

晶方科技 (603005)

集成电路产业基金助力公司重装上阵

事件：晶方科技实际控制人 Engineering and IP Advanced Technologies Ltd，近期与国家集成电路产业投资基金公司签署了《股份转让协议》，EIPAT 向大基金转让其所持公司无限售条件流通股股份 2167.7 万股，占公司股份总数的 9.32%。转让单价为 31.38 元/股，转让总价为人民币 6.8 亿元。

集成电路产业基金积极布局国内产业链龙头公司

集成电路产业基金是我国集成电路产业发展重要的背后推手，关于集成电路产业基金可能的投资方向，我们再次强调，集成电路产业基金的意义，除了资金方面的支持，更多重塑的是国内整个半导体行业里参与者之间的协同和联动。上下游的导流促进了生产要素之间的流动，这其中以虚拟 IDM 形式的产生为重要方向。由国家集成电路产业基金支持下的各生产环节企业之间形成资源的对接，以制造业重塑架构下的各上下游企业都将成为生产关系改变下的受益品种。

公司借助产业基金支持重装上阵

公司以 CMOS 影像传感器晶圆级封装技术起家，彻底改变了封装的世界，使高性能，小型化的手机相机模块成为可能。公司也凭借该技术成功切入苹果产业链，2015-2016 年公司产能利用率下降带来毛利率下降。但 2017 年以来公司基本面回暖明显，依托于 under glass 指纹识别 TSV 封装带动公司 2017Q2 及 Q3 业绩大幅反转，**最核心是毛利率重新回升至 40%以上，重回升轨。**

大基金收购晶方科技股份为公司发展进程中里程碑式信号，其目的是为了充分发挥大基金在国家集成电路产业发展的引导作用，也侧面巩固了公司在半导体封装企业中的龙头地位，提高了公司市场影响力，能够带动国家集成电路产业在传感器领域的快速发展及创新。

我们预计公司 2017-2019EPS 为 0.47, 0.82, 1.19 元/股，公司在新领域的拓展提供可持续发展的动力，集成电路产业基金入股支持公司踏上新的台阶，给予目标价 38.9。

风险提示：公司新业务拓展不达预期；集成电路行业发展不达预期；股份转让存在可能因违约或不可抗力等原因，导致转让无法完成的风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	575.72	512.39	666.11	999.16	1,498.74
增长率(%)	(6.51)	(11.00)	30.00	50.00	50.00
EBITDA(百万元)	190.12	138.92	159.58	252.82	353.23
净利润(百万元)	113.28	52.75	110.02	190.32	277.62
增长率(%)	(42.30)	(53.43)	108.56	72.98	45.87
EPS(元/股)	0.49	0.23	0.47	0.82	1.19
市盈率(P/E)	72.48	155.63	74.62	43.14	29.57
市净率(P/B)	4.98	4.90	4.66	4.30	3.86
市销率(P/S)	14.26	16.02	12.33	8.22	5.48
EV/EBITDA	57.60	45.14	45.77	29.29	19.46

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	35.28 元
目标价格	38.9 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	232.71
流通 A 股股本(百万股)	171.65
A 股总市值(百万元)	8,209.90
流通 A 股市值(百万元)	6,055.77
每股净资产(元)	7.49
资产负债率(%)	15.13
一年内最高/最低(元)	38.88/24.98

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

陈俊杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070009
chenjunjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 集成电路产业基金积极布局国内产业链龙头公司.....	3
2. 晶方科技借助产业基金支持重装上阵.....	4

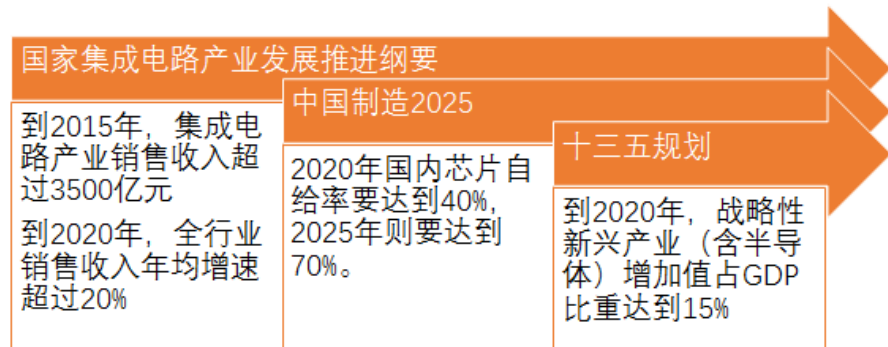
图表目录

图 1：政策引导从半导体消费大国向设计制造大国转变.....	3
图 2：国家产业基金投资计划	3
图 3：各地集成电路投资基金规模大涨.....	3
图 4：公司主要产品汽车传感器&指纹识别.....	4
图 5：公司主要产品 MEMS&CIS	4
图 6：晶方科技 CIS 产品	5
图 7：晶方科技股价复盘.....	5
图 8：公司 2009-2016 营收 VS 净利润.....	6
图 9：公司 2009-2016 毛利 VS 净利	6

1. 集成电路产业基金积极布局国内产业链龙头公司

集成电路产业基金是我国集成电路产业发展重要的背后推手，集成电路产业基金由中央财政、国开金融、中国烟草、亦庄国投、中国移动、上海国盛、中国电子、中国电科、紫光通信、华芯投资等共同发起，为促进我国集成电路产业发展而设立的产业投资基金。集成电路产业基金的成立，承载国家意志，实现“大国制造”的梦想。

图 1：政策引导从半导体消费大国向设计制造大国转变



资料来源：国家集成电路产业推进纲要，天风证券研究所

首期募集到位资金 1370 亿，根据设立时的规划，集成电路产业基金的投资期为 5 年，回收期亦为 5 年。国家集成电路产业投资基金总裁丁文武介绍，大基金的承诺投资中，芯片制造业的资金为 65%、设计业 17%、封测业 10%、装备材料业 8%。目前，大基金的投资期已然过半，承诺投资额已达千亿元，超过基金总量的 2/3。

受国家政策激励和鼓舞，中国地方层面成立基金支持集成电路产业发展也是风起云涌，目前除了北、上、深一线城市，各省市均有规模不等的集成电路投资基金，总计规模超过 3 千亿元，如果加上民间资金很可能已经超过 3500 亿元规模。

图 2：国家产业基金投资计划



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：各地集成电路投资基金规模大涨

国内各地集成电路投资基金总计规模超过3千亿元



资料来源：Semi，IC Insights，天风证券研究所

大基金重点投资国内半导体各个细分领域的龙头企业。在上市公司层面，集成电路产业基金持股超过 5% 的公司包括：中芯国际，国微技术，三安光电，长电科技，兆易创新，北方华创，国科微，长川科技，汇顶科技等。

关于集成电路产业基金可能的投资方向，我们再次强调，集成电路产业基金的意义，除了资金方面的支持，更多重塑的是国内整个半导体行业里参与者之间的协同和联动。上下游的导流促进了生产要素之间的流动，这其中以虚拟 IDM 形式的产生为重要方向。由国家集成电路产业基金支持下的各生产环节企业之间形成资源的对接，以制造业重塑架构下的各

上下游企业都将成为生产关系改变下的受益品种。

总体而言，集成电路产业基金对大陆集成电路行业公司的支持在未来长时间内都会持续，大基金的投资方式也愈加灵活，中国大陆地区集成电路行业内最优质的企业、行业内的各领域的龙头公司都有可能受到加持，中国集成电路产业实现未来跨越式战略发展趋势确定。

2. 晶方科技借助产业基金支持重装上阵

晶方科技于 2005 年成立于苏州，是一家致力于开发与创新新技术，为客户提供可靠的，小型化，高性能和高性价比的半导体封装量产服务商。公司主营业务为集成电路的封装测试，主要为影像传感芯片、环境光感应芯片、微机电系统（MEMS）、生物身份识别芯片、发光电子器件（LED）等提供晶圆级芯片尺寸封装（WLCSP）及测试服务。

图 4：公司主要产品汽车传感器&指纹识别



最小的可靠的汽车传感器包装



世界上最薄的指纹传感器模块

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 5：公司主要产品 MEMS&CIS



MEMS 陀螺仪和加速度计

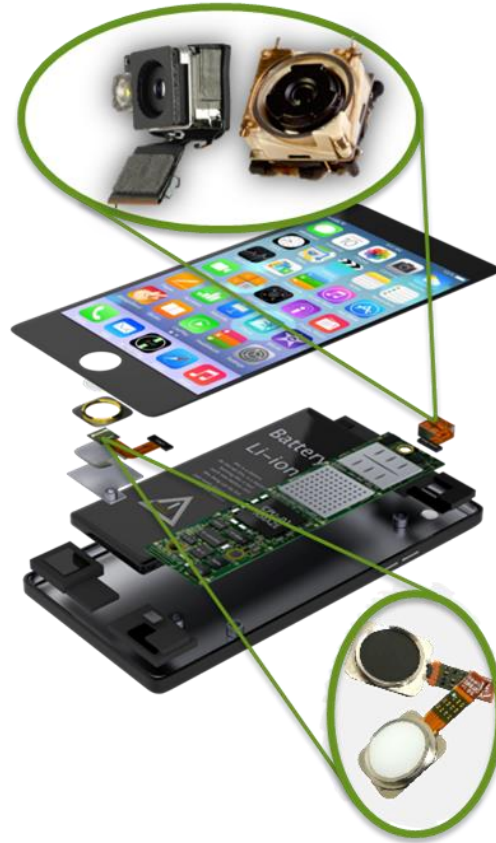


世界上最小的图像传感器模块

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司可以称是中国大陆首家能为影像传感芯片提供 WLCSP 量产服务的封测服务商，其全球占有率也位居第二。公司拥有多样化的 WLCSP 量产技术，包括超薄晶圆级芯片尺寸封装技术（ThinPac）、光学型晶圆级芯片尺寸封装技术（ShellOP）、空腔型晶圆级芯片尺寸封装技术（ShellOC）、晶圆级凸点封装技术（RDL Wafer Bumping）等。同时 OVT 等世界级的封装设计公司也是其合作伙伴。

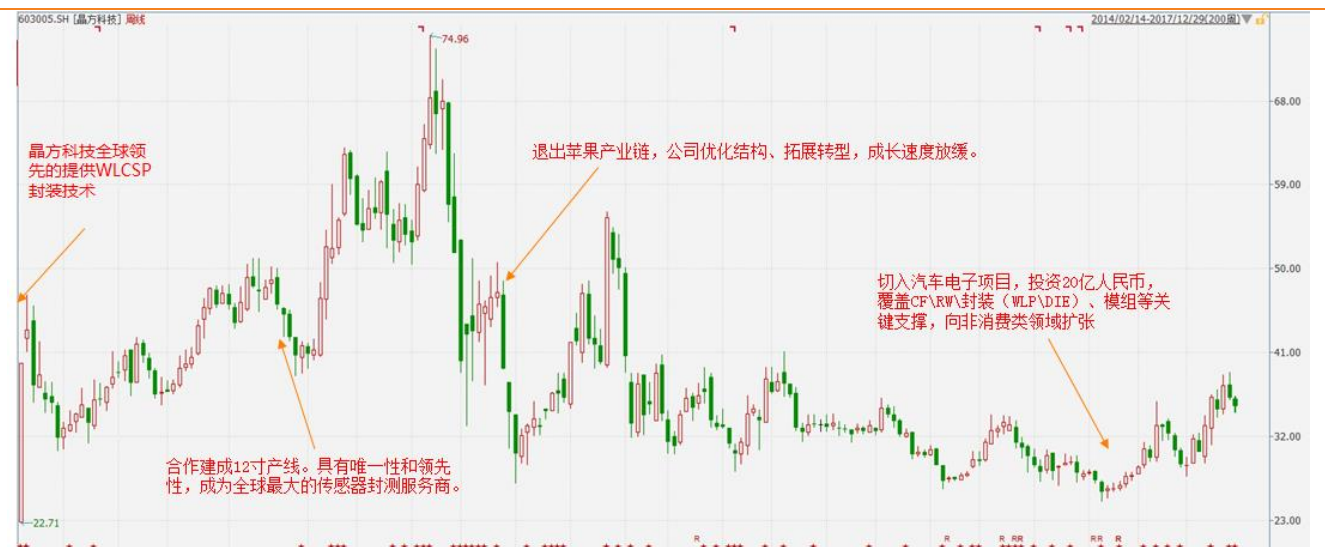
图 6：晶方科技 CIS 产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

复盘公司上市以来的历史，公司以 CMOS 影像传感器晶圆级封装技术起家，彻底改变了封装的世界，使高性能，小型化的手机相机模块成为可能。这一价值已经使之成为有史以来应用最广泛的封装技术，现今已有近 50% 的影像传感器芯片可使用此技术，大量应用于智能电话，平板电脑，可穿戴电子等各类电子产品。公司也凭借该技术成功切入苹果产业链，并带动股价一路上扬。但在退出苹果产业链之后，公司的营收和产能利用率都有所下降，导致公司股价回调。

图 7：晶方科技股价复盘

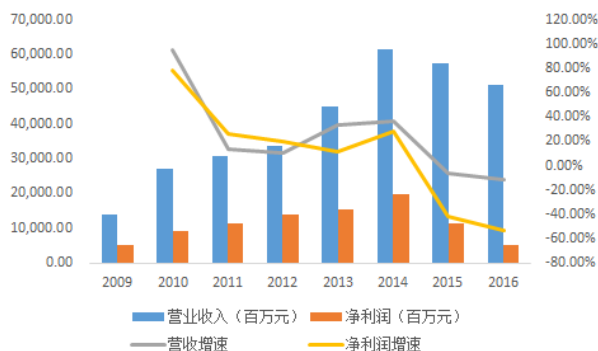


资料来源：wind，天风证券研究所

公司在上市以后，营收和净利润水平都呈现稳步上升的态势，并于 2014 年达到了历史的

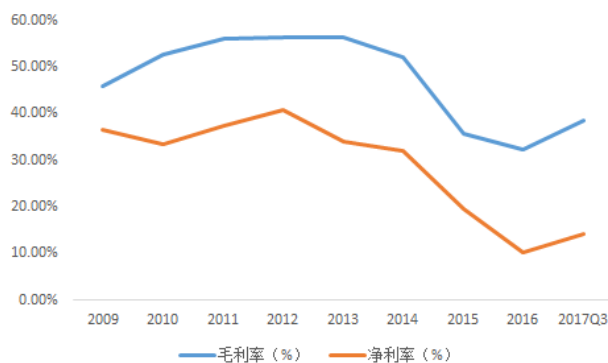
巅峰。但随着在大客户中的份额丢失以及产能利用率不足导致的毛利率下降，公司在 2015-2016 年出现了下滑。但 2017 年以来公司基本面回暖明显，依托于 under glass 指纹识别 TSV 封装带动公司 2017Q2 及 Q3 业绩大幅反转，**最核心是毛利率重新回升至 40%以上**。目前公司指纹业务占比仍不高，行业渗透率仍有空间，2017 年 Q3 公司季报销售额同比增长 29.44%，预计增长趋势在 2017Q4 及 2018 年持续。

图 8：公司 2009-2016 营收 VS 净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司 2009-2016 毛利 VS 净利



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司目前布局以传感器封装为主，封装产品主要有影像传感芯片、环境光感应芯片、医疗电子器件、微机电系统 (MEMS)、生物身份识别芯片、射频识别芯片 (RFID) 等，这些产品广泛应用在消费电子 (手机、电脑、照相机等)、医学电子、电子标签身份识别、安防设备等诸多领域。例如今年上半年公司的 under glass TSV 封装技术在华为等主要国内智能手机中得到应用，使得公司 2017 业务重回升轨。公司目前正在与 Sony 等合作布局汽车 CIS 领域，2018 年有望进入国内主流车厂供应体系，介入汽车电子领域，享受汽车半导体快速发展的相关红利

公司实际控制股东 Engineering and IP Advanced Technologies Ltd，近期与国家集成电路产业投资基金公司签署了《股份转让协议》，EIPAT 向大基金转让其所持公司无限售条件流通股股份 2167.7 万股，占公司股份总数的 9.32%。转让单价为 31.38 元/股，转让总价为人民币 6.8 亿元。大基金收购晶方科技股份为公司发展进程中里程碑式信号，其目的是为了充分发挥大基金在国家集成电路产业发展的引导作用，也侧面巩固了公司在半导体封装企业中的龙头地位，提高了公司市场影响力，能够带动国家集成电路产业在传感器领域的快速发展及创新。

我们预计公司 2017-2019EPS 为 0.49, 0.84, 1.22 元/股，公司在新领域的拓展提供可持续发展的动力，集成电路产业基金入股支持公司踏上新的台阶，给予目标价 38.9。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	433.58	520.77	900.53	799.29	1,332.47
应收账款	52.70	111.06	70.98	211.79	225.78
预付账款	5.72	3.52	17.73	3.51	29.27
存货	37.46	45.28	60.10	79.09	113.25
其他	218.90	98.36	98.39	98.36	98.38
流动资产合计	748.36	778.97	1,147.73	1,192.04	1,799.15
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	910.25	901.79	932.75	959.50	970.72
在建工程	224.86	141.26	120.75	120.45	102.27
无形资产	97.36	94.65	91.85	89.05	86.25
其他	17.62	18.18	5.42	4.71	3.99
非流动资产合计	1,250.09	1,155.88	1,150.78	1,173.71	1,163.24
资产总计	1,998.45	1,934.85	2,298.52	2,365.75	2,962.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	234.47	154.79	398.75	335.72	661.29
其他	21.85	25.86	58.82	40.31	94.22
流动负债合计	256.32	180.65	457.57	376.03	755.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	94.33	79.89	79.89	79.89	79.89
非流动负债合计	94.33	79.89	79.89	79.89	79.89
负债合计	350.65	260.54	537.46	455.93	835.39
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	226.70	226.70	232.71	232.71	232.71
资本公积	813.91	813.91	801.87	801.87	801.87
留存收益	1,426.29	1,454.11	1,528.35	1,677.12	1,894.29
其他	(819.09)	(820.41)	(801.87)	(801.87)	(801.87)
股东权益合计	1,647.81	1,674.31	1,761.06	1,909.82	2,126.99
负债和股东权益总	1,998.45	1,934.85	2,298.52	2,365.75	2,962.39

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	113.28	52.75	110.02	190.32	277.62
折旧摊销	115.49	120.22	52.34	56.35	59.76
财务费用	(28.79)	(9.39)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(7.47)	(4.84)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(136.98)	65.29	288.64	(226.36)	306.24
其它	151.14	(113.50)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	206.66	110.53	446.00	15.31	638.63
资本支出	388.08	39.30	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(923.27)	(40.01)	(102.96)	(155.00)	(95.00)
投资活动现金流	(535.19)	(0.71)	(42.96)	(75.00)	(45.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	35.15	21.64	0.47	0.00	0.00
其他	(74.85)	(46.58)	(23.73)	(41.55)	(60.45)
筹资活动现金流	(39.70)	(24.94)	(23.27)	(41.55)	(60.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(368.24)	84.88	379.77	(101.25)	533.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	575.72	512.39	666.11	999.16	1,498.74
营业成本	369.50	347.29	393.00	549.54	824.31
营业税金及附加	7.43	7.28	6.66	12.36	18.27
营业费用	2.52	2.41	2.33	4.00	5.99
管理费用	131.61	139.52	159.87	239.80	359.70
财务费用	(32.10)	(22.96)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(2.93)	1.45	2.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.47	4.84	5.00	5.00	5.00
其他	(14.95)	(9.69)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营业利润	107.16	42.24	107.25	196.47	293.47
营业外收入	49.51	18.60	20.00	20.00	20.00
营业外支出	23.71	3.85	5.00	5.00	5.00
利润总额	132.96	56.98	122.25	211.47	308.47
所得税	19.68	4.23	12.22	21.15	30.85
净利润	113.28	52.75	110.02	190.32	277.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	113.28	52.75	110.02	190.32	277.62
每股收益(元)	0.49	0.23	0.47	0.82	1.19

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-6.51%	-11.00%	30.00%	50.00%	50.00%
营业利润	-45.21%	-60.58%	153.90%	83.19%	49.37%
归属于母公司净利润	-42.30%	-53.43%	108.56%	72.98%	45.87%
获利能力					
毛利率	35.82%	32.22%	41.00%	45.00%	45.00%
净利率	19.68%	10.30%	16.52%	19.05%	18.52%
ROE	6.87%	3.15%	6.25%	9.97%	13.05%
ROIC	8.33%	1.49%	8.50%	20.68%	23.88%
偿债能力					
资产负债率	17.55%	13.47%	23.38%	19.27%	28.20%
净负债率	-21.18%	-4.95%	-14.78%	-19.01%	-16.14%
流动比率	2.92	4.31	2.51	3.17	2.38
速动比率	2.77	4.06	2.38	2.96	2.23
营运能力					
应收账款周转率	7.81	6.26	7.32	7.07	6.85
存货周转率	12.29	12.39	12.64	14.36	15.58
总资产周转率	0.28	0.26	0.31	0.43	0.56
每股指标(元)					
每股收益	0.49	0.23	0.47	0.82	1.19
每股经营现金流	0.89	0.47	1.92	0.07	2.74
每股净资产	7.08	7.19	7.57	8.21	9.14
估值比率					
市盈率	72.48	155.63	74.62	43.14	29.57
市净率	4.98	4.90	4.66	4.30	3.86
EV/EBITDA	57.60	45.14	45.77	29.29	19.46
EV/EBIT	145.92	325.19	68.10	37.70	23.42

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com