



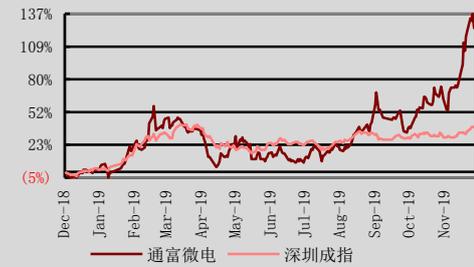
002156.SZ

增持

市场价格：人民币 16.68

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	134.0	28.9	56.0	121.3
相对深证成指	90.9	24.6	52.5	83.6

发行股数(百万)	1,154
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	19,244
3个月日均交易额(人民币 百万)	500
净负债比率(%) (2019E)	62
主要股东(%)	
南通华达微电子集团股份有限公司	28

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月20日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子

王达婷

021-20328284

dating.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060001

通富微电

CPU、GPU 封测领先企业，受益 AMD 产品上量

公司是国内领先的 IC 封测企业，2018 年全球前十大封测营收预估排名第六，客户涵盖 50% 以上的全球前 20 强半导体企业和国内大部分知名集成电路设计公司。考虑公司在 CPU/GPU 封测领域技术优势明显，与 AMD 合作紧密，有望受益于 AMD 产品的上量，首次覆盖，给予增持评级。

支撑评级的要点

- 行业景气度恢复，经营状况向好。受半导体行业周期性及全球政治、经济局势影响，2018 年下半年市场需求开始下滑。2019 年下半年之后，受国产替代、5G 等驱动，各封测厂产能利用率逐步回升，行业景气度逐步恢复。公司 2019 年三季度单季实现营收 24.67 亿元，同比增长 23.26%；毛利率 16.18%，同比提升 1.6 个百分点。
- 六大生产基地协同发展，产品覆盖面广。公司目前拥有崇川、苏通、合肥、苏州、厦门、马来西亚槟城六大生产基地。崇川工厂产品较为综合；苏通工厂以高腿位产品为主，主要应用于手机终端；合肥工厂以超高密度框架封装产品为主，同时承接周边存储器及 LCD 驱动器业务；苏州、槟城工厂以 FCBGA 产品为主，主要开展 CPU、GPU 及游戏机芯片封测业务；厦门工厂以 BUMPING 和 WLCSP 为重点。
- 与 AMD 合作渐入佳境，受益 AMD 产品上量。公司联合大基金于 2016 年完成对 AMD 苏州和马来西亚槟城封测工厂的收购，之后与 AMD 紧密合作，目前业务业务范围已在封装及成品测试的基础上，增加 Bumping、晶圆测试、减薄等环节。2019 年上半年，得益于 AMD 业务的强劲增长，通富超威苏州、通富超威槟城销售收入合计同比增长 32.16%。目前，通富超威苏州、通富超威槟城已开始量产 AMD 的 7 纳米产品，将持续受益 AMD 产品的放量。

估值

- 预计公司 2019~2021 年的 EPS 分别为 0.028、0.187、0.247 元，当前股价对应 PE 分别为 597X、89X、68X。首次覆盖，给予增持评级。

评级面临的主要风险

- 半导体行业景气度恢复不及预期；AMD 产品放量不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	6,519	7,223	8,234	9,881	11,314
变动(%)	42	11	14	20	15
净利润(人民币 百万)	122	127	32	216	285
全面摊薄每股收益(人民币)	0.106	0.110	0.028	0.187	0.247
变动(%)	(43.1)	3.9	(74.6)	569.1	31.9
全面摊薄市盈率(倍)	157.6	151.6	596.8	89.2	67.6
价格/每股现金流量(倍)	19.1	25.6	84.4	8.9	9.8
每股现金流量(人民币)	0.88	0.65	0.20	1.88	1.70
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.9	17.8	15.5	10.9	9.2
每股股息(人民币)	0.000	0.038	0.003	0.019	0.025
股息率(%)	n.a.	0.2	0.0	0.1	0.1

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	6,519	7,223	8,234	9,881	11,314
销售成本	(5,601)	(6,102)	(7,122)	(8,354)	(9,515)
经营费用	201	36	386	589	643
息税折旧前利润	1,119	1,157	1,498	2,115	2,442
折旧及摊销	(893)	(1,021)	(1,370)	(1,715)	(1,930)
经营利润 (息税前利润)	226	136	128	400	512
净利息收入/(费用)	(198)	(114)	(96)	(128)	(142)
其他收益/(损失)	150	102	7	5	3
税前利润	178	124	39	277	373
所得税	19	29	(0)	(17)	(30)
少数股东权益	75	26	7	44	59
净利润	122	127	32	216	285
核心净利润	122	127	32	216	285
每股收益 (人民币)	0.106	0.110	0.028	0.187	0.247
核心每股收益 (人民币)	0.106	0.110	0.028	0.187	0.247
每股股息 (人民币)	0.000	0.038	0.003	0.019	0.025
收入增长(%)	42	11	14	20	15
息税前利润增长(%)	18	(40)	(6)	212	28
息税折旧前利润增长(%)	32	3	29	41	15
每股收益增长(%)	(43)	4	(75)	569	32
核心每股收益增长(%)	(44)	4	(75)	569	32

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	178	124	39	277	373
折旧与摊销	893	1,021	1,370	1,715	1,930
净利息费用	198	114	96	128	142
运营资本变动	(21)	(165)	(268)	373	(401)
税金	94	55	(0)	(17)	(30)
其他经营现金流	(332)	(396)	(1,008)	(306)	(56)
经营活动产生的现金流	1,010	753	228	2,171	1,958
购买固定资产净值	(19)	(1)	2,397	1,959	1,219
投资减少/增加	71	(120)	0	0	0
其他投资现金流	(1,702)	(2,123)	(4,794)	(3,919)	(2,437)
投资活动产生的现金流	(1,650)	(2,244)	(2,397)	(1,959)	(1,219)
净增权益	0	(44)	(3)	(22)	(29)
净增债务	931	732	1,807	211	1,274
支付股息	0	44	3	22	29
其他融资现金流	(141)	391	(188)	(150)	(171)
融资活动产生的现金流	790	1,123	1,620	61	1,103
现金变动	150	(368)	(549)	272	1,843
期初现金	1,603	1,704	1,373	823	1,096
公司自由现金流	(640)	(1,491)	(2,169)	211	740
权益自由现金流	490	(645)	(266)	551	2,155

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,704	1,373	823	1,096	2,938
应收帐款	1,626	1,755	2,633	2,083	3,440
库存	975	1,330	957	1,262	1,316
其他流动资产	13	22	25	25	33
流动资产总计	4,437	4,794	4,529	4,556	7,817
固定资产	6,183	7,423	8,429	8,691	7,990
无形资产	267	266	287	268	258
其他长期资产	235	398	377	411	445
长期资产总计	6,685	8,086	9,093	9,371	8,693
总资产	12,146	13,968	14,709	14,986	17,540
应付帐款	1,627	1,769	2,348	2,201	3,122
短期债务	1,699	2,393	3,948	4,000	5,000
其他流动负债	403	902	897	875	994
流动负债总计	3,730	5,065	7,193	7,077	9,116
长期借款	772	361	847	1,000	1,200
其他长期负债	1,387	2,040	220	221	222
股本	1,154	1,154	1,154	1,154	1,154
储备	4,765	4,892	4,921	5,115	5,371
股东权益	5,919	6,046	6,075	6,269	6,525
少数股东权益	339	368	375	419	478
总负债及权益	12,146	13,968	14,709	14,986	17,540
每股帐面价值 (人民币)	5.13	5.24	5.27	5.43	5.66
每股有形资产 (人民币)	4.90	5.01	5.02	5.20	5.43
每股净负债/(现金)(人民币)	0.67	1.20	3.44	3.38	2.83

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.2	16.0	18.2	21.4	21.6
息税前利润率(%)	3.5	1.9	1.6	4.0	4.5
税前利润率(%)	2.7	1.7	0.5	2.8	3.3
净利率(%)	1.9	1.8	0.4	2.2	2.5
流动性					
流动比率(倍)	1.2	0.9	0.6	0.6	0.9
利息覆盖率(倍)	1.1	1.2	1.3	3.1	3.6
净权益负债率(%)	12.3	21.5	61.6	58.4	46.6
速动比率(倍)	0.9	0.7	0.5	0.5	0.7
估值					
市盈率(倍)	157.6	151.6	596.8	89.2	67.6
核心业务市盈率(倍)	157.6	151.6	595.5	89.1	67.5
市净率(倍)	3.3	3.2	3.2	3.1	2.9
价格/现金流(倍)	19.1	25.6	84.4	8.9	9.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.9	17.8	15.5	10.9	9.2
周转率					
存货周转天数	57.2	69.0	58.6	48.5	49.4
应收帐款周转天数	81.7	85.4	97.3	87.1	89.1
应付帐款周转天数	91.8	85.8	91.2	84.0	85.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	34.5	10.2	10.2	10.2
净资产收益率(%)	2.5	2.1	0.5	3.5	4.5
资产收益率(%)	1.9	1.0	0.9	2.5	2.9
已运用资本收益率(%)	0.4	0.4	0.1	0.5	0.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测