

买入 首次
通富微电 (002156)
2015 年 1 月 23 日

不可忽视的中国半导体力量

2015 年 1 月 22 日收盘价: 9.10 元
6 个月目标价: 13.5 元

 电子行业分析师: 陈平
 SAC 执业证书编号: S0980513070006
 cp9808@htsec.com
 021-23219646

 电子行业高级分析师: 董瑞斌
 SAC 执业证书编号: S0850514060002
 drb9628@htsec.com
 021-23219816

国内半导体产业面临绝佳发展机会

1) 芯片国产化保障信息安全, 上升到国家战略

虽然国内半导体芯片需求庞大, 但国产化比例太小, 大部分都需要从欧美日韩等国家进口, 国内消耗的 80% 的芯片都需要进口, 尤其是高端芯片几乎全部进口。“缺芯 (芯片) 少魂 (操作系统)” 的局面一方面直接阻碍我国工业发展, 另一方面国外芯片制造商有可能通过在芯片中设置漏洞窃取机密数据以及公共信息, 从而威胁国家安全。

2) 国家集成电路产业基金成立, 预计先进产能扩充、国际并购等陆续出现。

国开金融、财政部联合亦庄国投、CEC、中移动、紫光通信等单位, 成立了 1250 亿的“集成电路产业基金”, 可能未来 10 年净拉动 5 万亿元资金投入集成电路产业。半导体集成电路产业是一个需要时间积淀的行业, 相对较长的发展历史一方面可以培养一大批集成电路相关人才, 另一方面积累的专利可以构成一道护城河。中国的现代半导体产业基本上都是在上世纪 90 年代后成立的, 当前在市场上有一定地位的集成电路企业也基本上是在 2000 年以后成立。目前国内集成电路产业无论是技术还是产业规模都整体落后于海外, 中国本土公司面临着研发基础较弱、人才缺乏等问题, 特别是 IC 设计, 前期投入和风险都高于其他产业。要快速缩小与国外公司的差距, 最快捷最直接的方式就是借助国家扶持, 实施并购重组做大做强。国际并购可以获得技术专利与人才, 进入国际一流产业链。并购重组已经成为当前中国集成电路产业做大做强、产业链协调发展的必然趋势。

表 1 部分海外与中国大陆半导体企业成立时间对比, 技术水平需要时间积淀

海外企业	成立时间	中国大陆企业	成立时间
英特尔	1968 年	中芯国际	2000 年
高通	1985 年	展讯	2001 年
博通	1991 年	RDA	2004 年
ST	1987 年	华为海思	2004 年
日月光半导体	1984 年	长电科技	1998 年

资料来源: 海通证券研究所整理

图1 预计国际并购会继续在中国半导体业出现



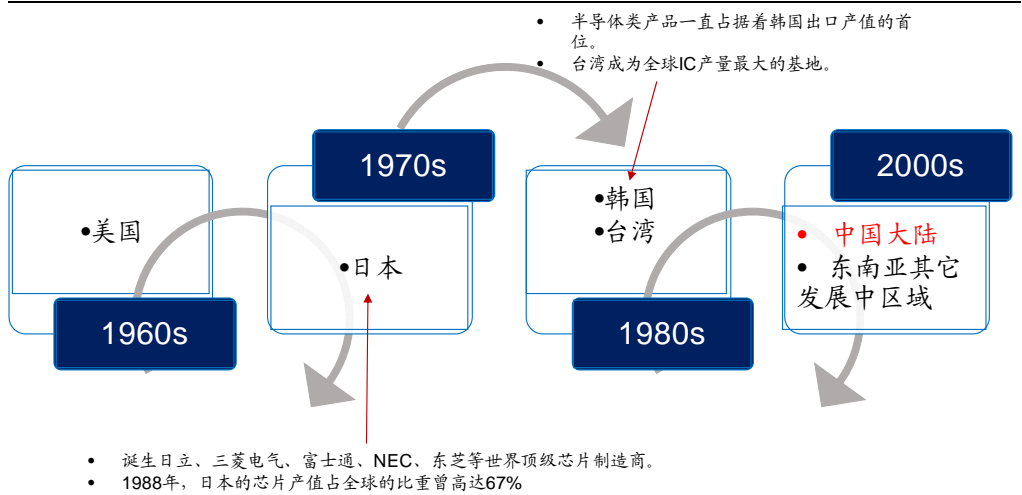
资料来源：海通证券研究所整理

3) 产业转移趋势不可避免

全球范围内看，半导体产业正在发生着第三次大转移。第一次是二十世纪 70 年代，半导体产业从美国转移到日本，造就了日立、三菱电气、富士通、NEC、东芝等世界顶级芯片制造商。1988 年，日本的芯片产值占全球的比重曾高达 67%。到上世纪 80 年代末开始，韩国和中国台湾逐渐成为全球又一半导体产业制造基地，半导体类产品一直占据着韩国出口产值的首位。最近十余年正发生着全球半导体产能的第三次转移，即向中国大陆、东南亚等发展中区域的转移。

中国大陆凭借其巨大的消费市场、相对低廉的劳动力成本，以及较好的优惠招商引资政策等优势，过去十几年中国吸引着全球各大半导体制造商在大陆投资设厂，中芯国际、华虹宏力等本土半导体厂商也获得了较快的发展。根据 IC insights 的数据，在 2007 年，中国大陆 IC 制造产值为 45.9 亿美元，仅占全球的份额为 1.96%，但到 2012 年，大陆 IC 制造产值迅速上升到 89.1 亿美元，全球份额也提升到 3.50%。预计至 2017 年，大陆 IC 制造占全球的份额有望达到 7.73%，2012-2017 年间，中国本地 IC 制造产值将以 16.5% 的平均复合增长率增长。中国大陆的 IC 制造在全球地位的提升，也反映了产能转移的趋势。

图2 中国将承接封测产业转移



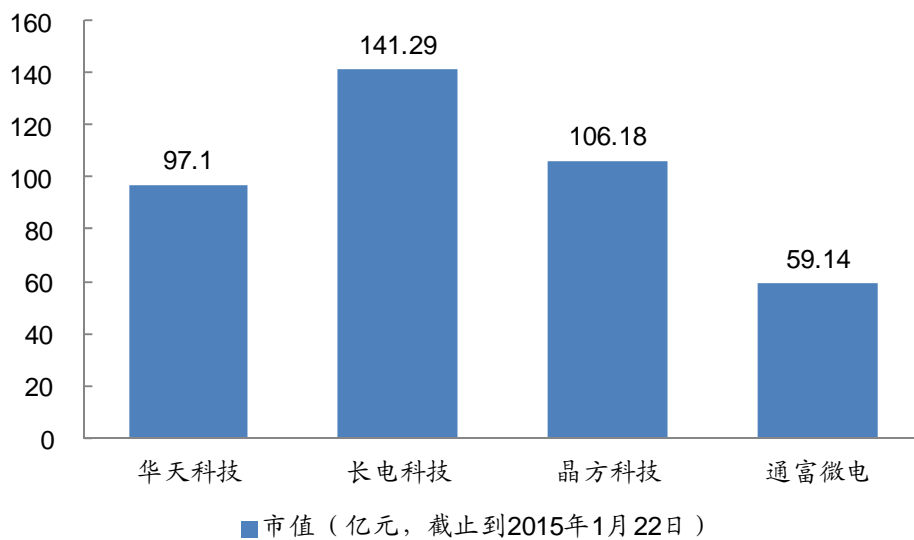
资料来源：海通证券研究所整理

通富微电——不可忽视的中国半导体力量

1) 市值成长空间大

目前 A 股半导体封测类上市公司主要有长电科技、华天科技、通富微电、晶方科技等。其中通富微电的市值比另外三家小很多，只有长电科技市值的 41.75%，华天科技市值的 60.91%，晶方科技市值的 55.70%，从这个角度看，通富微电市值成长空间比较大。通富微电的市值小于其他封测厂商，当然也有其自身原因，比如在过去经营策略偏稳健，发展步伐偏慢，但我们现在看到，公司的基本面状况正在发生较大改变。

图 3 通富微电市值相对较小



资料来源: Wind, 海通证券研究所整理

2) 切入展讯、海思以及台湾一流客户芯片封测业务

公司传统产能封装形式主要集中于 SOP/SOT/TSSOP、QFP/LQFP、MCM (MCP)、QFN/PDFN、BGA 等，近几年在 FC、Bump、WLP、Cu Pillar 等先进封装形式上大力投入，我们预计 2015 年公司的先进封装产能布局开始进入收获期。随着公司在 Bump、FC 等先进封装技术的成熟，2015 年更是有望获台湾大客户的手机芯片基板封装订单。另外我们预计通富微电在展讯、海思等大客户方面也会有所突破。

公司在 2014 年 8 月公告拟与国内晶圆制造厂上海华虹宏力、华力在芯片设计、8/12 英寸芯片制造、凸点制造、微凸点测试等中段工艺技术、FC/TSV/SiP 等先进封装测试技术方面进行战略合作，我们认为这是上游晶圆制造厂对通富微电管理和技术水平的肯定，有利于实现全产业链贯通、优势互补、资源共享，达到协同发展的目的。

3) 产能布局合理，非公开增发募集资金扩充产能助公司快速发展

公司积极扩充 FC、BGA、Bumping、WLP 等先进封装产能，公司近两年在战略规划、人才引进方面都做了充足的准备，有能力承接全球封装产能向大陆转移。

在当前国家对半导体大力支持半导体产业发展的大背景下，各个地方也积极出台优惠政策支持国内半导体企业的发展。2014 年 3 月，公司与苏通产业园签署投资项目协议，在苏通产业园设立先进封测产业基地，在当前各地积极发展半导体产业的环境下，不排除公司继续在其他省市扩建产业基地的可能。另外，公司已公布非公开发行股票预案，正在等待证监会审核，募集的资金也主要投向行进行封测产能的扩充。

公司开始进入发展的快车道，首次给予“买入”评级。在半导体产业转移、国家及地方对半导体产业大力支持的背景下，公司自身在积极寻求突破，先进产能布局和一流客户开拓方面都有比较大的进展，我们认为公司未来几年将进入快速发展通道。在不考虑有可能的外延式发展的情况下，预计 14/15/16 年 EPS 分别为 0.18、0.31、0.45 元，增长速度分别达 88.1%/74.5%/47.8%，首次给予“买入”评级，6 个月目标价 13.5 元（鉴于公司未来几年业绩的高速增长、外延式发展预期，我们给予公司 16 年 30X PE）。

表 2 盈利预测与估值水平比较

代码	公司名称	1月22日收盘价(元)	EPS (元)			PE (元)			P/B	总市值(亿)
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E		
002185.SZ	华天科技	13.93	0.43	0.57	0.72	32.4	24.4	19.3	5.00	97.10
600584.SH	长电科技	14.35	0.24	0.38	0.57	59.8	37.8	25.2	2.05	141.29
002156.SZ	通富微电	9.10	0.18	0.31	0.45	50.5	29.3	20.2	2.62	59.14

资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示： 半导体产业景气波动、大客户订单放量进度组缓慢等

表 3 通富微电三表预测 (百万元)

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	765	835	695	776	营业收入	1767	2103	2818	3861
应收款项	356	455	610	836	营业成本	1474	1735	2257	3050
存货净额	250	295	387	531	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	29	35	46	64	销售费用	7	9	13	18
流动资产合计	1400	1619	1738	2207	管理费用	194	229	302	417
固定资产	2177	2370	2697	2852	财务费用	47	45	66	85
无形资产及其他	72	70	69	67	投资收益	(3)	0	0	0
投资性房地产	7	7	7	7	资产减值及公允价值变动	(11)	(11)	(6)	(5)
长期股权投资	32	32	32	32	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	3686	4097	4542	5163	营业利润	31	74	175	286
短期借款及交易性金融负债	513	1028	1331	1730	营业外净收支	40	60	60	60
应付款项	500	383	502	691	利润总额	71	134	235	346
其他流动负债	43	54	71	98	所得税费用	10	20	35	52
流动负债合计	1057	1465	1904	2518	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	120	120	120	120	归属于母公司净利润	61	114	199	294
其他长期负债	253	253	253	253					
长期负债合计	373	373	373	373	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1430	1838	2278	2892	净利润	61	114	199	294
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	5	(3)	1	1
股东权益	2256	2259	2264	2272	折旧摊销	251	201	243	281
负债和股东权益总计	3686	4097	4542	5163	公允价值变动损失	11	11	6	5
					财务费用	47	45	66	85
关键财务与估值指标					营运资本变动	299	(259)	(121)	(172)
每股收益 (元)	0.09	0.18	0.31	0.45	其它	(5)	3	(1)	(1)
每股红利 (元)	0.08	0.17	0.30	0.44	经营活动现金流	622	66	327	408
每股净资产 (元)	3.47	3.48	3.48	3.50	资本开支	(412)	(400)	(576)	(439)
ROIC	3%	4%	6%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	3%	5%	9%	13%	投资活动现金流	(409)	(400)	(576)	(439)
毛利率	17%	18%	20%	21%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	9%	10%	负债净变化	(226)	0	0	0
EBITDA Margin	19%	16%	17%	17%	支付股利、利息	(52)	(111)	(194)	(287)
收入增长	11%	19%	34%	37%	其它融资现金流	437	515	303	399
净利润增长率	60%	88%	75%	48%	融资活动现金流	(120)	404	109	112
资产负债率	39%	45%	50%	56%	现金净变动	94	70	(140)	81
股息率	0.9%	1.9%	3.3%	4.8%	货币资金的期初余额	671	765	835	695
P/E	97.5	51.8	29.7	20.1	货币资金的期末余额	765	835	695	776
P/B	2.6	2.6	2.6	2.6	企业自由现金流	230	(348)	(244)	(11)
EV/EBITDA	21.4	23.4	16.7	13.4	权益自由现金流	441	129	2	316

资料来源: 公司 2013 年年报, 海通证券研究所预测 (注: 按 2015 年 1 月 22 日公司股票收盘价计算)

信息披露

分析师声明

董瑞斌：电子行业
陈平：电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：*ST 合泰、环旭电子、晶方科技、长电科技、华天科技、联建光电、奥拓电子、恒宝股份、天喻信息、中航光电、通富微电等。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。