

公司研究/更新报告

2021年01月18日

电子/半导体

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 29.57
目标价格(元): 40.82

胡剑 SAC No. S0570518080001
研究员 SFC No. BPX762
021-28972072
hujian@htsc.com

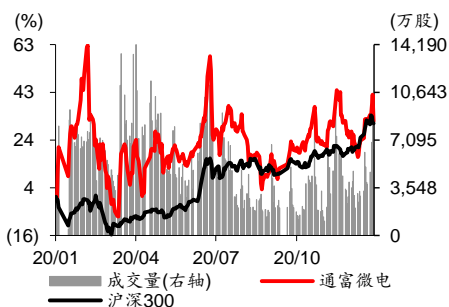
刘叶 SAC No. S0570519060003
研究员 SFC No. BKS183
021-38476703
liuye@htsc.com

李梓澎 SAC No. S0570120090023
联系人 lizipeng@htsc.com

相关研究

1《通富微电(002156 SZ,买入): 与 AMD 共成长, 与中国芯共奋进》2020.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

封测持续高景气, 核心大客户齐发力 通富微电(002156)

疫情剪刀差下封测持续高景气, 核心大客户市场竞争力提升有望提振业绩
在疫情冲击半导体生产重资产环节制造、封测产能供给的同时, 5G 换机潮及消费电子、汽车电子需求回暖正不断拉升半导体产品需求, 由此形成的疫情剪刀差成为封测行业高景气的有效支撑。在海外疫情持续蔓延之际, 我们认为 1H21 封测行业有望迎来淡季不淡。同时, 基于通富核心大客户 AMD (AMD US)、联发科 (2454 TT) 市场竞争力持续提升以及通富主要利润来源苏州、马来西亚槟城厂折旧计提完毕, 我们看好通富的净利增势, 预计 20/21/22 年 EPS 为 0.31/0.51/0.69 元, 目标价 40.82 元, 维持买入。

5G 新周期来临半导体封测端供不应求, 封测行业高景气持续利好通富

受益于 iPhone 12 系列及 MacBook Air/Pro 等新品热销, 根据日月光 (2311 TT) 官网, 12M20 其封测及材料事业部营收同比增长 8.4%、环比增长 4.6% 至 253.9 亿新台币 (创历史新高)。根据台湾工商时报 1 月 12 日讯, 1H21 日月光封测事业部订单超出产能 40%, 涨价 30% 仍有客户下单。基于疫情冲击全球半导体产能供给, 5G 换机潮启动、消费电子及汽车电子需求回暖持续拉升半导体需求的疫情剪刀差背景, 我们认为 1H21 封测高景气有望持续, 全球第六大封测厂 (3Q20 拓璞产业研究院数据) 通富亦有望受益。

核心大客户 AMD/联发科市占率持续提升, 通富作为主力封测厂同步受益

根据 Mercury Research, 3Q20 通富第一大客户 AMD 在全球 X86 处理器市场市占率从 1Q18 的 8.6% 增至 22.4% (QoQ: 4.1pct); 根据 21 年 1 月 4 日上午 9 点 PassMark 平台的实时数据, AMD 在全球台式机 CPU 市场中超越 Intel (INTC US) 达到 50.8%。同时, 在 5G 换机潮推进、手机市场竞争格局变迁之际, 根据 IDC 数据, 3Q20 通富第二大客户联发科跃升全球智能手机芯片市场之首, 市占率达 30%。根据公司公告 (2020-013), 通富承接 AMD 80% 以上封测业务, 是联发科国内主力封测厂, 我们认为核心大客户在细分市场市占率提升有望继续成为通富业绩的核心驱动力。

折旧压力释放提振业绩弹性, 发布员工持股计划提升公司凝聚力及竞争力

根据三季报, 得益于订单饱满稼动率提升, 1-9M20 通富毛利率同比提升 2.5pct 至 15.4%。随着通富苏州及槟城工厂折旧自 2021 年起逐步计提完毕, 我们认为公司盈利能力有望进一步提升。根据 21 年 1 月 11 日《员工持股计划》, 通富拟有不超过 800 名员工认购不超过 532 万股, 占公告日总股本 0.4%。我们认为此举有望提升公司凝聚力及竞争力, 利好长期发展。

上调目标价至 40.82 元, 维持买入评级

基于增发后财务费用及资本公积变化, 我们将通富 20/21/22 年归母净利润从 4.11/6.57/8.87 亿元上调至 4.18/6.77/9.21 亿元, BVPS 从 5.65/6.21/6.96 元上调至 7.35/7.85/8.53 元。参考 Wind 一致预期可比公司 21 年 PB 均值 5.7 倍, 考虑到定增资金带来的业绩兑现尚需时日, 基于审慎原则给予通富 21 年 5.2 倍预期 PB, 目标价 40.82 元 (前值: 29.81 元), 维持买入评级。

风险提示: 疫情蔓延致行业景气下行; 核心客户需求减弱致业绩不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,329
流通 A 股 (百万股)	1,154
52 周内股价区间 (元)	18.80-33.30
总市值 (百万元)	39,300
总资产 (百万元)	17,975
每股净资产 (元)	4.76

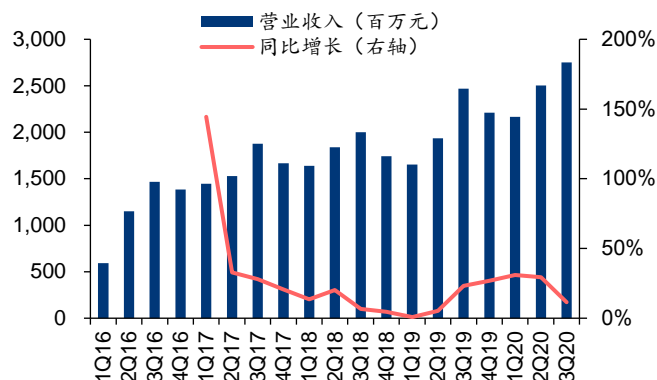
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,223	8,267	10,833	13,703	16,962
+/-%	10.79	14.45	31.04	26.50	23.78
归属母公司净利润 (百万元)	126.94	19.14	418.10	676.54	921.27
+/-%	3.94	(84.92)	2,084	61.81	36.17
EPS (元, 最新摊薄)	0.10	0.01	0.31	0.51	0.69
PE (倍)	309.59	2,053	94.00	58.09	42.66

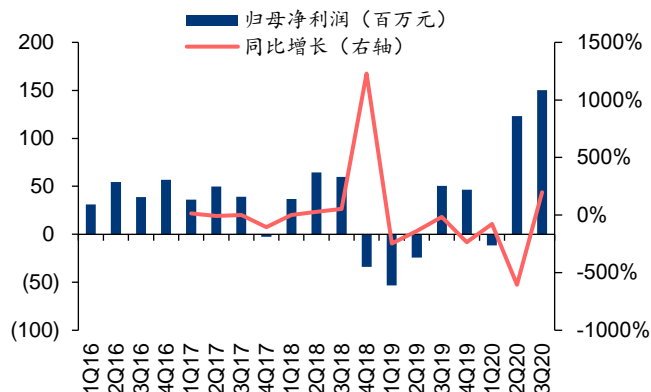
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：通富单季营收及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：通富单季归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：通富盈利预测调整详情

	2020E			2021E			2022E		
	旧	新	变化	旧	新	变化	旧	新	变化
营业收入 (百万元)	10,833	10,833	0.00%	13,703	13,703	0.00%	16,962	16,962	0.00%
毛利率	16.0%	16.0%	0pct	17.0%	17.0%	0pct	17.5%	17.5%	0pct
期间费用率	12.3%	12.2%	-0.1pct	11.9%	11.8%	-0.2pct	11.7%	11.4%	-0.2pct
营业利润 (百万元)	476.1	484.5	1.8%	771.7	794.7	3.0%	1,044.1	1,085.4	4.0%
归母净利润 (百万元)	411.0	418.1	1.7%	657.2	676.5	2.9%	886.5	921.3	3.9%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：通富可比公司估值表 (盈利预测为 Wind 一致预期，数据截止 2021 年 1 月 18 日)

代码	公司	收盘价 (人民币元)	总市值 (人民币亿元)	PE		PB		EPS (元)	
				2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
600584 CH	长电科技	48.20	772.6	80.1	56.6	5.7	5.2	0.60	0.85
002185 CH	华天科技	15.91	435.9	64.1	46.0	5.2	4.7	0.25	0.35
603005 CH	晶方科技	87.37	296.5	78.5	52.2	8.5	7.3	1.11	1.67
平均数	-	-	-	74.2	51.6	6.4	5.7	0.65	0.96

资料来源：Wind，华泰证券研究所

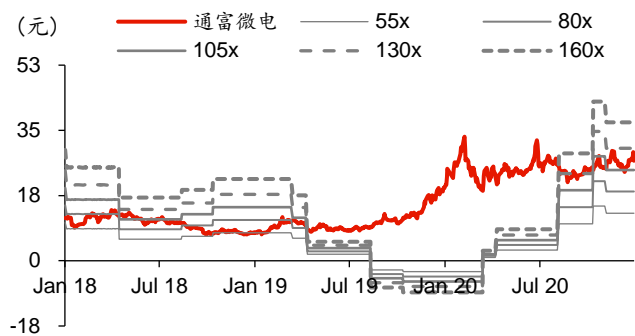
风险提示

新冠疫情持续蔓延致行业景气度下行。由于半导体行业景气度与终端应用市场需求及升级节奏息息相关，尽管我们看好 5G 新周期启动之际半导体产业的全新发展周期，但考虑到美国、印度等地区新冠疫情仍在持续蔓延，若终端需求持续疲弱、技术创新步伐不及预期，或导致半导体行业景气度下行、封测相关需求减弱，这将给公司业绩带来不利影响。

核心客户需求减弱致业绩不及预期。2016 年通富通过收购 AMD 苏州及马来西亚槟城封测厂成功跻身全球前十大封测厂商 (TrendForce 数据)，2019 年来自苏州通富超威和槟城通富超威的合计营收贡献达到 52%。若在市场竞争加剧背景下核心客户 AMD 新品推出后需求不及预期，则通富或面临相应封测需求减弱、业绩增长不及预期的风险。

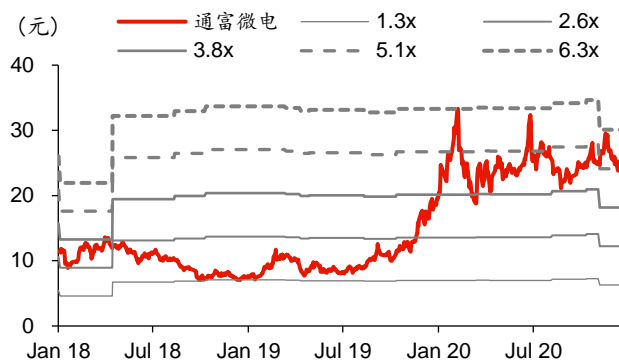
PE/PB - Bands

图表5: 通富微电历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 通富微电历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,794	6,061	8,238	9,755	12,437
现金	1,373	2,225	2,915	3,688	4,565
应收账款	1,670	1,612	2,689	2,751	3,982
其他应收账款	36.74	4.94	49.67	19.41	66.10
预付账款	21.66	72.82	50.98	105.63	88.22
存货	1,330	1,894	2,217	2,921	3,401
其他流动资产	363.04	253.23	316.55	270.01	335.60
非流动资产	9,174	10,096	12,000	13,282	14,317
长期投资	97.01	153.49	211.77	270.04	329.00
固定投资	6,599	7,439	7,811	8,255	8,629
无形资产	266.04	288.71	301.10	311.95	297.47
其他非流动资产	2,212	2,215	3,677	4,446	5,061
资产总计	13,968	16,157	20,238	23,038	26,755
流动负债	5,065	7,253	7,774	10,040	12,995
短期借款	2,393	4,298	4,515	6,409	8,284
应付账款	1,769	2,014	2,810	3,219	4,199
其他流动负债	901.67	941.43	448.44	411.72	512.08
非流动负债	2,401	2,402	2,295	2,162	2,015
长期借款	360.80	758.10	650.78	517.46	370.84
其他非流动负债	2,040	1,644	1,644	1,644	1,644
负债合计	7,466	9,655	10,069	12,201	15,010
少数股东权益	368.25	391.17	395.40	402.23	411.53
股本	1,154	1,154	1,329	1,329	1,329
资本公积	3,744	3,749	6,819	6,819	6,819
留存公积	1,148	1,125	1,484	2,065	2,856
归属母公司股东权益	6,134	6,111	9,774	10,434	11,333
负债和股东权益	13,968	16,157	20,238	23,038	26,755

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	752.86	1,415	1,009	1,677	1,778
净利润	153.03	37.44	422.32	683.38	930.57
折旧摊销	1,021	1,223	996.79	1,175	1,375
财务费用	114.40	225.06	193.57	199.89	206.16
投资损失	(5.71)	(0.96)	(1.79)	(1.78)	(2.47)
营运资金变动	(556.13)	(0.93)	(602.00)	(379.70)	(730.91)
其他经营现金	26.50	(68.41)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(2,244)	(2,258)	(2,899)	(2,456)	(2,407)
资本支出	2,231	2,109	2,843	2,400	2,351
长期投资	(51.14)	(50.90)	(58.28)	(58.27)	(58.96)
其他投资现金	38.34	(98.72)	1.79	1.78	2.47
筹资活动现金	1,123	1,608	(934.15)	(342.70)	(369.37)
短期借款	693.99	1,904	217.32	1,894	1,875
长期借款	(411.00)	397.30	(107.32)	(133.32)	(146.62)
普通股增加	0.00	0.00	175.33	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	4.62	3,070	0.00	0.00
其他筹资现金	840.07	(698.30)	(4,289)	(2,103)	(2,098)
现金净增加额	(290.94)	774.17	(2,824)	(1,121)	(998.40)

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,223	8,267	10,833	13,703	16,962
营业成本	6,074	7,136	9,099	11,374	13,993
营业税金及附加	27.51	33.57	43.99	55.65	68.88
营业费用	53.47	57.09	65.00	82.22	101.77
管理费用	308.67	317.52	346.65	424.80	508.85
财务费用	114.40	225.06	193.57	199.89	206.16
资产减值损失	(60.84)	(16.60)	(10.83)	(12.33)	(13.74)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.71	0.96	1.79	1.78	2.47
营业利润	114.51	(20.50)	484.45	794.65	1,085
营业外收入	11.53	7.33	14.40	11.09	10.94
营业外支出	2.37	0.93	2.00	1.77	1.56
利润总额	123.67	(14.10)	496.85	803.97	1,095
所得税	(29.36)	(51.54)	74.53	120.60	164.22
净利润	153.03	37.44	422.32	683.38	930.57
少数股东损益	26.09	18.30	4.22	6.83	9.31
归属母公司净利润	126.94	19.14	418.10	676.54	921.27
EBITDA	1,205	1,326	1,595	2,097	2,625
EPS (元, 基本)	0.10	0.01	0.31	0.51	0.69

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	10.79	14.45	31.04	26.50	23.78
营业利润	(26.66)	(117.91)	2,463	64.03	36.59
归属母公司净利润	3.94	(84.92)	2,084	61.81	36.17
获利能力 (%)					
毛利率	15.90	13.67	16.00	17.00	17.50
净利率	2.12	0.45	3.90	4.99	5.49
ROE	2.35	0.58	4.15	6.31	7.92
ROIC	2.30	(2.50)	3.80	5.23	6.37
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.45	59.76	49.75	52.96	56.10
净负债比率 (%)	62.23	79.41	39.35	46.12	49.86
流动比率	0.95	0.84	1.06	0.97	0.96
速动比率	0.62	0.54	0.75	0.65	0.68
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.55	0.60	0.63	0.68
应收账款周转率	4.49	5.04	5.04	5.04	5.04
应付账款周转率	3.58	3.77	3.77	3.77	3.77
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.01	0.31	0.51	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	1.06	0.76	1.26	1.34
每股净资产(最新摊薄)	4.62	4.60	7.35	7.85	8.53
估值比率					
PE (倍)	309.59	2,053	94.00	58.09	42.66
PB (倍)	6.41	6.43	4.02	3.77	3.47
EV_EBITDA (倍)	36.27	33.82	27.39	21.31	17.36

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，胡剑、刘叶，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师胡剑、刘叶本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com