

华天科技深度报告 (002185.SZ)

稳健增长，步入快速发展通道

2017年4月12日

买入（首次）

盈利预测与估值					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3874.02	5475.03	7058.56	9055.63	11865.06
增长率	17.20%	41.33%	28.92%	28.29%	31.02%
EBITDA (百万元)	774.74	910.85	1420.16	1710.00	2052.96
净利润(百万元)	318.52	390.92	533.25	746.37	1010.78
增长率(%)	6.82%	22.73%	36.41%	39.97%	35.43%
EPS (元/股)	0.30	0.37	0.50	0.70	0.95
市盈率(P/E)	44.66	36.39	26.68	19.06	14.07
市净率(P/B)	3.06	2.90	2.65	2.36	2.06
EV/EBITDA	14.59	16.30	11.21	8.91	7.58

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

证券分析师 丁文韬
 执业资格证书号码: S060511010014
 0512-62938650
dengxf@gsjq.com.cn

研究助理 王莉
wangl@dwzq.com.cn

研究助理 张立新
zhanglx@dwzq.com.cn

投资要点:

■ 稳扎稳打，三大基地共促高速增长

公司主营半导体集成电路封装测试服务，在水天、西安和昆山设有三大封装基地，产品覆盖高、中、低端全系列产品。过去几年发展迅速，在先进封装上积累丰厚，是国内封测的领军企业之一。

■ 行业景气，产业链迎快速发展机遇期

我国拥有完整的电子工业产业链，加工制造超过全球一半以上的电子产品。庞大的进口替代市场和持续的政策支持，导致过去 10 年中国半导体行业年均增长 20%，表现抢眼。未来看，随着物联网、汽车电子等新应用的兴起，中国作为电子制造大国，半导体产业将深度受益。

■ 先进工艺积累丰厚，硬件升级导入优质客户

公司高度重视技术研发，形成了以 FC、BP、TSV、SIP 为代表的先进封装技术线。面对下游应用市场的变化，及时与客户联合研发新产品，改善产品结构，提高盈利水平。公司自建和募投项目顺利推进，产能规模的扩大将进一步提升核心竞争力。

■ 首次覆盖，给予“买入”评级

公司在规模持续增长的同时，能够保持相当稳定的盈利水平，经营管理上十分稳健。我们看好公司在高密度封装、晶圆级封装等先进封装技术上的布局，随着半导体国产替代进程的推进，作为国内封测规模和技术领先企业，将深度受益。预测公司 2017-2019 年 EPS 为 0.50、0.70 和 0.95 元，对应 PE 为 27x、19x 和 14x，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示:

- (1) 半导体行业景气度下降
- (2) 生产成本大幅提高
- (3) 新产品开发不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.35
一年最低价/最高价	11.15/ 13.67
市净率(倍)	2.90
流通 A 股市值(百万元)	14,225.18

基础数据

每股净资产(元)	4.51
资本负债率(%)	25.77
总股本(百万股)	1,065.56
流通 A 股(百万股)	1,065.20

相关研究

1. 稳扎稳打，三大基地共促高速增长	3
1.1. 三大基地，多系列产品共筑封测巨头	3
1.2. 高速增长，效益规模持续扩大	3
2. 行业景气，产业链迎快速发展机遇期	4
2.1. 一枝独秀，国内半导体傲视全球	4
2.2. 制造端建厂加速，晶圆封测需求骤起	6
3. 先进工艺积累丰厚，硬件升级导入优质客户	6
3.1. 硬件升级，下游市场创新不断	6
3.2. 技术优质，先进封装领风采	7
3.3. 规模效应，四大项目达产在即	7
4. 首次覆盖，给予“买入”评级	8
5. 风险提示	8

图表 1：芯片封测环节工艺流程	3
图表 2：华天三大生产基地	3
图表 3：华天历年营收及增速	3
图表 4：华天历年归母净利润及增速	3
图表 5：华天历年总资产及增速	4
图表 6：华天历年固定资产及增速	4
图表 7：全球半导体行业发展增速	4
图表 8：半导体行业并购规模	5
图表 9：中国半导体市场需求持续增高	5
图表 10：国产 IC 发展情况	5
图表 11：国产 IC 各环节发展情况	5
图表 12：国内在建和筹划建设晶圆厂一览	6
图表 13：FC BGA 市场应用	6
图表 14：WLP 摄像模组市场应用	6
图表 15：公司先进封装工艺	7
图表 16：公司当前项目投资进展	7

1. 稳扎稳打，三大基地共促高速增长

公司主营半导体集成电路封装测试服务，在水天、西安和昆山设有三大封装基地。过去几年发展迅速，在先进封装上积累丰厚，是国内封测的领军企业之一。

1.1. 三大基地，多系列产品共筑封测巨头

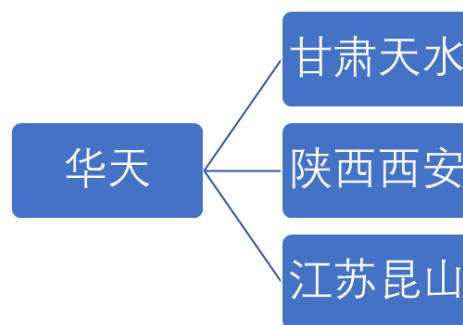
华天科技主营半导体集成电路封装测试服务，产品覆盖高、中、低端全系列产产品，主要有 DIP/SDIP、QFN/DFN、FC、SiP 等多个系列，面向计算机、消费电子、物联网、汽车电子等电子整机和智能化领域。

图表 1：芯片封测环节工艺流程



资料来源：东吴证券研究所

图表 2：华天三大生产基地

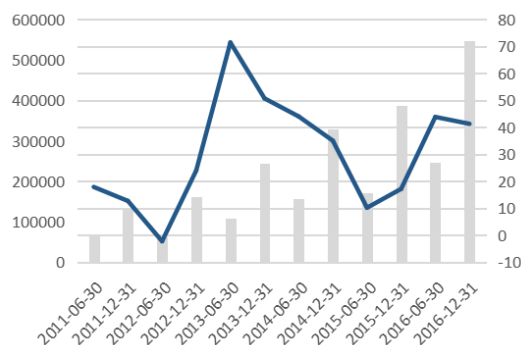


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 高速增长，效益规模持续扩大

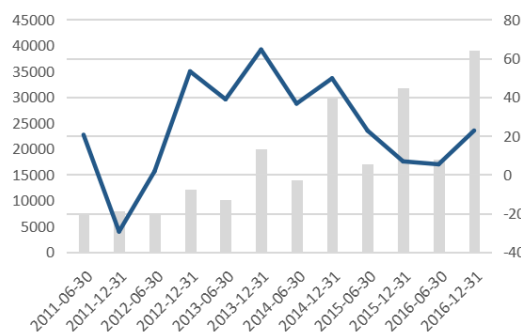
公司自上市以来，一直保持稳定快速发展。2016 年实现营业收入 54.75 亿元，同比增长 41.33%，营业利润 4.16 亿元，同比增长 66.73%。封装规模快速扩大，先进封装产能超过 50%，同时伴随我国集成电路市场进入快速发展期，下游市场不断扩大。

图表 3：华天历年营收及增速



资料来源：wind，东吴证券研究所

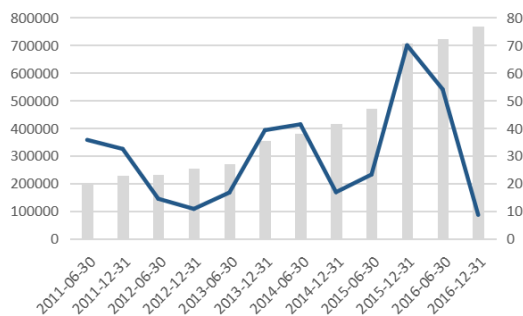
图表 4：华天历年归母净利润及增速



资料来源：wind，东吴证券研究所

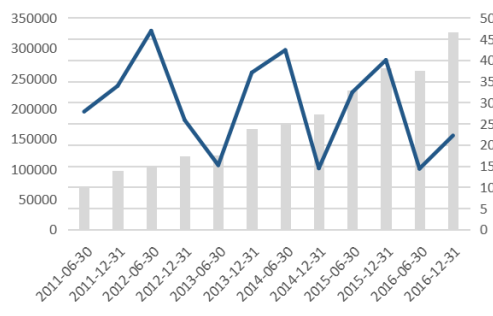
公司近年来资本投入规模持续扩大，截止 2016 年底，总资产 76.77 亿，同比增长 8.61%；固定资产 32.7 亿，同比增长 22.18%。

图表 5：华天历年总资产及增速



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表 6：华天历年固定资产及增速



资料来源：wind，东吴证券研究所

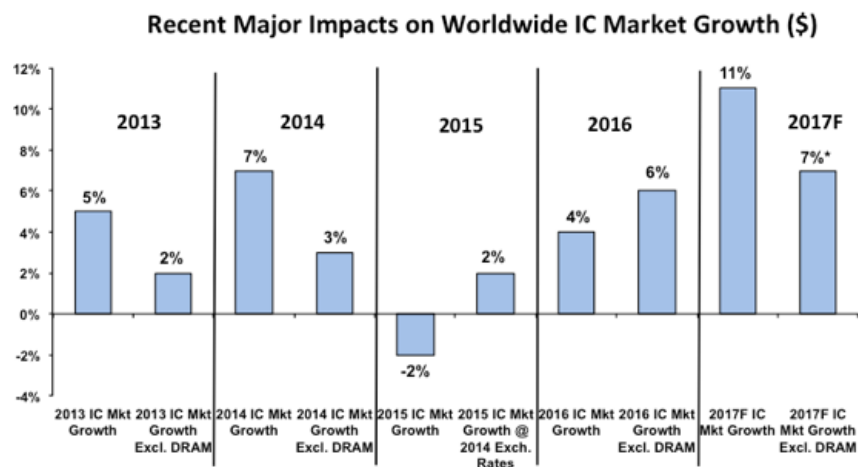
2. 行业景气，产业链迎快速发展机遇期

我国拥有完整的电子工业产业链，加工制造超过全球一半以上的电子产品。庞大的进口替代市场和持续的政策支持，导致过去 10 年中国半导体行业年均增长 20%，表现抢眼。未来看，随着物联网、汽车电子等新应用的兴起，中国作为电子制造大国，半导体产业将深度受益。

2.1. 一枝独秀，国内半导体傲视全球

由于半导体产品已经深入到了经济中的各个行业，所以全球半导体市场增长与全球 GDP 增长基本上是同步的。过去 3 年由于全球经济放缓，半导体连续三年稳定徘徊在 3300--3400 亿美元之间。封测环节同样保持稳定，全球规模保持在 500 亿美元上下，专业封测代工占全球封测略高于 50%。近期由于全球复苏持续加速，存储器等半导体器件单价逐渐走高，IC Insight 调高对 2017 年的预测，半导体整体增速有望达到 11%，除去存储芯片的半导体行业增速为 7%。

图表 7：全球半导体行业发展增速



资料来源：IC Insight，东吴证券研究所

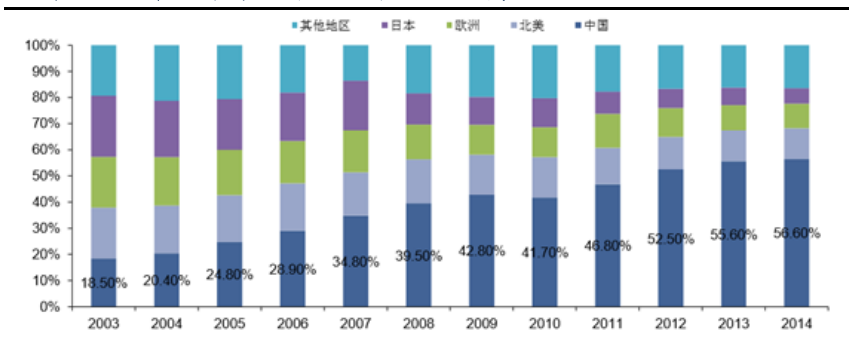
图表 8：半导体行业并购规模

美金百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
全球封测规模	513	523	552	588	627	661
同比	-2.3%	1.9%	5.5%	6.5%	6.6%	5.4%
专业封测规模	264	272	289	312	338	358
同比	-3.50%	3.0%	6.3%	8.0%	8.3%	5.9%
专业代工占比	51.5%	52.0%	52.4%	53.1%	53.9%	54.2%

资料来源：Gartner，东吴证券研究所

随着我国电子信息产业的快速发展，我国已成为全球规模最大且增速最快的集成电路市场，产业规模的年复合成长率远高于全球平均水平，成为全球集成电路市场增长引擎。我国封测行业依托背后庞大市场，在过去 10 年的技术积累后，整体竞争实力显著增强，具备了进入全球第一梯队的基础。

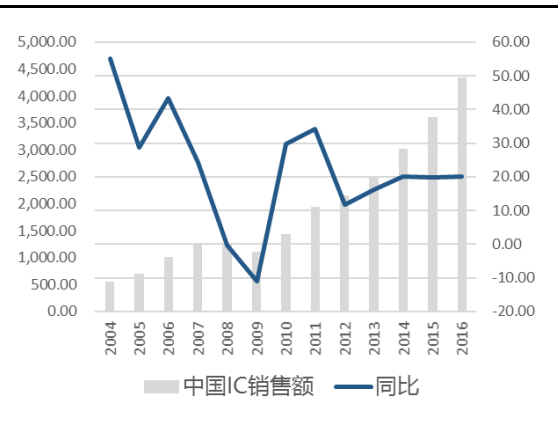
图表 9：中国半导体市场需求持续增高



资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

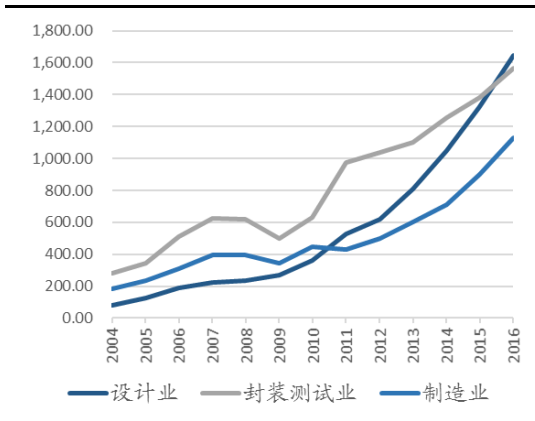
2016 年我国集成电路市场需求超过了 1.1 万亿元，在手机、PC 和电视等大宗消费电子产品领域保持全球领先地位，继续成为全球最大且增速最快的集成电路市场。2016 年我国集成电路封装测试业销售额为 1564.3 亿元，同比增长 13%，2008-2016 年 CAGR 为 12.3%。结合政策和资本环境利好，我国集成电路产业将继续保持良好的发展势头。

图表 10：国产 IC 发展情况



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表 11：国产 IC 各环节发展情况



资料来源：wind，东吴证券研究所

2.2. 制造端建厂加速，晶圆封测需求骤起

目前国内新建 12 英寸生产线占全球计划建设的 42%，全部建成后，中国大陆的全部产能将达到 111.4 万片/月，制造环节将形成关键突破，届时必然增加封测环节强需求。

图表 12：国内在建和筹划建设晶圆厂一览

序号	厂商	座落地址	月产能	主要生产项目	预定投产时间
1	武汉新芯	武汉	20万片	NOR/Nand Plash	2018年初
2	晋华	泉州	6万片	DRAM	2018年初
3	台积电	南京	2万片	16nm晶圆代工	2018下半年
4	晶合	合肥	4万片	90nm面板驱动IC代工	2017下半年
5	格罗方德	重庆	未定	晶圆代工	2017年
6	中芯国际	上海	7万片	14nm晶圆代工	2018年正式投产
7	中芯国际	深圳	4万片	--	2017年底投产
8	华力微	上海	4万片	晶圆代工	2018年完工
9	紫光	深圳	4万片	记忆体厂	2018年底
10	兆基科技	合肥	未定	DRAM	2018年底
11	德科玛	淮安	4万片	CMOS	二期计划时间未定
12	中芯国际	宁波	未定	晶圆代工	二期计划时间未定

资料来源：OFweek，东吴证券研究所

3. 先进工艺积累丰厚，规模效益提升盈利水平

华天高度重视技术研发，形成了以 FC、BP、TSV、SIP 为代表的先进封装技术线。面对下游应用市场的变化，及时与客户联合研发新产品，改善产品结构，提高盈利水平。公司自建和募投项目顺利推进，产能规模的扩大将进一步提升核心竞争力。

3.1. 硬件升级，下游市场创新不断

手机端创新不断，指纹识别成为手机标配，渗透率持续提高。公司联合指纹识别设计龙头 FPC 和汇顶科技，开发了 TSV+SiP 指纹封装，产品品质一流，成功应用于华为 Mate9 pro 和 P10 以及荣耀系列手机。未来随着 RF-PA、MEMS、CIS 等芯片领域的不断创新，公司将利用积累技术持续受益。

图表 13：FC BGA 市场应用



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 14：WLP 摄像模组市场应用

市场应用

- PAD, 电脑, 平板电脑, 电视
- 定制闪光LED透镜
- 指纹摄像头
- 移动侦测摄像机
- 玩具
- 条形码阅读器
- 机器人
- 智能手表
- 工业内窥镜
- 点读笔
- 汽车 (轿车)

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 技术优质，先进封装领风采

近几年来，公司不断加强先进封装技术和产品的研发力度，配合国家科技 02 专项等科技创新项目，自主研发出 FC、Bumping、MEMS、MCM (MCP)、WLP、SiP、TSV、Fan-Out 等多项集成电路先进封装技术和产品，Fan-Out 封装通过了可靠性验证，同时六面包封产品完成技术研发，转入小批量生产。

图表 15：公司先进封装工艺

先进封装	示例图
FC (倒装)	
MEMS (微机电系统)	
WLP (晶圆级封装)	
SiP (系统级封装)	

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

3.3. 规模效应，四大项目达产在即

华天科技的在建项目有 4 个，其中 FC+WB 项目为自有资金投资，其他三项为募投项目。从投资进程上看，三个募集资金投资项目实施进度分别完成了 78.88%、86.76%和 69.20%。2017 年将大体完成投资进程，同时实现接近 80%左右的达产规模。未来随着公司先进封装产能的不断释放，公司的盈利能力和规模效益优势将进一步凸显。

图表 16：公司当前项目投资进展

项目	投资进度 2015	投资进度 2016	投资进度 2017	2016年 效益	预计达产 年收益	达产年销售 收入	达产产能
1集成电路高密度封装扩大规模项目-天水	40.49%	78.88%	100%	3593	6130	68675	12亿只
2智能移动终端集成电路封装产业化项目-西安	32.09%	86.76%	100%	3782	7528	53136	4.6亿只
3晶圆级集成电路先进封装技术研发及产业化项目-昆山	12.49%	69.20%	100%	763	6090	73821	37万片
4FC+WB集成电路封装产业化项目	29.15%	62.48%	100%	1285	4627	56946	2亿

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 首次覆盖，给予“买入”评级

公司在规模持续增长的同时，能够保持相当稳定的盈利水平，经营管理上十分稳健。我们看好公司在高密度封装、晶圆级封装等先进封装技术上的布局，随着半导体国产替代进程的推进，作为国内封测规模和技术领先企业，将深度受益。预测公司 2017-2019 年 EPS 为 0.50、0.70 和 0.95 元，对应 PE 为 27x、19x 和 14x，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

半导体行业景气度下降
生产成本大幅提高
新产品开发不达预期

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1961.21	917.74	2117.57	2716.69	3559.52	营业收入	3874.02	5475.03	7058.56	9055.63	11865.06
应收账款+票据	724.61	905.59	1464.48	1562.95	2388.03	营业成本	3078.96	4487.17	5717.43	7307.89	9551.37
预付账款	213.48	36.83	40.00	50.00	60.00	营业税金及附加	5.80	19.53	22.46	28.82	37.76
存货	528.68	854.70	900.00	950.00	1000.00	营业费用	54.95	61.43	89.73	115.12	150.83
其他	165.00	174.34	174.34	174.34	174.34	管理费用	423.35	501.85	670.56	828.59	1091.59
流动资产合计	3592.98	2889.21	4696.39	5453.98	7181.89	财务费用	58.77	-11.73	2.99	-3.64	-20.50
长期股权投资	0.92	0.75	0.75	0.75	0.75	资产减值损失	6.53	18.68	15.00	16.00	17.00
固定资产	2680.17	3273.32	3046.53	2770.46	2505.89	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	333.88	573.29	600.00	700.00	800.00	投资净收益	-0.19	-0.17	0.00	0.00	0.00
无形资产	184.59	179.21	170.69	162.16	153.63	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	72.58	440.52	439.68	438.84	438.84	营业利润	245.47	397.92	540.38	762.86	1037.01
非流动资产合计	3272.14	4467.09	4257.65	4072.22	3899.12	营业外净收益	131.69	80.43	85.35	85.35	85.35
资产总计	6865.12	7356.30	8954.04	9526.19	11081.00	利润总额	377.16	478.35	625.73	848.20	1122.36
短期借款	205.17	15.00	1067.49	349.74	665.14	所得税	48.83	65.06	69.48	77.83	86.58
应付账款+票据	770.81	1150.98	1209.57	1807.63	2135.83	净利润	328.33	413.28	556.25	770.37	1035.78
其他	241.55	542.89	538.74	551.81	551.29	少数股东损益	9.82	22.36	23.00	24.00	25.00
流动负债合计	1217.53	1708.87	2815.80	2709.18	3352.26	归属于母公司净	318.52	390.92	533.25	746.37	1010.78
长期带息负债	357.46	76.25	76.25	76.25	76.25						
长期应付款	3.90	65.78	65.78	65.78	65.78						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	361.36	142.03	142.03	142.03	142.03						
负债合计	1578.90	1850.90	2957.84	2851.22	3494.30						
少数股东权益	637.46	597.32	620.32	644.32	669.32	成长能力					
股本	819.66	1065.56	1065.56	1065.56	1065.56	营业收入	17.20%	41.33%	28.92%	28.29%	31.02%
资本公积	2526.92	2193.62	2193.62	2193.62	2193.62	EBIT	9.28%	15.62%	32.12%	34.34%	30.49%
留存收益	1302.19	1648.90	2116.71	2771.48	3658.21	EBITDA	18.93%	17.57%	55.92%	20.41%	20.06%
股东权益合计	5286.22	5505.40	5996.20	6674.98	7586.70	归属于母公司净	6.82%	22.73%	36.41%	39.97%	35.43%
负债和股东权益总	6865.12	7356.30	8954.04	9526.19	11081.00	获利能力					
						毛利率	20.52%	18.04%	19.00%	19.30%	19.50%
						净利率	8.48%	7.55%	7.88%	8.51%	8.73%
						ROE	6.85%	7.96%	9.92%	12.38%	14.61%
						ROIC	8.42%	7.11%	8.68%	9.69%	13.27%
						偿债能力					
						资产负债率	23.00%	25.16%	33.03%	29.93%	31.53%
						流动比率	2.95	1.69	1.67	2.01	2.14
						速动比率	2.38	1.09	1.29	1.60	1.79
						营运能力					
						应收账款周转率	5.47	6.23	4.91	5.90	5.03
						存货周转率	5.82	5.25	6.35	7.69	9.55
						总资产周转率	0.56	0.74	0.79	0.95	1.07
						每股指标(元)					
						每股收益	0.30	0.37	0.50	0.70	0.95
						每股经营现金流	0.67	0.80	0.69	1.90	1.26
						每股净资产	4.36	4.61	5.05	5.66	6.49
						估值比率					
						市盈率	44.66	36.39	26.68	19.06	14.07
						市净率	3.06	2.90	2.65	2.36	2.06
						EV/EBITDA	14.59	16.30	11.21	8.91	7.58
						EV/EBIT	27.60	31.35	25.45	18.12	14.20

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>