

产品升级，产能扩张

—通富微电（002156）调研简报

投资要点:

1、产能转移本土企业快速发展

在垂直化专业分工模式发展等因素驱动下，全球主要的IT跨国厂商均将其集成电路产业链中的封装测试环节转移至我国。在国家政策的大力支持下，本土大型封装测试企业产品档次逐步由低端向中高端发展，进步显著。公司在本土封装测试代工企业中排名第二，且在全部封装测试类公司排名中逐年提升，市场占有率逐年升高。公司的技术实力、生产规模、经济效益均居于行业领先地位

2、盈利能力提升

公司的产品结构逐步向中高端领域集中，QFN、QFP、BGA成为公司主要封装产品。随着产品结构的调整，公司的盈利能力上升、竞争能力增强。在黄金价格居高不下的情况下，铜线键合工艺取代金线的趋势加速，2011年公司力争铜线产品产量要占全部产品产量达到30%。但有利于公司毛利率的提升，增加利润。公司在分立器件上也加大了铝线的产品比重。整体上铜线、铝线产品比重的加大，有助于公司毛利率的提升。

3、公司的快速增长能够持续

目前全球前20大跨国半导体公司有半数以上已经成为公司的客户。公司积极开发新客户，如联发科、卡西欧都是新增的优质客户，随着未来产品放量将推动公司的业绩增长。公司目前订单充分，处于满产状态。二期扩建工程的设备正在装配和测试，但扩量受厂房限制，预计二期厂房9月份能够投入使用。将有效缓解公司的产能压力。三期项目预计明年能贡献业绩。我国在加快发展战略性新兴产业，对集成电路产业的支持力度也在加大。

4、投资建议

综合前面分析，我们初步预计公司2011-2012年每股业绩分别为0.28、0.40元。综合比较行业相关上市公司估值情况，我们认为对应11年30 PE左右区间较为合理。合理目标价为8.49元。我们给予“推荐”评级。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1237.93	1727.11	2146.80	2823.04
增长率(%)	4.10%	39.52%	24.30%	31.50%
归属母公司股东净利润	60.23	139.08	183.91	260.23
增长率(%)	35.28%	130.92%	32.23%	41.50%
每股收益(EPS)	0.093	0.214	0.283	0.400
市盈率(P/E)	79.63	34.48	26.08	18.43

数据来源：爱建证券研究发展总部

通富微电 002156

2011-5-30

评级 推荐（首次）

目标价格 8.49

当前价格 7.38

基础数据

总市值(百万) 4796.02

总股本/流通股本(百万) 649.87/649.87

流通市值(百万) 4796.02

每股净资产 7.78

净资产收益率 0.90%

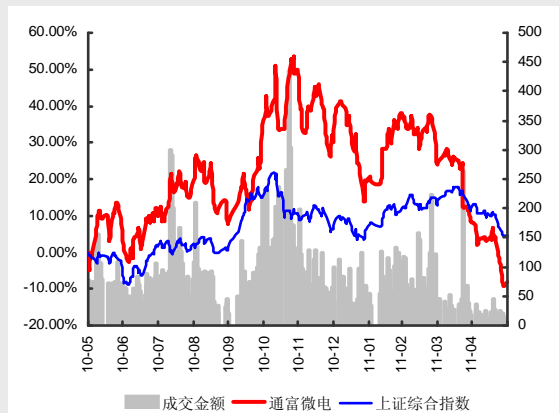
交易数据

52周内股价区间 20.79/7.38

10年市盈率 34.48

市净率 2.23

一年期走势图



行业研究员：朱志勇

证书编号 S0820209120022

电话 021-32229888-3510

E-mail zhuzhiyong@ajzq.com

相关报告

一、产能转移本土企业快速发展

我国作为全球的电子制造业的基地，具有较明显的成本优势。在垂直化专业分工模式发展等因素驱动下，全球主要的 IT 跨国厂商均将其集成电路产业链中的封装测试环节转移至我国，造成目前国内封装测试企业以外资为主的局面。国内本土封装测试企业与外资企业存在一定的差距。在国家政策的大力支持下，本土大型封装测试企业产品档次逐步由低端向中高端发展，进步显著。

公司在本土封装测试代工企业中排名第二，且在全部封装测试类公司排名中逐年提升，市场占有率逐年升高。公司的技术实力、生产规模、经济效益均居于行业领先地位。

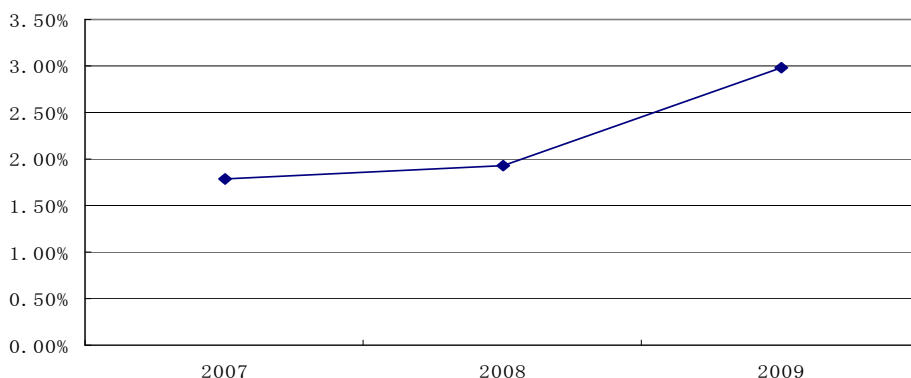
表 1 中国内地 2007-2009 年封装测试业销售市场排名情况

排名	2007年	2008年	2009年
1	飞思卡尔半导体（中国）有限公司	飞思卡尔半导体（中国）有限公司	飞思卡尔半导体（中国）有限公司
2	奇梦达科技（苏州）有限公司	奇梦达科技（苏州）有限公司	威讯联合半导体（北京）有限公司
3	威讯联合半导体（北京）有限公司	威讯联合半导体（北京）有限公司	江苏新潮科技集团有限公司
4	江苏新潮科技集团有限公司	江苏新潮科技集团有限公司	上海松下半导体有限公司
5	上海松下半导体有限公司	上海松下半导体有限公司	深圳赛意法半导体有限公司
6	深圳赛意法半导体有限公司	深圳赛意法半导体有限公司	南通华达微电子集团有限公司
7	瑞萨半导体（北京）有限公司	南通富士通微电子股份有限公司	三星电子（苏州）半导体有限公司
8	南通富士通微电子股份有限公司	星科金朋（上海）有限公司	日月光封装测试（上海）有限公司
9	英飞凌科技（无锡）有限公司	瑞萨半导体（北京）有限公司	瑞萨半导体（北京）有限公司
10	三星电子（苏州）半导体有限公司	乐山无线电股份有限公司	英飞凌科技（无锡）有限公司

注：红色为本土封装企业，2009 年排名以公司的母公司名义参与

数据来源：中国半导体行业协会、爱建证券研究发展总部

图 1 公司 2007-2009 年国内封装测试业务市场占有率情况



数据来源：中国半导体行业协会

请务必阅读正文之后的重要声明

二、盈利能力提升

1、中高端产品比重加大

公司的主要产品包括 DIP 系列、SOP/SOL 系列、QFP/LQFP 系列、QFN 系列、CP 系列、SOT 系列、TSSOP 系列、BGA 系列等。其中 DIP 系列、SOP/SOL 系列是低端产品，QFP/LQFP 系列、QFN 系列、CP 系列、SOT 系列、TSSOP 系列和 BGA 系列是中高端产品。公司的产品结构逐步向中高端领域集中，QFN、QFP、BGA 成为公司主要封装产品。

中高端的封装测试产品毛利率相对较高，随着中高端产品的收入比重加大公司毛利率成上升趋势。BGA 系列产品属于刚刚成功开发并实现量产的产品，随着产品的放量、规模效应显现产品毛利率仍然有较大提升空间。随着产品结构的调整，公司的盈利能力上升、竞争能力增强。

图 2 2007-2010H1 公司分业务收入占比情况

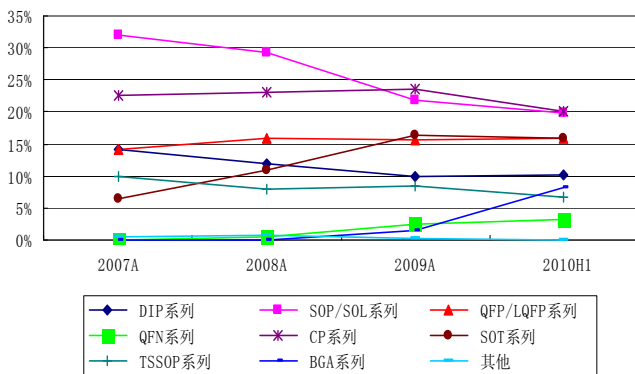
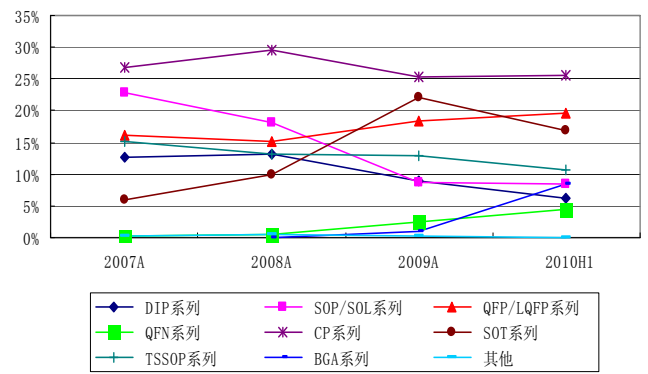


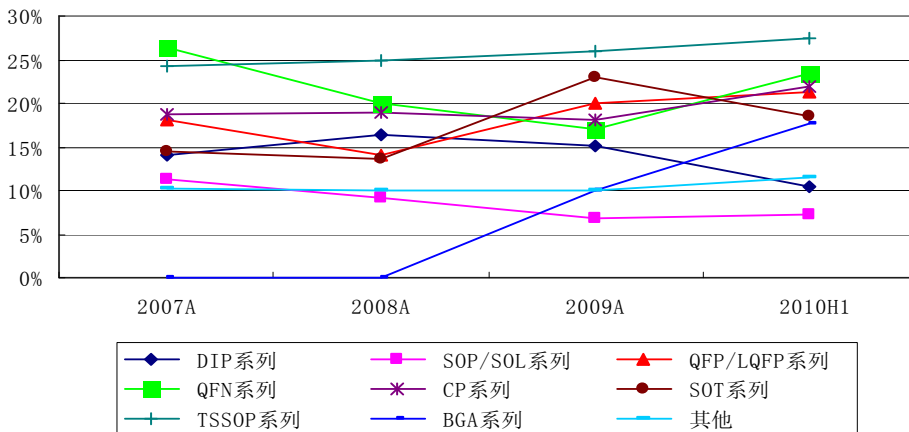
图 3 2007-2010H1 公司分业务收入占比情况



数据来源：公司增发招股意向书 爱建证券研究发展总部

数据来源：公司增发招股意向书爱建证券研究发展总部

图 4 2007-2010H1 公司分业务毛利率变动趋势情况



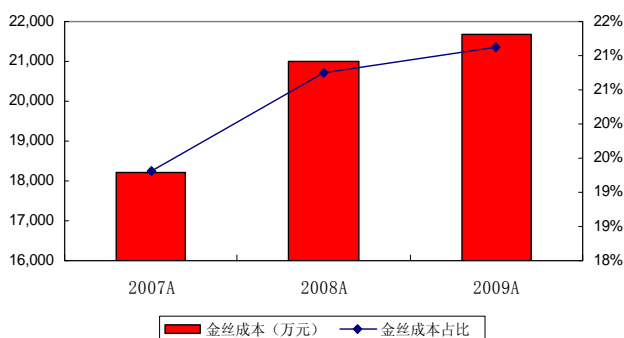
数据来源：中国半导体行业协会

2、铜线、铝线增加有利于降低成本

公司集成电路封装测试所需的主要原材料为金丝、引线框架以及塑封料，最近三年金丝采购价格不断上涨，而引线框架及塑封料的采购价格较为稳定。公司主营业务成本中金丝成本占比在 20%以上，且处于上升趋势中。金丝采购价格不断上升对公司主营业务成本的影响较为明显。由于金价的波动较大，公司对于金价的波动趋势把握能力较低，所以未作黄金的套期保值。随着金价的上涨，对公司的毛利率影响较大，2011 年 1 季度在收入基本持平的情况下，利润下降较为明显。

在黄金价格居高不下的情况下，铜线键合工艺取代金线的趋势加速，铜线成本只有金丝成本的 5-10% 左右，2010 年铜线产品占比约为 10%-15%。2011 年，公司力争铜线产品产量要占全部产品产量达到 30%。铜线取代金线会导致产品价格下降，对公司收入会产生负面影响，但有利于公司毛利率的提升，增加利润。采用铜线需要厂商的认证，具体进程有待观察。除了铜线之外，公司在分立器件，也加大了铝线的产品比重。整体上铜线、铝线产品比重的加大，有助于公司毛利率的提升。

图 5 2007-2009 金丝成本情况



数据来源：公司增发招股意向书 爱建证券研究发展总部

3、劳动力成本和汇率影响

公司目前员工约 5000 余人，随着募投项目的投产，今年计划增加 20%。目前公司普工基本工资 1500-1600 元，加班加点一般能到 2000 元以上。随着国内劳动力成本的持续上升对公司形成了一定的成本压力。公司产品约 7 成出口，人民币升值对公司的汇兑收益有一定负面影响，但由于近年公司募投项目建设，需要采购国外设备，减少了汇兑损失。总体看来劳动力和汇率影响虽有一定影响，随着公司产品结构调整，盈利能力提升，这些负面影响可以消化。

三、公司的快速增长能够持续

1、积极开发新客户

公司是 Micronas、Freescale、Toshiba、Infineon、Renesas、Atmel、ST、TI、Onsemi、Fujitsu、Alpha、Nec 等境外知名半导体企业的合格分包方，目前全球前 20 大跨国半导体公司有半数以上已经成为

请务必阅读正文之后的重要声明

公司的客户。公司积极开发新客户，如联发科、卡西欧都是新增的优质客户，随着未来产品放量将推动公司的业绩增长。同时由于日本地震的影响，富士通也将增加在公司的封装产品类型和数量。

2、募投项目将缓解产能压力

公司目前订单充分，处于满产状态。二期扩建工程的设备正在装配和测试，但扩量受厂房限制，预计二期厂房 9 月份能够投入使用。二期扩建项目将形成年封装测试 QFP/LQFP 系列、BGA/LGA 系列、QFN 系列、newWLP 及 BUMP 集成电路产品 246,000 万块的生产能力，将有效缓解公司的产能压力。三期项目预计明年能贡献业绩。

3、集成电路政策支持力度加大

国家的新 18 号文发布，明确了符合条件的集成电路封装测试企业可以获得所得税优惠，同时十二五期间继续获得政府项目补贴，初步预计约 1.6 亿元。集成电路产业是国民经济和社会信息化发展重要的基础性支撑产业，我国在加快发展战略性新兴产业，对集成电路产业的支持力度也在加大。

四、盈利预测与估值

综合前面分析，我们初步预计公司 2011-2012 年 每股业绩分别为 0.28、0.40 元。综合比较行业相关上市公司估值情况，我们认为对应 11 年 30 PE 左右区间较为合理。合理目标价为 8.49 元。我们给予“推荐”评级。

表 2 盈利预测表(单位:百万元)

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1189.19	1237.93	1727.11	2146.80	2823.04
减: 营业成本	1011.92	1026.60	1431.86	1732.47	2264.08
营业税金及附加	0.60	0.40	0.16	0.19	0.25
营业费用	6.11	6.31	6.70	8.59	11.86
管理费用	67.34	87.81	139.95	203.95	254.07
财务费用	45.61	28.34	43.83	3.95	1.66
资产减值损失	3.88	6.36	3.16	4.47	4.47
加: 投资收益	0.00	0.00	0.28	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-10.53	10.53	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.71	71.58	112.28	193.19	286.65
加: 其他非经营损益	0.12	2.42	45.11	32.00	32.00
利润总额	53.83	73.99	157.39	225.19	318.65
减: 所得税	9.31	13.77	18.31	41.28	58.42
净利润	44.52	60.23	139.08	183.91	260.23
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	44.52	60.23	139.08	183.91	260.23
每股收益 (EPS)	0.069	0.093	0.214	0.283	0.400

数据来源：爱建证券研究发展总部

表 3 板块、行业、公司估值比较(截止 2011.5.27)

行业板块	PE (TTM)	PE 2011E	PE 2012E	PB
电子元器件（整体）	44.45	29.35	18.74	3.72
中小企业板（整体）	34.79	24.75	18.46	4.08
创业板（整体）	43.51	28.82	20	3.47
长电科技	36.42	26.96	21.17	3.12
华天科技	38.05	23.71	17.18	3.76
通富微电	38.54	26.08	18.43	2.23

数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

五、风险提示

主要风险：金价若大幅上升对公司的毛利率影响较大。

报表预测					
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1189.19	1237.93	1727.11	2146.80	2823.04
减：营业成本	1011.92	1026.60	1431.86	1732.47	2264.08
营业税金及附加	0.60	0.40	0.16	0.19	0.25
营业费用	6.11	6.31	6.70	8.59	11.86
管理费用	67.34	87.81	139.95	203.95	254.07
财务费用	45.61	28.34	43.83	3.95	1.66
资产减值损失	3.88	6.36	3.16	4.47	4.47
加：投资收益	0.00	0.00	0.28	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-10.53	10.53	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.71	71.58	112.28	193.19	286.65
加：其他非经营损益	0.12	2.42	45.11	32.00	32.00
利润总额	53.83	73.99	157.39	225.19	318.65
减：所得税	9.31	13.77	18.31	41.28	58.42
净利润	44.52	60.23	139.08	183.91	260.23
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	44.52	60.23	139.08	183.91	260.23
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	463.30	462.68	1631.57	1304.02	2198.71
应收和预付款项	225.31	283.23	326.85	490.34	583.74
存货	133.57	161.33	199.01	265.78	341.63
其他流动资产	0.00	17.23	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	14.97	14.97	14.97
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1029.80	1132.04	1518.62	1260.31	1001.99
无形资产和开发支出	18.76	30.20	28.56	24.77	20.98
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1870.75	2086.72	3719.58	3360.19	4162.02
短期借款	246.01	224.90	222.52	0.00	0.00
应付和预收款项	328.45	317.31	713.84	445.13	1060.40
长期借款	165.00	245.00	140.00	140.00	140.00
其他负债	125.90	233.84	510.92	510.92	510.92
负债合计	865.36	1021.05	1587.27	1096.04	1711.31
股本	267.00	347.10	406.17	406.17	406.17
资本公积	518.48	438.38	1341.57	1341.57	1341.57
留存收益	219.91	280.20	384.57	516.41	702.97
归属母公司股东权益	1005.39	1065.68	2132.31	2264.15	2450.71
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1005.39	1065.68	2132.31	2264.15	2450.71
负债和股东权益合计	1870.75	2086.72	3719.58	3360.19	4162.02
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营性现金净流量	240.57	221.69	594.01	-98.15	910.88
投资性现金净流量	-233.25	-206.08	-545.63	26.13	26.13
筹资性现金净流量	-201.66	12.47	1013.99	-255.53	-42.33
现金流量净额	-189.34	27.96	1062.41	-327.55	894.69

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐:预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中性 : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回避 : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性 : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格,本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述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,爱建证券不作任何担保。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。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有,未经书面许可,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、复印件或复制品,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

书面授权引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。