

进入强劲增长通道

通富微电调研简报

报告关键点：

- 封测业进入黄金发展期。
- 收入增长和产品结构改善双重驱动公司业绩进入快速增长期

报告摘要：

- 封测业进入黄金发展期。**在金融危机后，在新技术和新产品平台驱动下，电子行业进入一轮增长周期，这对集成电路行业在需求层面形成强劲的支撑。随着集成电路加工特征线宽的缩小，芯片制造的新增长产能主要在80nm以下，英特尔近期32nm制程生产已经开始量产，芯片的小型化带动了加工量的上升，由于每个芯片都需要进行封装，这无疑在数量层面上增加了对IC封装的需求。经过这次危机，大多数IDM企业不仅放弃了对封测环节的新增投资，而且还将现有产能中一些附加值相对较低的外包或转移。我们判断上述因素使专业封测企业进入一段黄金发展时期。
- 客户优质，承接产能转移占先机。**公司由于股东富士通的背景，在技术积累和海外市场开拓方面走在国内封测企业前列，全球前20大半导体企业已经有14家成为公司客户，前10大企业中有8家是公司客户，这也使得在IDM厂封测环节加速外包过程中，公司更容易获得更多的外包订单。除富士通公司已经承诺将QFP/LQFP产能完全转给公司外，东芝也计划将公司发展为一个稳定的大配套商，日前与公司签订了合作意向，计划由无锡东芝与公司成立合资企业，未来公司将成为日本东芝在后道外包事业的重要合作伙伴。
- 围绕高端扩产，毛利率将稳定提升。**公司未来扩产将主要围绕附加值高的产品，低于20%毛利水平的产品产能将不再增加。2010年公司计划QFN产能扩大近一倍，BGA等产品产能也将成倍增加。BGA等高附加值产品已经获得了很多企业的认可，其中包括3G手机芯片设计企业，未来3G手机用户的爆发增长将使公司该项业务直接受益。公司完全自主开发的new-WLP封装技术可以极大的降低目前WLP封装的成本，从而将会使WLP的应用领域得到极大拓展，2011年可能对公司业绩有巨大的提升。
- 盈利预测与估值。**我们预测公司2009-2011年EPS分别为0.15、0.35和0.49元。考虑到整个行业处于明显的景气上升周期中，未来3年净利润复合增长率在40%左右，并且与东芝合资公司进展可能构成股价的催化剂。我们认为给予公司10年35-40xPE是合适的，对应目标价格区间为12.2-13.9元，给予公司增持-A的投资评级。公司存在的主要风险在于，如果人民币汇率大幅升值或原材料价格大幅上涨会降低公司的毛利率水平。

评级：

增持-A

上次评级：中性-A

目标价格：12.20 元

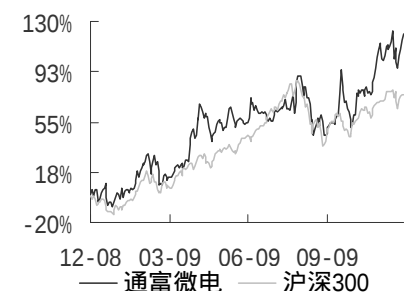
期限：3 个月 上次预测：现价：10.45 元

报告日期：2009-12-04

市场数据

总市值(百万元)	3,627.20
流通市值(百万元)	986.48
总股本(百万股)	347.10
流通股本(百万股)	94.40
12 个月最高/最低	5.48/10.70 元
十大流通股股东(%)	7.85%
股东户数	26,730

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.07	28.43	39.17
绝对收益	13.04	45.13	120.26

研究员

侯利

行业分析师

010-66581625 houli@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,124.2	1,189.2	1,211.3	1,617.2	2,049.4
Growth(%)	9.5%	5.8%	1.9%	33.5%	26.7%
净利润	75.7	44.5	50.7	120.7	171.4
Growth(%)	-15.3%	-41.2%	13.9%	138.0%	42.1%
毛利率(%)	16.1%	14.9%	15.7%	17.1%	17.9%
净利润率(%)	6.7%	3.7%	4.2%	7.5%	8.4%
每股收益(元)	0.22	0.13	0.15	0.35	0.49
每股净资产(元)	2.84	2.90	3.00	3.24	3.58
市盈率	47.9	81.5	71.5	30.1	21.2
市净率	3.7	3.6	3.5	3.2	2.9
净资产收益率(%)	7.7%	4.4%	4.9%	10.7%	13.8%
ROIC(%)	14.1%	8.7%	7.4%	17.8%	18.5%
EV/EBITDA	10.8	11.5	14.3	10.8	8.6
股息收益率	0.3%	0.7%	0.4%	1.0%	1.4%

前期研究成果

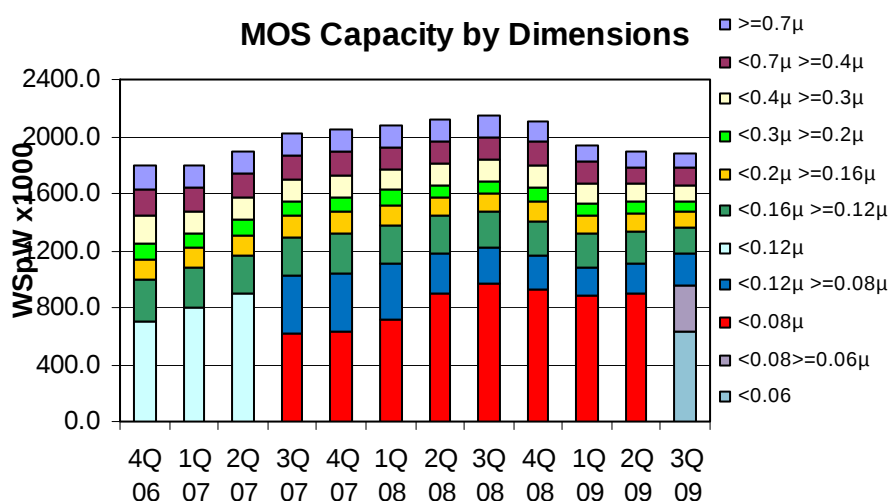
通富微电：业绩低于预期，资本结构改善带来 08 年增长	2008-03-17
IPO 后，更上一层楼	2007-08-16

1. 封测业进入黄金发展期

第一，终端消费电子均出现了新的平台，中国 3G 的发展推动智能手机出货量快速增长，液晶电视进入大规模普及阶段、windows7 发布催生 PC 换机潮，电子书、微投影等新产品开始进入市场并逐步放量。我们认为在金融危机后，在新技术和新产品平台驱动下，电子行业进入一轮增长周期，这对集成电路行业在需求层面形成强劲的支撑。

第二，从集成电路行业来看，随着集成电路加工特征线宽的缩小，芯片制造的新增长产能主要在 80nm 以下，英特尔近期 32nm 制程生产已经开始量产，芯片的小型化带动了加工量的上升，由于每个芯片都需要进行封装，这无疑在数量层面上增加了对 IC 封装的需求。

图 1 全球不同加工线宽集成电路制造工艺产能比重变化



数据来源：SIA 安信证券研究中心

第三，金融危机前 IDM 厂商对封测环节的资本投资比较谨慎，对封测环节外包游移不定，经过这次危机，大多数 IDM 企业不仅放弃了对封测环节的新增投资，而且还将现有产能中一些附加值相对较低的外包或转移。从而使得在行业出现复苏后，封测企业复苏力道强于整个半导体业。由于这种封测外包和芯片小型化趋势均是在危机后刚刚出现，未来几年专业封测企业的产能均呈现不足态势，日前台湾日月光、硅品等企业公布明年资本开支计划，日月光资本开支增长将接近翻番，规模资本开支增长均将超过 40%，Gartner 预测 2010 年全球半导体封测业资本开始将超过 40%。尽管专业封测企业资本开支大增，但由于过去几年产能增加有限且 IDM 厂外包产能趋势明显，整个封测环节产能预计仍然比较紧张。

综上所述，我们判断未来几年专业集成电路封测企业将迎来一段黄金发展期。

表 半导体行业资本开支预测

	2008	2009	2010	2011	2012
Semiconductor Capital Spending	43,983.9	22,666.3	30,700.0	42,855.8	50,309.8
Growth (%)	-30.5	-48.0	34.3	39.6	17.4
Capital Equipment	30,659.3	15,978.8	22,228.0	30,909.8	36,461.3
Growth (%)	-31.7	-47.9	39.1	39.1	18.0
Wafer Fab Equipment	24,213.9	12,150.2	16,799.6	23,983.0	28,606.1
Growth (%)	-32.8	-49.8	38.3	42.8	19.3
Packaging and Assembly Equipment	3,999.8	2,275.3	3,195.9	4,055.8	4,576.5
Growth (%)	-24.5	-43.1	40.5	26.9	12.8
Automated Test Equipment	2,445.5	1,553.3	2,232.5	2,871.0	3,278.6
Growth (%)	-31.2	-36.5	43.7	28.6	14.2
Other Spending	13,324.7	6,887.5	8,472.0	11,946.0	13,848.5
Growth (%)	-27.8	-48.3	23.0	41.0	15.9

数据来源：Gartner 安信证券研究中心

2. 优质客户结构使公司承接产能转移占得先机

公司由于股东富士通的背景，在技术积累和海外市场开拓方面走在国内封测企业前列，全球前 20 大半导体企业已经有 14 家成为公司客户，前 10 大企业中有 8 家是公司客户，这也使得在 IDM 厂封测环节加速外包过程中，公司更容易获得更多的订单。

公司与股东富士通公司已经签订了产能外包的协议，目前还主要是承接 QFP 和 LQFP 生产线，全面承接后，公司该类产品产能增加将超过 1 倍，我们预计未来富士通会将更多产品的产能转移给公司。为了能够顺利实现承接，公司派出多批次员工到富士通进行培训学习，希望承接的不仅仅是产能，还有生产流程管理、质量控制等软技术，从而使公司生产效率得到全面提升。

除富士通公司已经承诺将 QFP/LQFP 产能完全转给公司外，东芝也计划将公司发展为一个稳定的大配套商，日前与公司签订了合作意向，计划由无锡东芝与公司成立合资企业，公司将成为日本东芝在后道外包事业的重要合作伙伴和其在中国的战略合作伙伴，对公司成为世界集成电路行业高端领域专业的封装测试服务提供商将会起到积极的作用。

3. 产能扩张围绕高毛利产品展开

其次从技术层面来看，公司一贯重视对技术研发的投入和对前沿技术的追踪，申报了 4 项 02 专项项目，在 BGA、MCM、MEMS 等先进封装产品实现了批量生产，公司完全自主开发的 new-WLP 封装技术可以极大的降低目前 WLP 封装的成本，从而将会使 WLP 的应用领域得到极大拓展，公司计划 2010 年底建设中试线，年底小批量生产，2011 年可能对公司业绩有巨大的提升。

2010 年公司 QFN 产品产能扩大近一倍，BGA 将形成年 3000-4000 万只的产能。从 BGA 需求来看，公司已经获得了多家企业的认可，其中包括 3G 手机芯片设计企业，未来 3G 手机用户的爆发增长将使公司该项业务直接受益。公司未来扩产将主要围绕附加值高的产品，低于 20%毛利水平的产品产能将不再增加。

在中低端的 DIP、QFP、SOP 等封装形式，公司主要采取一种维持策略，在不增加产能的情况下通过有选择的承接一些技术含量和附加值较高的产品订单，以保证在产品价格趋降形势下保持毛利率水平的稳定。

公司推迟了 2 年的 3 期厂房建设也将于近期奠基启动。公司为应对未来扩产的需求，已经将增发列上了议事日程。

4. 02 专项资金提升公司盈利水平

2010 年开始，国家 02 专项的支持资金将陆续拨付给公司，总资助金额上亿元，从而极大缓解公司在研发经费上的压力，增加公司的净利润。由于专项资金首批拨付金额目前还不确定，公司 09 年业绩仍具有比较大的弹性。

5. 盈利预测与估值

我们预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.15、0.35 和 0.49 元，其中 10 年获得的政府资助假设为 3000 万。考虑到整个行业处于明显的景气上升周期中，公司拥有优质的客户结构和处于领先的技术水平，未来 3 年净利润复合增长率在 40%左右，并且与东芝合资公司进展可能构成股价的催化剂。我们认为给予公司 10 年 35-40xPE 是合适的，对应目标价格区间为 12.2-13.9 元，恢复覆盖，给予公司增持-A 的投资评级。公司存在的主要风险在于，如果 2010 年人民币汇率大幅升值或原材料价格大幅上涨，会降低公司的毛利率水平。

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-12-3**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,124.2	1,189.2	1,211.3	1,617.2	2,049.4	成长性					
减: 营业成本	943.3	1,011.9	1,020.6	1,340.3	1,682.3	营业收入增长率	9.5%	5.8%	1.9%	33.5%	26.7%
营业税费	0.4	0.6	0.6	0.8	1.0	营业利润增长率	-19.4%	-35.0%	5.5%	106.5%	49.3%
销售费用	7.7	6.1	6.7	8.9	11.3	净利润增长率	-15.3%	-41.2%	13.9%	138.0%	42.1%
管理费用	38.0	67.3	84.8	97.0	123.0	EBITDA 增长率	3.5%	-5.8%	-0.9%	37.9%	21.2%
财务费用	49.1	45.6	33.0	48.2	48.1	EBIT 增长率	-9.1%	-24.6%	-9.8%	84.3%	34.9%
资产减值损失	3.1	3.9	9.0	5.0	9.0	NOPLAT 增长率	-5.3%	-27.7%	-12.6%	105.3%	31.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.8%	3.6%	-14.8%	26.2%	-1.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	176.7%	2.0%	3.4%	8.1%	10.7%
营业利润	82.6	53.7	56.7	117.0	174.7	利润率					
加: 营业外净收支	2.2	0.1	3.0	25.0	27.0	毛利率	16.1%	14.9%	15.7%	17.1%	17.9%
利润总额	84.9	53.8	59.7	142.0	201.7	营业利润率	7.4%	4.5%	4.7%	7.2%	8.5%
减: 所得税	9.2	9.3	8.9	21.3	30.2	净利率	6.7%	3.7%	4.2%	7.5%	8.4%
净利润	75.7	44.5	50.7	120.7	171.4	EBITDA/营业收入	23.4%	20.8%	20.3%	20.9%	20.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.7%	8.4%	7.4%	10.2%	10.9%
货币资金	614.1	464.9	501.5	379.5	545.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	313	309	294	220	174
应收帐款	245.1	193.3	24.8	342.8	434.4	流动营业资本周转天数	-15	-3	-22	-10	17
应收票据	-	0.3	8.0	10.6	13.5	流动资产周转天数	238	275	227	184	193
预付帐款	9.3	31.7	31.7	31.7	31.7	应收帐款周转天数	73	68	33	41	71
存货	124.2	133.6	137.0	181.8	227.7	存货周转天数	38	39	41	36	36
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	-	0.0	总资产周转天数	563	598	545	425	379
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	307	318	294	229	201
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	7.7%	4.4%	4.9%	10.7%	13.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.6%	2.4%	2.8%	6.0%	7.5%
固定资产	1,039.9	1,000.5	976.1	1,001.8	975.1	ROIC	14.1%	8.7%	7.4%	17.8%	18.5%
在建工程	19.3	29.3	91.7	48.3	39.7	费用率					
无形资产	20.0	18.8	17.6	16.5	15.5	销售费用率	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
其他非流动资产	3.4	2.0	7.4	7.3	7.3	管理费用率	3.4%	5.7%	7.0%	6.0%	6.0%
资产总额	2,075.3	1,874.3	1,795.8	2,020.4	2,290.3	财务费用率	4.4%	3.8%	2.7%	3.0%	2.3%
短期债务	318.7	246.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	8.4%	10.0%	10.3%	9.5%	8.9%
应付帐款	303.0	146.0	307.6	403.9	507.0	偿债能力					
应付票据	107.6	159.3	139.8	183.6	230.5	资产负债率	52.5%	46.4%	42.1%	44.4%	45.7%
其他流动负债	8.6	24.6	29.1	29.1	29.1	负债权益比	110.5%	86.4%	72.7%	79.7%	84.1%
长期借款	139.8	165.0	165.0	165.0	165.0	流动比率	1.05	1.18	1.21	1.31	1.44
其他非流动负债	7.1	8.5	8.2	8.2	8.2	速动比率	0.92	0.99	0.97	1.06	1.17
负债总额	1,089.2	868.9	756.0	896.2	1,046.1	利息保障倍数	2.68	2.18	2.72	3.43	4.63
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	267.0	267.0	347.1	347.1	347.1	DPS(元)	0.03	0.08	0.04	0.10	0.15
留存收益	718.5	737.2	692.6	777.1	897.1	分红比率	15.5%	60.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	986.0	1,005.4	1,039.7	1,124.2	1,244.2	股息收益率	0.3%	0.7%	0.4%	1.0%	1.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	75.7	44.5	50.7	120.7	171.4	EPS(元)	0.22	0.13	0.15	0.35	0.49
加: 折旧和摊销	132.6	149.6	155.8	173.2	187.5	BVPS(元)	2.84	2.90	3.00	3.24	3.58
资产减值准备	3.1	3.9	9.0	5.0	9.0	PE(X)	47.9	81.5	71.5	30.1	21.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	3.6	3.5	3.2	2.9
财务费用	44.4	48.0	45.9	33.0	48.2	P/FCF	-37.0	-29.3	-82.4	-30.7	19.8
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	3.2	3.1	3.0	2.2	1.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	10.8	11.5	14.3	10.8	8.6
营运资金的变动	111.5	-10.1	315.3	-247.8	1.7	CAGR(%)	16.8%	56.7%	66.0%		
经营活动产生现金流量	375.8	231.1	563.8	99.3	417.8	PEG	2.8	1.4	1.1	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-399.4	-233.3	-201.1	-151.1	-151.1	ROIC/WACC	1.5	0.9	0.8	1.8	1.9
融资活动产生现金流量	443.8	-201.7	-301.3	-84.4	-99.5	REP	1.9	2.9	5.0	1.7	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034