

公司报告

受益国家政策倾斜，高增长路径明晰

电子元器件

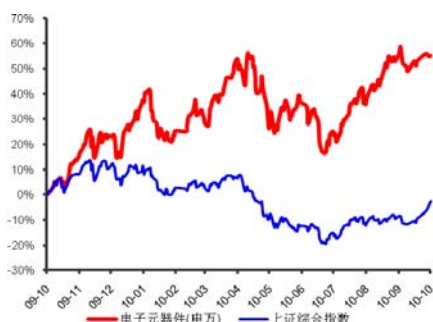
2010年10月26日

——通富微电（002156）深度研究报告

评级：推荐（维持）

合理价格：20.7-23.6元

所在行业最近52周走势：



相关报告：

《通富微电-承接东芝产能转移，走出第一步》2010/2/10

《今年增长确定，明后年技术升级》2010/1/5

报告作者：

国联证券研究所物联网小组

组长：韩星南

执业证书编号：S0590210020001

联系人：

卢文汉

电话：0510-82832380

Email: luwh@glsc.com.cn

熊云彩

电话：021-38991500-791

Email: xiongye@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资要点：

● **封装测试环节在集成电路产业链中产值占比将逐渐提高，国家政策对封测支持力度加大。**由于晶体管间距水平已近物理极限（15纳米），厂商逐渐转为在堆叠上寻求空间（双核，N核）。由于堆叠对封测的技术要求和参与程度都较高，堆叠产品封装产值占比约为20%。国家政策从之前的偏向支持前端变为全产业链支持，主要因素是：1）仅支持前端无法形成产业链协同效应；2）封测产业本质属于制造业，相对于芯片制造进入门槛较低，而中国具有良好的制造业基础能够使得发展封测产业更容易出成果。

● **踏实承接产能转移，短期高增长确定，长期增长路径明晰。**公司与众多知名半导体厂商建立融洽的合作关系，并逐渐过渡到深度合作，短期的高增长源于新产品如BGA、WLP等产品驱动，长期增长源于IDM厂商的产能持续转移。相对于国内同行，公司规模和客户优势明显；相对于台湾同行，公司在技术上差距缩小，享有成本优势。

● **拟增发募集资金建设新产能，2年再造一个通富微电。**公司3月份公告增发预案，拟增发不超过10亿元人民币用于二期、三期扩建，根据项目可行性研究报告，二期、三期项目建设期均为两年，两期项目达产后正常年收入19.2亿元，两期项目达产后正常税后利润约为1.96亿元。

● **维持“推荐”评级，合理价格提升至20.7-23.6元。**根据我们的预测，2010-2012年，公司EPS分别为0.45、0.59、0.76元。我们给予公司2011年35-40倍市盈率，合理价格为20.7-23.6元。维持“推荐”评级。

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,189.19	1,237.93	1,706.83	2,227.11	2,782.87
YOY(%)	5.8%	4.1%	37.9%	30.5%	25.0%
营业利润	53.71	71.58	171.72	228.04	297.93
归属母公司净利润	44.52	60.23	157.86	205.74	265.14
EPS(元)	0.17	0.17	0.45	0.59	0.76
ROA(%)	2.4%	2.9%	6.1%	6.7%	8.0%
ROE(%)	4.4%	5.7%	13.2%	15.2%	16.9%
P/E	96.0	92.2	35.2	27.0	20.9
P/B	4.2	5.2	4.7	4.1	3.5

目 录

一、 概述：成长行业中的领先企业	4
1.1. 公司简介：国内领先的集成电路封测厂商	4
1.2. 行业：设计、制造、封测已成IC经典产业链	5
1.3. 封测产业：市场规模庞大	6
二、 行业发展趋势：封测在产业链中地位上升	6
2.1. 趋势一：未来仍将是延续经典产业链模式	7
2.2. 趋势二：技术发展提升封测在产业链中地位	8
2.3. 趋势三：封测产业向中国大陆地区转移	8
三、 产业政策：扶持力度更强，向封测环节倾斜	9
3.1. 发展集成电路行业是国家意志	9
3.2. 政策支持方向：向封测领域倾斜	10
四、 公司发展进入重要机遇期，短期高增长确定	11
4.1. 未来两年将是公司发展的重要机遇期	11
4.2. 短期高增长已确定，长期增长有保障	12
五、 公司竞争优势显著，战略方向明确	13
5.1. 竞争力分析：客户、规模、技术优势明显	13
5.2. 战略定位明确：专注主业，强化合作	14
六、 财务分析与估值	15
6.1. 财务分析：五年CAGR为 20%，毛利率稳定	15
6.2. 给予推荐评级，合理价格 20.7-23.6 元	17
七、 风险因素	18
附录：台湾封测厂商营收情况	20

图表目录

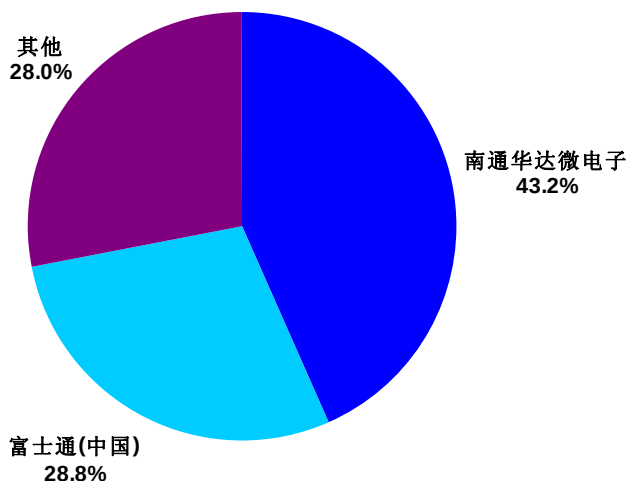
图表 1: 通富微电股权结构图	4
图表 2: 2009 年中国前十大半导体厂商排名 (营收单位, 百万美元)	5
图表 3: IC 产业链	5
图表 4: 2009 年前十大半导体厂商排名 (营收单位, 百万美元)	6
图表 5: 国内封测产业产值 (单位: 亿元)	6
图表 6: 全球封测代工产业产值 (单位: 百万美元)	6
图表 7: IC 产业技术发展路径图	7
图表 8: 全球封测产业 IDM 厂商和专业代工厂商规模	7
图表 9: IDM 厂商和专业代工厂商在封测产业市场中占比	7
图表 10: 台湾 IC 产业中设计、制造和封测的比重	8
图表 11: 台湾 IC 产业中三个分类子行业产值增速	8
图表 12: 近年国内集成电路进出口额 (单位: 亿美元)	9
图表 13: 中国集成电路产业的销售收入及增速 (单位: 亿元)	9
图表 14: 全球半导体市场规模及增速 (单位: 亿美元)	12
图表 15: 北美半导体设备 BB 值	12
图表 16: 通富微电承接产能转移图	13
图表 17: 公司经营环境分析——五力分析图	13
图表 18: 公司近年销售收入 (单位: 百万)	16
图表 19: 全球封测代工市场市场规模 (单位: 亿美元)	16
图表 20: 通富微电销售毛利率、ROE、ROA	16
图表 21: 通富微电、长电、日月光销售毛利率对比	16
图表 22: 通富微电、长电、日月光资产负债率对比	17
图表 23: 通富微电、长电科技的流动比率和速动比率	17
图表 24: 可比公司估值情况 (2010-10-25)	18
图表 25: 日月光 营业收入、营业收入增长率及毛利率 (单位: 百万新台币)	20
图表 26: 矽品精密营业收入、营业收入增长率及毛利率 (单位: 百万新台币)	20

一、概述：成长行业中的领先企业

1.1. 公司简介：国内领先的集成电路封测厂商

通富微电为中日合资公司，于2007年上市，大股东为南通华达微电子集团有限公司，外资方富士通（中国）有限公司为第二大股东。富士通（中国）有限公司是富士通株式会社在中国的全资子公司，富士通株式会社在2009年全球半导体厂商中排名第18位。

图表 1：通富微电股权结构图



数据来源：公司公告，国联证券研究所

公司自成立以来，专注于集成电路封装测试领域，已成长为国内领先的集成电路行业封装测试公司。2009年中国十大封测公司中，本公司（南通华达微电子下面的主要企业）和长电科技（江苏新潮科技集团下面的主要企业，除去分立器件业务，两公司集成电路封测业务规模相当）是仅有的进入前十的两家本土企业。

图表 2: 2009 年中国前十大半导体厂商排名 (营收单位, 百万美元)

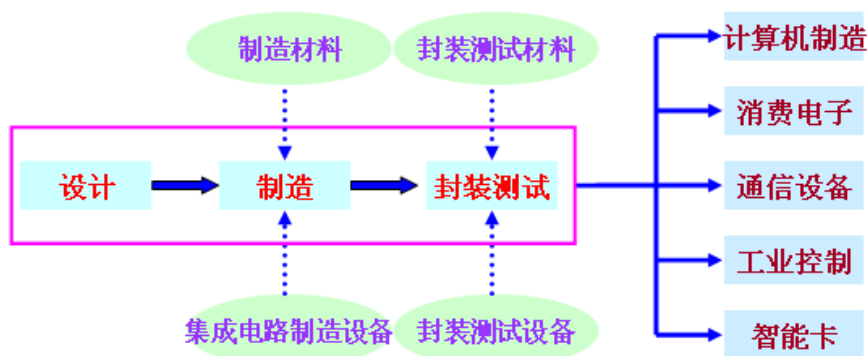
2009 排名	企业	2009 营收 (亿元)
1	飞思卡尔半导体 (中国)	65.88
2	威讯联合半导体 (中国)	52.85
3	江苏新潮科技集团	42.24
4	上海松下半导体	29.53
5	深圳赛意法	27.91
6	南通华达微电子	27.21
7	三星电子 (电子)	20.80
8	日月光封装测试 (上海)	19.92
9	瑞萨半导体 (北京)	19.10
10	英飞凌科技 (无锡)	18.58

数据来源: 国联证券研究所

1.2. 行业: 设计、制造、封测已成IC经典产业链

集成电路行业由于技术的复杂性, 不断向专业化发展, 分化为IC设计业、芯片制造业和IC封装测试业三个子产业群。一块封测好的集成电路芯片首先由设计公司完成电路的设计, 然后由芯片制造厂完成芯片的制造, 封装厂将根据芯片的使用环境不同对芯片实现不同形式的封装, 在经过测试后就可以交付给下游整机厂商, 如计算机、通信设备、消费电子等厂商。

图表 3: IC 产业链



数据来源: 世经未来, 国联证券研究所

集成电路企业经营模式可以分为两大类: 一类是实力雄厚的IDM厂商 (Integrated Device Manufacturers, 集成设备制造商, 其特征是经营范围覆盖IC设计、芯片制造、封装测试, 甚至下游的终端产品制造), 如三星、英特尔、德州仪器、东芝、意法半导体等, 全球前十大半导体厂商大多为IDM厂商; 另一类是专注于产业链中某一环节的专业化厂商, 如专注于IC设计的高通、联发科、士兰微, IC芯片制造厂商台积电、联电、中芯国际, IC封装测试厂商日月光、矽品、通富微电、长电科技等。

图表 4: 2009 年前十大半导体厂商排名 (营收单位, 百万美元)

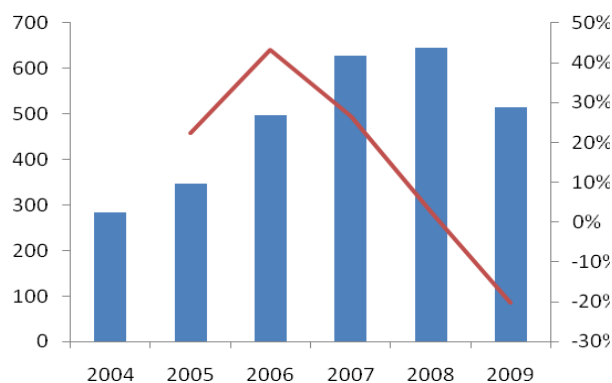
2009, 排名	2008 排名	企业	2009 营收	2009 市占率	2008 营收
1	1	英特尔	31,990	14.20%	33,814
2	2	三星电子	17,827	7.90%	17,391
3	3	东芝	9,749	4.30%	10,601
4	4	德州仪器	9,576	4.20%	10,593
5	5	意法半导体	8,428	3.70%	10,270
6	8	高通	6,503	2.90%	6,477
7	9	海力士	6,150	2.70%	6,010
8	7	瑞萨科技	5,670	2.50%	7,081
9	11	超微半导体	4,820	2.10%	5,361
10	6	英飞凌	4,530	2.00%	8,461

数据来源: Gartner, 国联证券研究所

1.3. 封测产业: 市场规模庞大

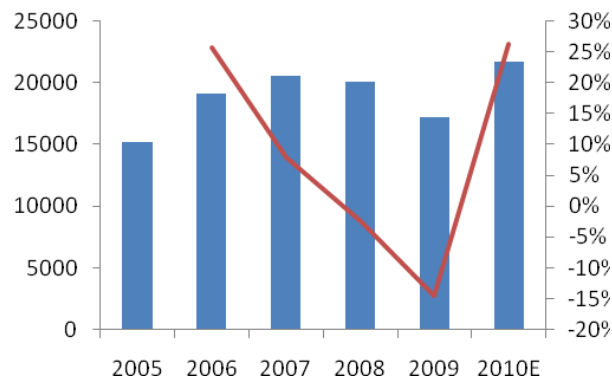
2009年全球封测代工市场规模为172亿美元, 中国封测产业产值为514亿元。日月光、Amkor是全球最大的两家封测代工厂商, 其市场份额超过50%。在国内, 封测市场的集中度不高, 规模较大的是主要外资IDM厂商的配套封测厂, 通富微电和长电科技是内资封测产业中的领导厂商。随着全球半导体行业在2009年下半年开始复苏, 封测行业预计2010年会有26%的增幅。

图表 5: 国内封测产业产值 (单位: 亿元)



数据来源: 赛迪顾问, 国联证券研究所

图表 6: 全球封测代工产业产值 (单位: 百万美元)



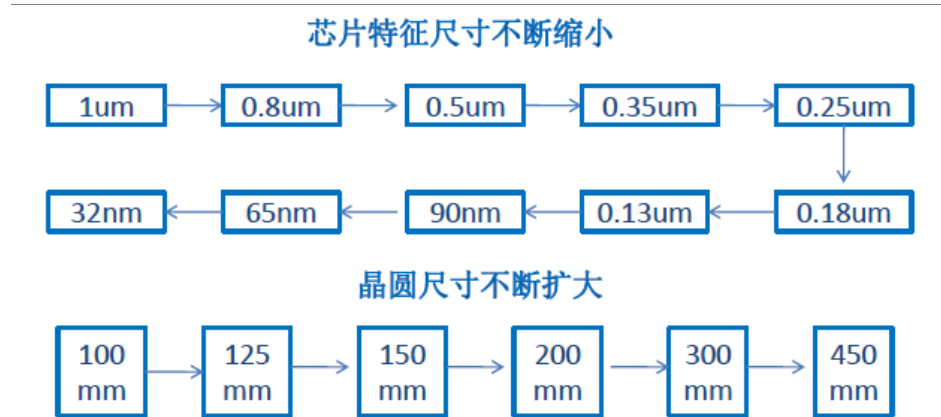
资料来源: Gartner, 国联证券研究所

二、行业发展趋势: 封测在产业链中地位上升

2.1. 趋势一：未来仍将是延续经典产业链模式

未来的趋势是延续经典产业链模式，IDM厂商越来越少。根据调研和研究，我们认为未来IC产业分工合作的趋势会越来越明显，这至少有两点原因：首先，封测环节由于台湾、大陆等地区拥有成本优势，已有很多IDM(Integrated Device Manufacturer)厂商都将自己部分产品的封测交给专业的封测厂商完成；其次，由于摩尔定律的作用，芯片制造的投资越来越大，即使是一些实力强大的厂商也难以独立承担芯片制造厂的投资。已经有IDM厂商明确表示在65nm之后不会自行生产芯片，如德州仪器和飞思卡尔已不会在65nm之后自己生产，而将芯片制造环节外包，这必然造成集成电路封测的外包。因此，行业的趋势是不断走向专业化，专业化的芯片制造厂商和封测厂商将会从这一趋势中获益。

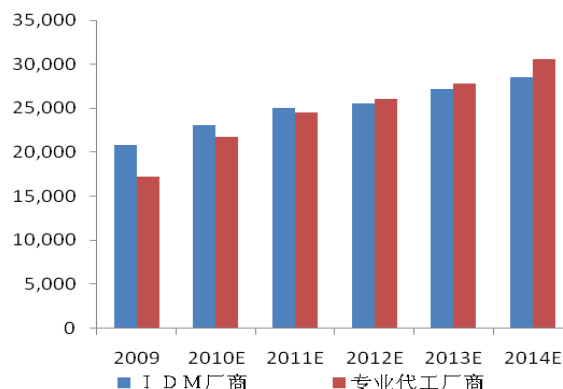
图表 7：IC 产业技术发展路径图



数据来源：国联证券研究所

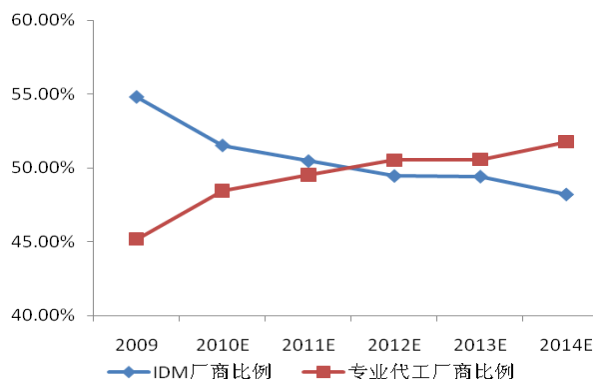
知名半导体行业咨询机构Gartner预计在2012年，专业代工厂商的封测市场规模将会超过IDM厂商的封测产业规模。

图表 8：全球封测产业 IDM 厂商和专业代工厂商规模



数据来源：Gartner，国联证券研究所

图表 9：IDM 厂商和专业代工厂商在封测产业市场中占比

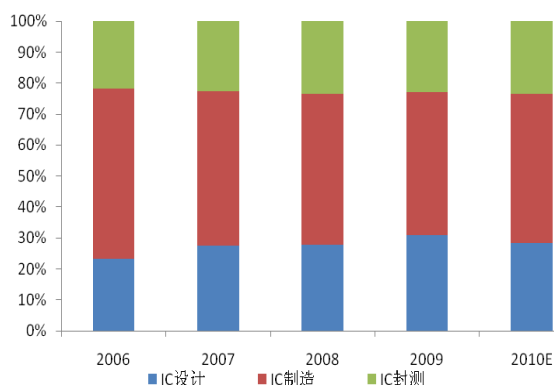


资料来源：Gartner，国联证券研究所

2.2. 趋势二：技术发展提升封测在产业链中地位

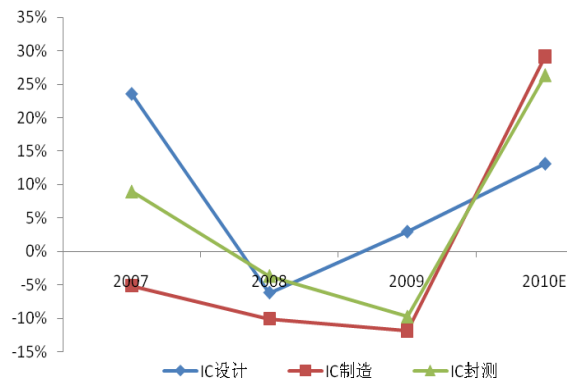
技术发展提升封测在产业链中的地位，封测在产业链中的产值比重不断提升。在集成电路的三个环节中，封装测试被认为是技术含量最弱的环节，但是集成电路技术的发展正在改变这一看法。主要原因是：芯片发展是两个方向，一是晶圆尺寸的扩大（从4寸到18寸），二是晶体管间距的缩小化（从微米到纳米）。但当前的晶体管间距水平已近物理极限，芯片的发展方向变为在堆叠上寻求空间。由于封测在堆叠上的技术难度和参与程度都较高，所以所占产值比例上升。在集成电路发展初期，封测环节的产值占比不到10%，在目前主流的BGA、WLP产品当中，封测环节的产值占比已在20%以上。在今后的系统级封装中，封测环节产值的比重还将会更高。

图表 10：台湾 IC 产业中设计、制造和封测的比重



数据来源：TSIA，国联证券研究所

图表 11：台湾 IC 产业中三个分类子行业产值增速



资料来源：TSIA，国联证券研究所

2.3. 趋势三：封测产业向中国大陆地区转移

封测产业近年来不断向中国大陆地区转移，这主要由于中国具备以下优势：

首先，中国拥有制造业基础和成本优势，与外资封测厂商技术差距缩小。封测产业本质上属于制造业，中国具有良好的制造业基础。经过多年的发展，中国已成为制造业大国和世界工厂，具有良好的基础设施、众多熟练的技术人才以及制造业经验。此外，中国的工资等生产要素价格远低于发达国家，将封测产业转移到中国能够为厂商带来成本优势。因此，富士通、东芝、海力士等众多国际半导体厂商近年来不断将封测环节转移到中国，将其业务交给合资公司或者国内的本土企业。另外，近年来国内企业的技术进步速度较快，与台湾企业的技术差距逐渐缩小，在中低端产品上具有较强的竞争优势，

并开始向高端封测技术进军。

其次，将封测产业转移到中国具有贴近市场的优势。集成电路主要应用于PC、通信产品、消费电子、工业控制等领域，而我国是电子产品的最大生产国，因此国内在发展封测产业以及承接国际封测产业转移上具有贴近市场的优势。

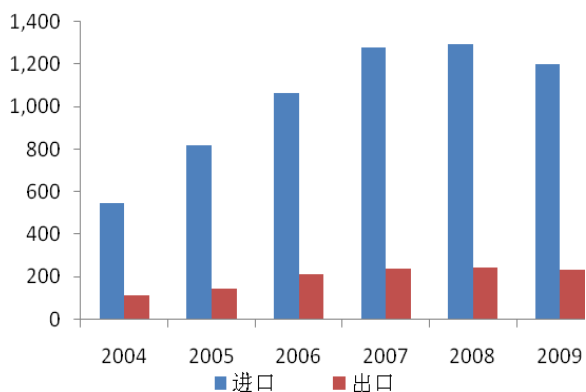
第三，国内已经具有完整产业链。国内的长三角地区已具有完整的产业链：国内的封测厂商主要集中在长三角地区，封测产业的主要原材料供应商也都集中在长三角地区。另外，该地区的上海、苏州、无锡等地都有国家集成电路产业基地，众多的集成电路设计企业以及芯片制造企业集中在这一地区，整个产业链已日趋成熟。

三、产业政策：扶持力度更强，向封测环节倾斜

3.1. 发展集成电路行业是国家意志

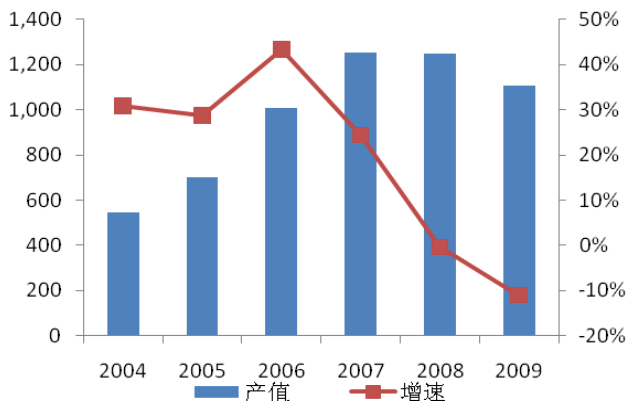
发展集成电路行业已成为国家意志。集成电路应用领域覆盖了几乎所有的电子设备，是计算机、家用电器、数码电子、自动化、通信、航天等诸多产业发展的基础，是现代工业的生命线，也是改造和提升传统产业的核心技术。因此，各国都对IC产业的发展给予大力的支持，中国也不例外，从九五计划到十一五规划，一直将集成电路行业作为重点支持发展的行业。2010年上半年，中国集成电路的进口额为722.5亿美元，中国对集成电路的进口依赖度为80%，这给中国的经济、军事安全带来隐患，因此发展自己的集成电路行业已成为国家意志。

图表 12：近年国内集成电路进出口额（单位：亿美元）



数据来源：中国海关，国联证券研究所

图表 13：中国集成电路产业的销售收入及增速（单位：亿元）



资料来源：赛迪顾问，国联证券研究所

美、日等国在集成电路行业发展过程中，政府支持起到关键作用。集成电路产业可以说是由于美国国防部和宇航局的支持下诞生的，早期的发展主要依靠政府的采购。日本政府在上世纪70年代实施的超大规模集成电路计划，一举超越美国成为世界第一大集成电路生产国，日本的做法成为国家政策支持产业发展的典型。鉴于日本企业撼动了美国IC工业的霸主地位，美国政府实施了总经费为27亿美元的SEMATECH、VHSIC、MMIC等三项计划，成功的支持了美国集成电路企业重新夺回了领先的技术优势和市场优势。台湾、韩国、新加坡集成电路行业的崛起的背后无不存在着政府的背影，他们的成功经验吸引了印度等国家纷纷制定实施集成电路产业发展促进政策。2007年印度就制订了一项总规划达30亿美元的半导体制造工程，并给予集成电路企业众多补助和税收优惠，并在立法上推出六大举措，促进软件产业和集成电路产业的发展。因此，中国要在集成电路发展上取得成就，政府的支持至关重要。

3.2. 政策支持方向：向封测领域倾斜

通过成立封测联盟实现对封测产业的支持。2009年12月30日，国家科技重大专项《极大规模集成电路制造装备及成套工艺》(02专项)组织成立了“集成电路封测产业链技术创新联盟”来实现对封测产业的支持。通富微电和长电科技是02专项的承担主体，因而受益于02专项的支持最大。02专项主要支持企业研发中的设备购买和研发人员费用，其中对研发人员费用是当期支付，设备费用的补贴是平摊在设备折旧期间。

在国内集成电路发展初期，政策主要支持集成电路前端的设计和芯片制造。中国为支持集成电路发展，在上世纪90年代实施了“908工程”和“909工程”，两大工程的承载主体分别为华晶和华虹，主要支持IC设计和芯片制造，重心是在芯片制造方面。然而，这两项工程的实行结果并没缩小国内外IC行业的差距，反而落后的更多。这两项工程失败的原因有很多：如企业本身缺乏自主研发能力，技术和市场在国外，市场研判的失误等，尤其是不具备上下游产业链条造成市场环境的不成熟，这导致了IC企业成长不具备必要的条件。因此，在本世纪初国家基本上停止了对集成电路的大规模的投资。

近年来政策支持开始向封测环节倾斜。政策支持方向的变化有两点原因：一方面是集成电路设计企业出成果不易，缺乏高端人才，不是靠减免税收就能够支撑其发展起来的，芯片制造的发展更需巨额的资金和研发支持；另一

方面是封测产业本质属于制造业，相对于芯片制造进入门槛较低，而中国具有良好的制造业基础能够使得**发展封测产业更容易出成果**。

预计十二五规划对集成电路产业支持力度将会更大。虽然十二五规划尚未出台，但是企业界对十二五规划充满信心，认为在十二五规划中，国家对集成电路产业的支持力度将会更大。工信部副部长杨学山日前表示，将会同有关部委积极推动制定进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的新政策。

四、公司发展进入重要机遇期，短期高增长确定

4.1. 未来两年将是公司发展的重要机遇期

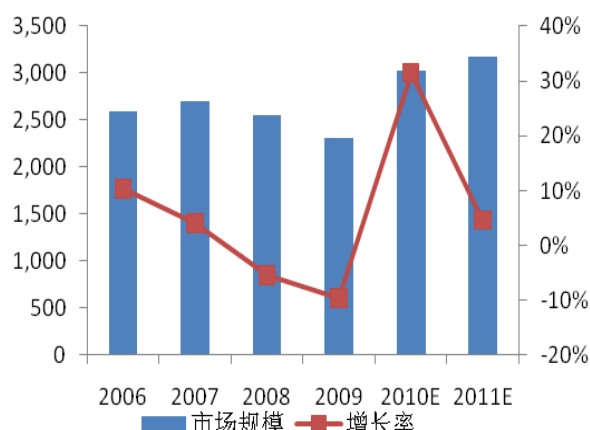
我们判断未来两年将是公司发展的重要机遇期。

首先，半导体行业在未来两年仍将处于景气周期。虽然Gartner预计整个半导体行业在今年将取得31.5%的高增长，明年增长趋势缓和，将会降低为4.6%。但是，行业内对国内市场的预期更为乐观，普遍预测明年会有两位数的增长。半导体资本设备市场的所有部门在2010年的成长表现也格外强劲，2010年全球半导体设备开支有望达到369亿美元，较2009年的166亿美元增长122.1%。北美半导体设备BB值2010年以来一直保持在1.2左右的高位，反映业内看好行业发展，2011年的全球半导体设备开支则有望增长4.9%，成长态度会延续至2012年。

集成电路行业发展趋势是不断走向专业化，公司在承接IDM厂商封测转移上具有优势。前面的分析已经明确地显示出，IDM厂商将会不断减少，行业专业化分工进一步加深。因此IDM厂商会将封测业务不断外包出去，公司作为行业内规模、技术的领先企业，竞争优势显著，战略定位明确，在承接IDM厂商封测业务上拥有丰富的经验，必将在新一波封测产业承接中占据优势地位。

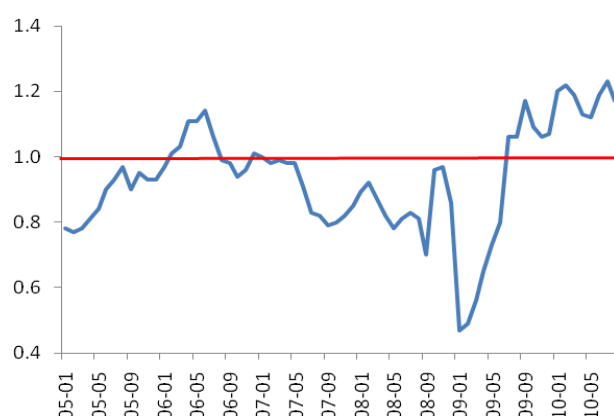
公司得到政府重点扶持，02专项的主要承担者之一。在目前国内经济结构调整的背景下，政府大力支持企业进行自主创新活动。作为行业内的领先者，公司是国家02专项的2个主要承担者之一，是政府重点支持对象，在未来几年公司将持续获得政府的专项补贴。

图表 14: 全球半导体市场规模及增速 (单位: 亿美元)



数据来源: Gartner 2010/09, 国联证券研究所

图表 15: 北美半导体设备 BB 值



资料来源: Semi 2010/09, 国联证券研究所

综上所述,公司在未来两年的发展环境极其优越,是发展的重要机遇期,能够抓住这一机会公司发展将会更上一层楼。

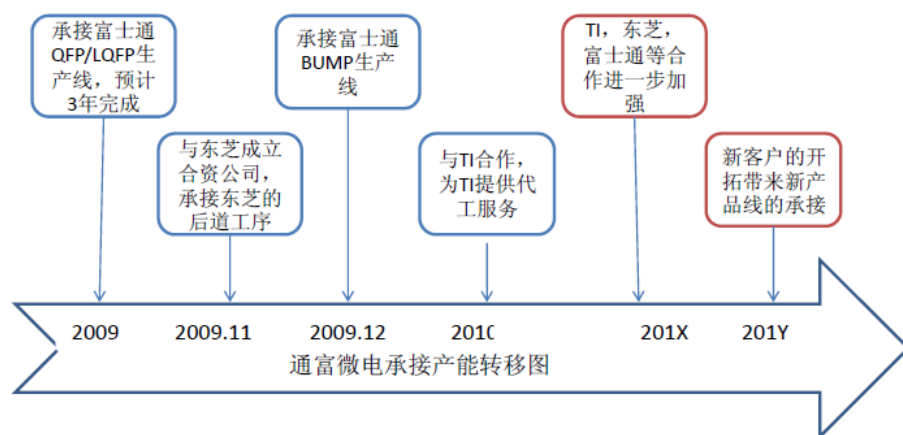
4.2. 短期高增长已确定, 长期增长有保障

受益于行业复苏、承接产能转移和新产品推出,今年高增长确定。Gartner 预计整个半导体行业在今年将取得31.5%的高增长,行业的强劲复苏带动了对各类产品需求;公司承接富士通QFP/LQFP 生产线进展顺利,QFP/LQFP产品今年增量翻番;新产品BGA产量(主要应用于移动电视和手机)迅速增加,销售额预计超过1亿元,约占到今年销售额的7%。因此,行业复苏、产能转移和新品推出共同造就今年高增长。

明年高增长仍将持续。这基于以下原因:首先,行业增速在明年虽然放缓,但我们预期中国仍会保持两位数的高增长,主要依据是行业新增设备投资将进入投产期,产能进一步扩大;其次,明年的新产品WLP将成为业务增长新的驱动因素,目前公司承接富士通BUMP生产线也将在年底完成,BUMP作为WLP产品的前道工序,未来有可能继续承接WLP的产能转移;另外,公司的BGA、QFP/LQFP产品在明年仍会保持强劲增长;综合上述分析,我们认为公司2011年仍会保持高速增长。

受益于IDM厂商封测产业外包,公司的长期增长有保障。公司与东芝的合作目前尚处于磨合阶段,东芝的规模是富士通的三倍,有望在将来承接比富士通更多的产能转移;TI已经明确表示在65nm后不会在自行制造芯片,封测外包是必然的趋势,现有的合作基础将在一两年后带来更大规模的合作;对于其他的大客户,将来也会有类似的需求;因此,公司的长期增长有保障。

图表 16: 通富微电承接产能转移图

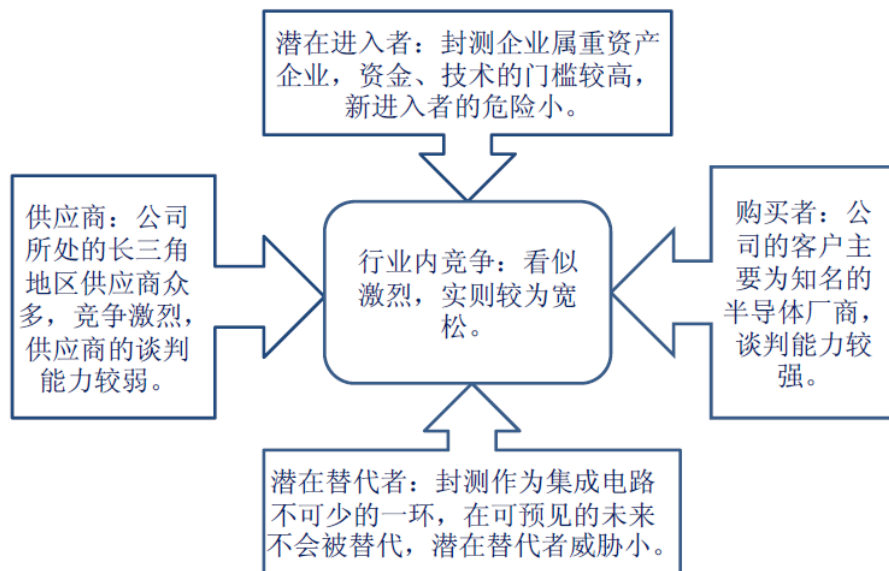


数据来源：公司公告，国联证券研究所

五、公司竞争优势显著，战略方向明确

5.1. 竞争力分析：客户、规模、技术优势明显

图表 17: 公司经营环境分析——五力分析图



数据来源：国联证券研究所

我们通过波特五力模型来分析公司的经营环境。分析如下：

行业内的竞争看似激烈，实则宽松。 目前国内的集成电路封测行业的厂商有三类：IDM厂商在国内的合资或独资厂商，内资的封测厂商，台资的封测厂商。IDM在国内的合资或独资厂商作为IDM厂商的一个组成部分，主要为IDM企业自身服务，与专业封测厂商没有竞争关系。台湾的封测厂商在全

球最具竞争力，受制与台湾对大陆投资的限制，台资封测厂商在国内的投资不大。受益于近年来国内集成电路的快速发展，国内封测厂商与台湾同行的技术差距缩小，并拥有成本优势，在中低端领域已具有竞争优势。国内的封测厂商数量虽然较多，但是规模一般较小，处于行业第一梯队的只有本公司和长电科技，本公司的主要客户来自国外，长电科技的主要业务在国内，双方之间的正面竞争并不明显。

上游供应商众。封装材料主要有引线框架、金丝、塑封树脂等，除了部分高端产品需要进口，国内的长三角地区集中了较多的供应商，原材料的供应有保障，上游供应商的谈判能力较弱。

下游半导体厂商实力雄厚，长期良好合作是基础。公司的主要客户为三星、东芝、富士通、TI、英飞凌等国际知名半导体厂商，实力雄厚，拥有较强的谈判能力。但是能够成为这些知名厂商的后道工序厂商，需要与其经过较长时间的合作，并形成信任关系，一旦获得信任并成为合作方，一般不容易变动，甚至能够获得更多业务。公司目前与富士通、东芝以及TI的合作已经证明，公司有能力和这些知名半导体厂商形成融洽的合作关系。

潜在进入者寥。封测行业属重资产行业，进入封测行业需要巨额投资，有较高的资金门槛；同时，集成电路技术进步速度快，需要进入者有较强的研发能力以跟上行业的发展，技术门槛较高；再者，进入封测行业需要大客户较长时间的认证，需要取得客户的信任。综上所述，潜在进入者的威胁小。

可见未来难有潜在替代者。封测环节作为集成电路行业的后段工序，在可预见的未来不会被替代，潜在替代者的威胁小。

综上所述，相对于国内同行，公司规模和客户优势明显；相对于台湾同行，公司在技术上差距缩小，享有成本优势；并与众多知名半导体厂商建立融洽的合作关系；公司的竞争优势显著。

5.2. 战略定位明确：专注主业，强化合作

专注于封测业务，产品结构不断升级。公司自成立以来就定位于集成电路封测业务，从未发生过改变，在这一领域拥有非常丰富的经验。近年来，公司不断地加强研发，向高端的封装测试技术迈进，推出了BGA、WLP等高端封测产品。公司除了利用自身的研发人员外，2008年就在日本成立JCtech，利用日本的研发人员为公司提供研发服务；今年9月1日，公司与富士通半导体株式会社签订了共建研发中心的意向书，意在加快先进封装技术成果的转化及产业化。此外，国家02专项的实施成为公司向高端封测技术进军的助推器，公司高端封测业务的比重预计在未来几年迅速提升。

不断加强与知名半导体厂商合作，客户资源成为公司发展的长期驱动力。公司的业务的三分之二来自于海外，其客户主要是国际知名的半导体厂商，如三星、东芝、富士通、TI、英飞凌等，公司与这些客户已在长期合作中建立信任关系。公司将会随着这些客户的发展而发展，有望从中获得更多的业务以及产能的转移。例如，富士通不断地将其封测生产线如QFP/LQFP、BUMP转移到本公司；东芝也在去年与公司成立合资公司，现在双方处于磨合期，将来有望获得东芝的更多业务；TI也将其部分设备放在公司，由公司为其提供封测业务，其业务已占到公司业务的5%。随着知名半导体厂商不断地将封测业务外包，公司凭借其长期与这些大客户的合作经验有望在新一波封测产业转移中获益。

开发国内高端客户，提升国内业务比重，降低对海外市场依赖。随着中国集成电路产业环境不断的完善，政府支持不断增加，国内的集成电路企业的发展迅速，国内的客户也不断增多。目前，国内客户的规模普遍较小，但在未来必定会出现一批有实力的大厂商。因此，公司已经开始与一些有一定实力的公司合作，为将其培养成未来的大客户打好基础，同时有利于降低对海外市场的依赖。

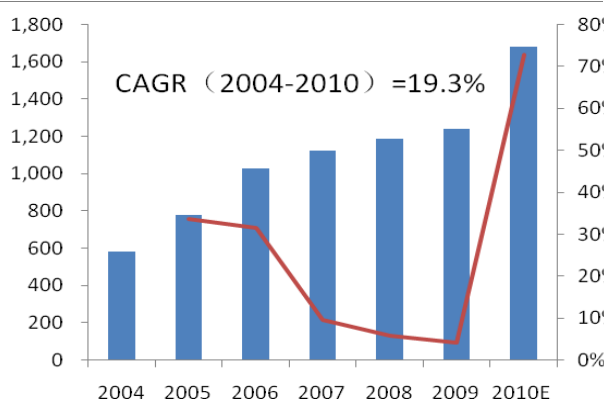
综合分析，公司的战略定位明确，专注主业，强化与客户合作，长期增长有保障。

六、财务分析与估值

6.1. 财务分析：五年CAGR为 20%，毛利率稳定

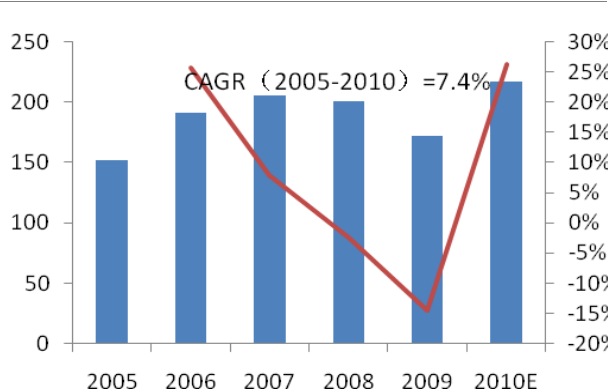
公司的成长性良好，2004-2010的CAGR为19.3%，而全球封测代工市场的年均增长率为7.4%，成长率远高于整个封测代工市场。即使在2008和2009全球半导体行业处于衰退时期，公司仍然能够保持增长。

图表 18: 公司近年销售收入 (单位: 百万)



数据来源: Wind, 国联证券研究所

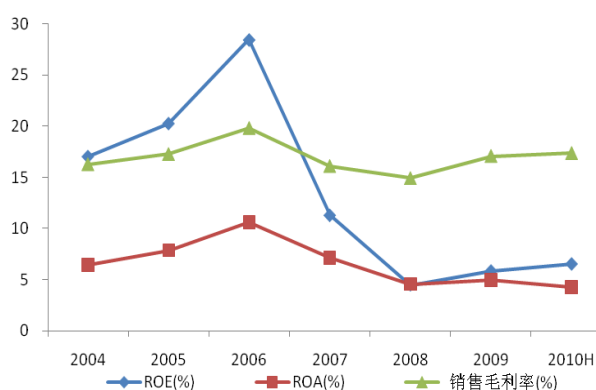
图表 19: 全球封测代工市场市场规模 (单位: 亿美元)



资料来源: Gartner, 国联证券研究所

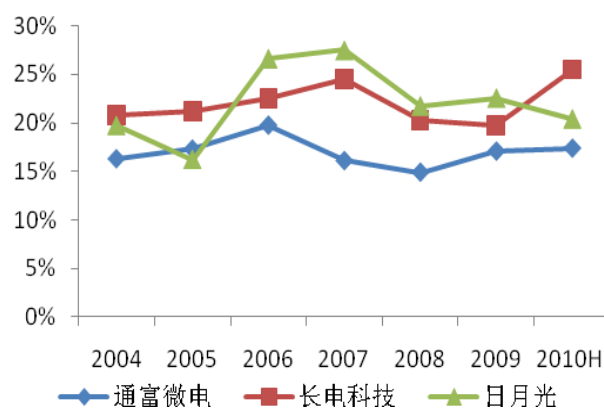
营业毛利率稳中有升, 盈利能力稳定。公司的营业毛利率相比于长电科技和日月光, 虽然要低一点, 但是波动性较小, 一直都较为平稳, 并有上升的趋势, 反映出公司经营较为稳健。考虑到公司规模扩大以及产品结构的调整, 营业毛利率有望获得进一步提升。

图表 20: 通富微电销售毛利率、ROE、ROA



数据来源: Wind, 国联证券研究所

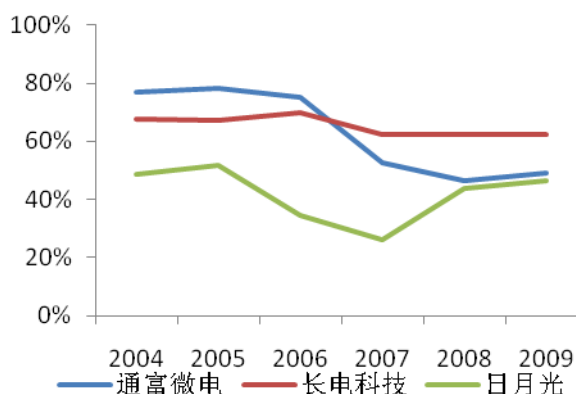
图表 21: 通富微电、长电、日月光销售毛利率对比



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

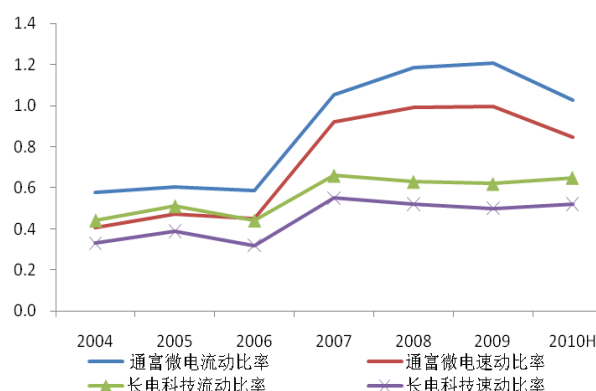
公司资产负债率较为合理, 短期偿债能力有保障。公司自上市后, 负债水平大幅降低, 与日月光的负债水平接近, 而长电科技的资产负债率较高; 从短期偿债能力看, 公司短期偿债能力有保障, 资产负债结构较为合理。

图表 22: 通富微电、长电、日月光资产负债率对比



数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 23: 通富微电、长电科技的流动比率和速动比率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

公司的成长能力良好, 盈利能力稳定, 资本结构合理。根据前面的分析, 在未来两年公司有非常优越的外部环境, 我们相信公司优秀的经营能力使其能够抓住这一机遇, 实现业绩的高速发展, 以及盈利能力的进一步提升。

6.2. 给予推荐评级, 合理价格 20.7-23.6 元

主要假设条件:

1. 公司未发生重大核心技术人员流失等重大破坏性事件。
2. 2011-2012年收入主要增长来自BGA、QFP/LQFP、QFN、BUMP和WLP等新产品。其中2011年主要增长来源大致如下:
 - 1) 原有产品增长率10%;
 - 2) BGA产品新增约1.5亿收入;
 - 3) BUMP和WLP产品新增约1.0亿收入;
 - 4) 其他新产品如QFP/LQFP、QFN等新增约1.0亿收入。
3. 由于新产品占比提升, 公司毛利率分别为18.4%、18.6%、18.6%。

根据我们的预测, 2010-2012年, EPS分别为0.45、0.59、0.76元。集成电路行业未来将继续向行业分工的方向发展, 技术的进步更是加速这一趋势, 代工行业前景看好。对照可比公司的情况, 我们认为行业估值中枢在35-40倍区间, 公司合理价格为20.7-23.6元。

图表 24: 可比公司估值情况 (2010-10-25)

证券代码	公司简称	最新价	EPS (元)				市盈率 (倍)			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
600584.SH	长电科技	13.18	0.03	0.27	0.37	0.47	439	49	36	28
002185.SZ	华天科技	10.75	0.27	0.36	0.50	0.63	40	30	21	17
600460.SH	士兰微	23.11	0.19	0.52	0.77	0.96	122	44	30	24
300077.SZ	国民技术	131.11	1.44	1.68	2.45	3.41	91	78	54	38
002156.SZ	通富微电	16.00	0.17	0.45	0.59	0.76	94	36	27	21
均值							157	47	34	26
中值							94	44	30	24

数据来源: 国联证券研究所, Wind

七、风险因素

汇率风险: 公司业务中出口占三分之二, 汇率波动会对收入产生影响;

新技术研发风险: 封测行业中铜线键合取代金线键合是未来趋势, 公司已开发出类似技术, 但铜线产品占比有待于进一步提高, 否则将面临较大成本压力。

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

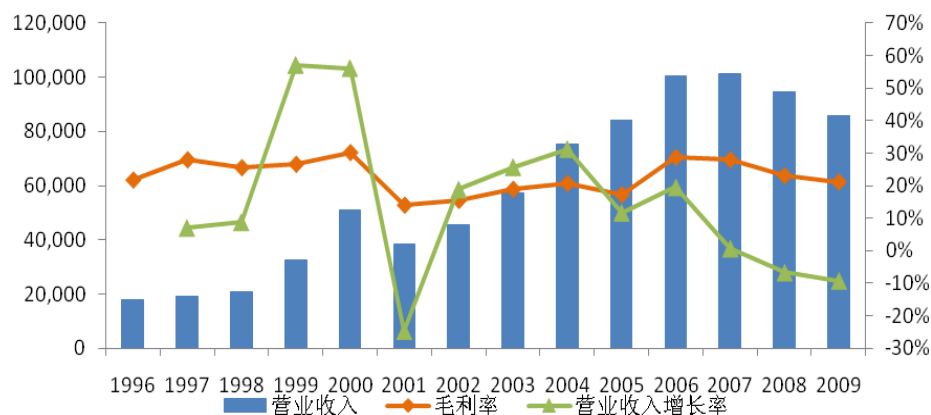
更新日期:

10-10-25

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,189.19	1,237.93	1,706.83	2,227.11	2,782.87	现金	464.92	467.62	500.00	500.00	500.00
YOY(%)	5.8%	4.1%	37.9%	30.5%	25.0%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	1,011.92	1,026.60	1,392.80	1,813.45	2,266.40	应收款项净额	193.59	265.67	366.30	477.96	597.23
营业税金及附加	0.60	0.40	0.55	0.72	0.90	存货	133.57	161.33	198.23	260.34	328.59
销售费用	6.11	6.31	8.53	11.14	13.91	其他流动资产	31.72	34.79	47.97	62.59	78.21
占营业收入比(%)	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	流动资产总额	823.80	929.41	1,112.50	1,300.89	1,504.02
管理费用	67.34	87.81	102.41	133.63	166.97	固定资产净值	1,148.79	1,195.75	1,574.80	1,844.39	1,937.80
占营业收入比(%)	5.7%	7.1%	6.0%	6.0%	6.0%	减: 资产减值准备	(148.33)	(156.54)	(206.16)	(241.46)	(253.68)
EBIT	103.22	116.81	201.32	266.96	333.48	固定资产净额	1,000.46	1,039.21	1,368.64	1,602.94	1,684.11
财务费用	45.61	28.34	29.60	38.92	35.55	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	3.8%	2.3%	1.7%	1.7%	1.3%	在建工程	29.34	92.83	79.96	150.36	77.44
资产减值损失	(3.88)	(16.89)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	1,029.80	1,132.04	1,448.60	1,753.30	1,761.56
营业利润	53.71	71.58	171.72	228.04	297.93	无形资产	18.76	30.20	28.99	27.78	26.58
营业外净收入	0.12	2.42	14.00	14.00	14.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	53.83	73.99	185.72	242.04	311.93	其他长期资产	1.96	4.08	4.08	4.08	4.08
所得税	9.31	13.77	27.86	36.31	46.79	资产总额	1,874.32	2,095.73	2,594.16	3,086.05	3,296.23
所得税率(%)	17.3%	18.6%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	246.01	224.90	466.69	578.00	339.64
净利润	44.52	60.22	157.86	205.74	265.14	应付款项	298.20	307.70	378.08	496.54	626.70
占营业收入比(%)	3.7%	4.9%	9.2%	9.2%	9.5%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	151.17	237.17	290.42	381.22	480.76
归属母公司净利润	44.52	60.23	157.86	205.74	265.14	流动负债	695.38	769.77	1,135.19	1,455.75	1,447.10
YOY(%)	-41.2%	35.3%	162.1%	30.3%	28.9%	长期借款	165.00	245.00	245.00	245.00	245.00
EPS (元)	0.17	0.17	0.45	0.59	0.76	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	8.55	15.28	22.01	28.74	35.47
主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	负债总额	868.93	1,030.05	1,402.20	1,729.49	1,727.57
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	5.8%	4.1%	37.9%	30.5%	25.0%	股东权益	1,005.39	1,065.68	1,191.97	1,356.56	1,568.67
营业利润	-35.0%	33.3%	139.9%	32.8%	30.6%	负债和股东权益	1,874.32	2,095.73	2,594.16	3,086.05	3,296.23
净利润	-41.2%	35.3%	162.1%	30.3%	28.9%						
获利能力						现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率(%)	14.9%	17.1%	18.4%	18.6%	18.6%	税后利润	44.52	60.23	157.86	205.74	265.14
净利率(%)	3.7%	4.9%	9.2%	9.2%	9.5%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	4.4%	5.7%	13.2%	15.2%	16.9%	公允价值变动	3.88	16.89	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	2.4%	2.9%	6.1%	6.7%	8.0%	折旧和摊销	1.28	1.93	135.03	161.21	180.72
偿债能力						营运资金的变动	-134.48	5.41	29.28	62.89	45.53
流动比率	1.18	1.21	0.98	0.89	1.04	经营活动现金流	-84.80	84.46	322.16	429.84	491.39
速动比率	0.99	1.00	0.81	0.71	0.81	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	46.4%	49.1%	54.1%	56.0%	52.4%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-95.49	-500.00	-500.00	-200.00
总资产周转率	63.4%	59.1%	65.8%	72.2%	84.4%	投资活动现金流	0.00	-95.49	-500.00	-500.00	-200.00
应收账款周转天数	59.42	78.33	78.33	78.33	78.33	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	48.21	57.45	57.45	57.45	57.45	长期贷款的增加/	25.20	80.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/ (	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.17	0.17	0.45	0.59	0.76	股利分配	-72.57	-30.95	-31.57	-41.15	-53.03
每股净资产	3.77	3.07	3.43	3.91	4.52	计入循环贷款前融	-47.37	49.05	-31.57	-41.15	-53.03
估值比率						循环贷款的增加/ (	30.35	-84.37	241.79	111.31	-238.36
P/E	96.0	92.2	35.2	27.0	20.9	融资活动现金流	-64.39	13.73	210.22	70.16	-291.39
P/B	4.2	5.2	4.7	4.1	3.5	现金净变动额	-149.19	2.70	32.38	0.00	0.00

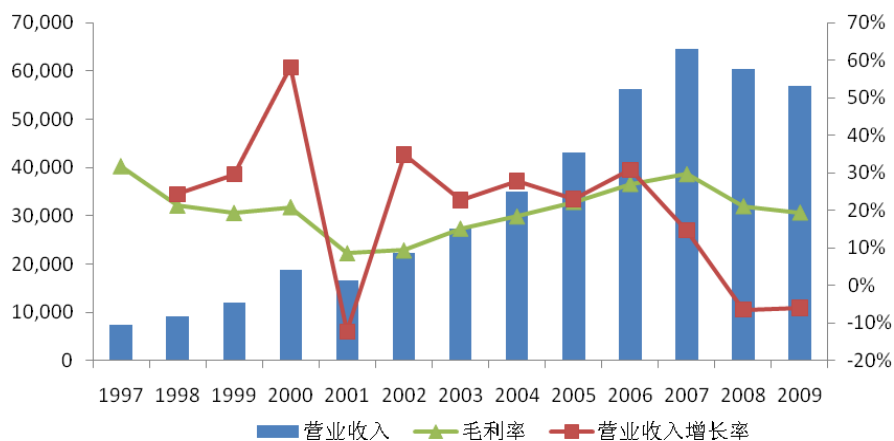
附录：台湾封测厂商营收情况

图表 25：日月光 营业收入、营业收入增长率及毛利率（单位：百万新台币）



数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 26：矽品精密营业收入、营业收入增长率及毛利率（单位：百万新台币）



数据来源：公司公告，国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。