663.0
YtoY	97.8%	42.0%	23.6%	18.0%	12.1%
AMD 厂区	1,739.9	2,955.4	3,207.3	3,839.5	4,604.4
其他厂区	26.6	299.3	672.0	1,087.4	1,257.2
崇川总部	2,850.4	3,476.4	4,345.5	4,780.0	5,019.0
毛利率	18.0%	14.5%	17.4%	17.5%	17.7%
集成电路	18.0%	14.1%	17.1%	17.2%	17.4%
其他业务	43.0%	53.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

费用方面，随着收入规模的增长，研发费用占比有望下降，主要费用率水平基本维持稳定。资本开支的规模随着建设的逐步完成将会有所降低。

四、风险提示

核心客户终端需求不及预期；

晶圆封装产业竞争导致产品价格变动；

合肥苏通厂区的产能建设和市场拓展速度不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,591.7	6,519.3	8,060.3	9,512.8	10,663.0	年增长率					
减:营业成本	3,765.4	5,576.4	6,658.3	7,848.0	8,773.3	营业收入增长率	97.8%	42.0%	23.6%	18.0%	12.1%
营业税费	9.3	25.0	15.8	24.8	29.9	营业利润增长率	435.8%	8.6%	174.2%	25.5%	29.0%
销售费用	36.6	42.7	58.9	69.2	75.1	净利润增长率	22.7%	-32.5%	241.7%	23.9%	25.7%
管理费用	544.6	655.5	806.0	937.1	1,028.5	EBITDA 增长率	101.8%	32.5%	14.3%	14.5%	13.4%
财务费用	47.1	198.5	96.7	85.3	63.3	EBIT 增长率	197.4%	19.6%	129.9%	18.6%	21.5%
资产减值损失	44.3	-6.5	-1.8	12.0	1.2	NOPLAT 增长率	217.2%	112.2%	16.8%	18.6%	21.5%
加:公允价值变动收益	-	-	0.0	-0.0	0.0	投资资本增长率	67.6%	15.0%	-2.2%	1.3%	-7.8%
投资和汇兑收益	-0.5	2.1	1.7	1.1	1.6	净资产增长率	64.2%	1.9%	5.7%	6.7%	7.9%
营业利润	143.8	156.1	428.1	537.4	693.3	盈利能力					
加:营业外净收支	100.0	21.6	101.8	119.4	132.2	毛利率	18.0%	14.5%	17.4%	17.5%	17.7%
利润总额	243.8	177.8	529.9	656.7	825.5	营业利润率	3.1%	2.4%	5.3%	5.6%	6.5%
减:所得税	7.1	-19.4	66.2	82.1	103.2	净利润率	3.9%	1.9%	5.2%	5.4%	6.1%
净利润	180.8	122.1	417.3	517.2	650.1	EBITDA/营业收入	18.4%	17.2%	15.9%	15.4%	15.6%
						EBIT/营业收入	4.2%	3.5%	6.5%	6.5%	7.1%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	45.2%	48.5%	48.0%	47.6%	43.8%
货币资金	1,603.0	1,703.6	2,015.1	2,378.2	2,665.8	负债权益比	82.4%	94.1%	92.5%	90.8%	77.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.19	1.19	1.13	1.25	1.44
应收帐款	1,243.1	1,562.7	1,652.4	2,177.4	2,201.0	速动比率	0.95	0.93	0.90	0.99	1.14
应收票据	47.7	63.3	76.8	84.0	98.3	利息保障倍数	4.05	1.15	5.42	7.30	11.96
预付帐款	20.8	12.5	51.8	10.7	58.3	营运能力					
存货	781.8	975.3	1,095.6	1,306.1	1,419.8	固定资产周转天数	303	295	255	215	184
其他流动资产	245.2	119.8	338.6	234.5	231.0	流动营业资本周转天数	55	39	37	37	38
可供出售金融资产	28.8	27.9	27.9	27.9	27.9	流动资产周转天数	270	231	216	216	217
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	68	77	72	72	74
长期股权投资	9.2	41.3	41.3	41.3	41.3	存货周转天数	43	49	46	45	46
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	694	645	556	496	456
固定资产	5,026.7	5,665.4	5,744.9	5,631.9	5,251.8	投资资本周转天数	383	363	311	262	226
在建工程	653.0	517.9	308.9	204.5	204.5	费用率					
无形资产	285.3	266.6	240.0	213.3	186.6	销售费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	1,258.4	1,190.2	1,142.2	1,163.2	1,165.2	管理费用率	11.9%	10.1%	10.0%	9.9%	9.6%
资产总额	11,203.1	12,146.4	12,735.5	13,473.1	13,551.6	财务费用率	1.0%	3.0%	1.2%	0.9%	0.6%
短期债务	1,040.2	1,699.5	1,857.6	2,034.7	1,390.2	三费/营业收入	13.7%	13.8%	11.9%	11.5%	10.9%
应付帐款	1,694.5	1,644.6	2,173.6	2,424.1	2,717.4	投资回报率					
应付票据	-	-	144.0	37.2	53.8	ROE	4.6%	2.1%	6.7%	7.8%	9.1%
其他流动负债	581.0	385.7	435.8	444.3	462.5	ROA	2.1%	1.6%	3.6%	4.3%	5.3%
长期借款	301.0	771.8	318.2	130.0	-	ROIC	5.1%	6.4%	6.5%	7.9%	9.5%
其他非流动负债	1,444.8	1,386.6	1,189.0	1,340.1	1,305.3	分红指标					
负债总额	5,061.4	5,888.2	6,118.2	6,410.5	5,929.1	DPS(元)	-	-	0.09	0.11	0.14
少数股东权益	2,223.4	338.9	385.2	442.7	514.9	分红比率	0.0%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	972.6	1,153.7	1,153.7	1,153.7	1,153.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	1.1%	1.4%
留存收益	2,925.4	4,765.4	5,078.4	5,466.2	5,953.8						
股东权益	6,141.8	6,258.3	6,617.3	7,062.6	7,622.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.16	0.11	0.36	0.45	0.56
净利润	236.7	197.2	417.3	517.2	650.1	BVPS(元)	3.40	5.13	5.40	5.74	6.16
加:折旧和摊销	655.0	892.7	756.1	844.2	906.7	PE(X)	64.8	95.9	28.1	22.6	18.0
资产减值准备	44.3	-6.5	-	-	-	PB(X)	3.0	2.0	1.9	1.8	1.6
公允价值变动损失	-	-	0.0	-0.0	0.0	P/FCF	-5.9	84.7	36.4	25.7	30.8
财务费用	46.4	196.6	96.7	85.3	63.3	P/S	2.6	1.8	1.5	1.2	1.1
投资损失	0.5	-2.1	-1.7	-1.1	-1.6	EV/EBITDA	15.7	14.6	9.6	8.2	6.6
少数股东损益	55.9	75.0	46.4	57.5	72.2	CAGR(%)	34.4%	54.2%	46.5%	34.4%	54.2%
营运资金的变动	980.3	-156.4	48.6	-352.8	135.0	PEG	1.9	1.8	0.6	0.7	0.3
经营活动产生现金流量	784.8	1,009.7	1,363.4	1,150.2	1,825.6	ROIC/WACC	0.5	0.7	0.7	0.8	1.0
投资活动产生现金流量	-3,464.3	-1,649.8	-598.3	-598.9	-498.4						
融资活动产生现金流量	2,878.1	789.9	-453.6	-188.1	-1,039.7						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn