

2017年6月28日

朱吉翔

C0044@capital.com.tw

目标价(元) 9.0

公司基本资讯

产业别	电子
A 股价(2017/6/27)	7.26
深证成指(2017/6/27)	10535.36
股价 12 个月高/低	7.45/5.44
总发行股数(百万)	2131.11
A 股数(百万)	2130.40
A 市值(亿元)	154.67
主要股东	天水华天电子集团股份有限 公司(27.75%)
每股净值(元)	2.33
股价/账面净值	3.11
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	18.3 9.7 12.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-08-21	12.45	买入
2014-11-14	13.45	买入
2015-02-26	15.11	买入
2015-04-28	17.23	买入

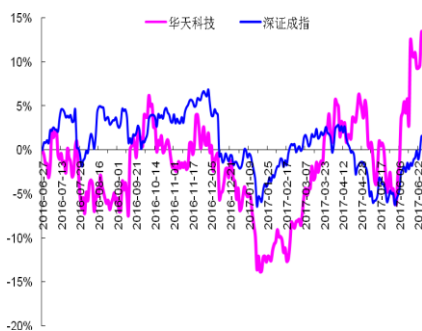
产品组合

集成电路产品	100.0%
--------	--------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.0%
一般法人	30.0%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	298	319	391	583	703
同比增减	%	49.72	6.82	22.73	49.21	20.55
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.28	0.3	0.37	0.27	0.33
同比增减	%	49.72	6.82	22.73	-26.06	20.58
市盈率(P/E)	X	25.7	24.0	19.5	26.3	21.8
股利 (DPS)	RMB 元	0.05	0.06	0.08	0.08	0.1
股息率 (Yield)	%	0.42	0.51	0.68	1.11	1.39

华天科技(002185.SZ)

Buy 买入

优质封测企业，高端封测正在发力

结论与建议：

从盈利能力来看，公司自 2005 年以来，公司营收和净利润分别达到 30% 和 24%，更为难能可贵的是，其业绩增长基本完全来自于公司内生性的增长，在目前大的经济环境下，公司资产质量好，负债率低仅 30%，同时封测行业承载半导体国产化任务，发展前景广阔。基于对行业增长以及公司管理能力的认识，我们相信公司未来业绩长期增长动力强劲。

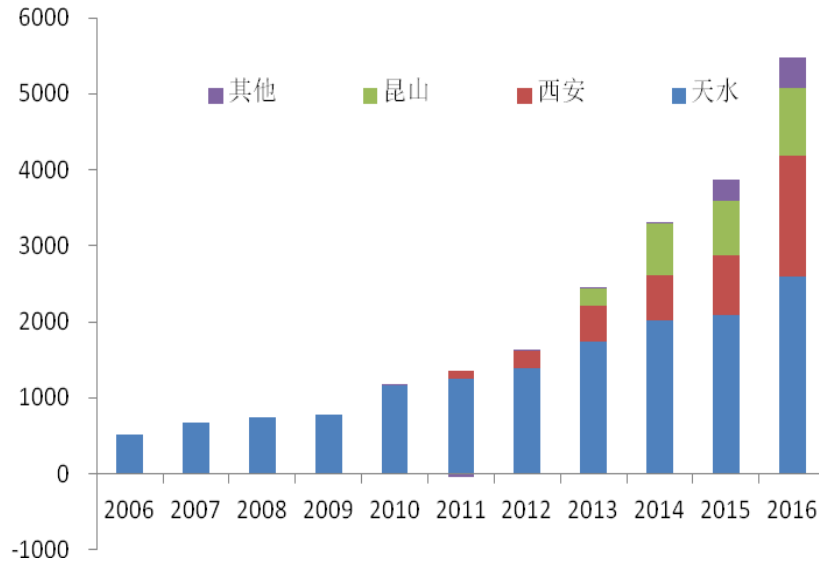
我们预计公司 2017-18 年可实现净利润 5.8 亿、7 亿元，YoY 增长 49%、21%，EPS 为 0.27 元、0.33 元，对应 PE 分别为 26 倍和 22 倍，估值水准较同类公司明显偏低，维持“买入”建议。。

- **优质封测企业、增速领先全球：** 公司是大陆一线封测企业，2005-2016 年营收、净利润增速分别为 30% 和 24%，至 2016 年公司排名已攀升至第 5 位，同时公司增资基本源于其内生性增资，并购扩张比例较低，显示极强的运营管理效率。
- **财务质量优、发展潜力大：** 作为国内 IC 封装的龙头企业，公司资产质量好，利润水平、ROE 均好于同业企业，同时公司资产负债率仅 28%，未来外延增长的空间较大。
- **大陆封测市场前景广阔、中高端封测需求旺盛：** 大陆晶圆厂扩张态势凶猛，利好封测企业：预计到 2020 年，中国大陆将新建 26 座晶圆厂，占全球总数的 42%，将大幅提升封测行业市场空间。公司封测能力全面，高端封测占比持续提高，未来 TSV、Bumping、Sip 符合产业发展趋势，2016 年公司整体中高端封测收入营收中占比已接近一半，预计到 2017 年底，华天昆山 TSV 产能为 250~270K 片/月（8 吋和 12 吋）、Bumping 产能拓展至 10K 片/月，2Q18 Finger Print 产能将达 20K 片/月。华天西安 SIP 产能将从目前 300~500k 颗/月产能成长至百万级别规模，产能扩张将有利于公司业绩的持续增长，我们预计昆山、西安两地分公司未来两年业绩均将保持 50% 以上的符合增速，成长动力强劲。
- **盈利预测和投资建议：** 预计公司 2017-18 年可实现净利润 5.8 亿、7 亿元，YoY 增长 49%、21%，EPS 为 0.27 元、0.33 元，对应 PE 分别为 26 倍和 22 倍，估值水准较同类公司明显偏低，维持“买入”建议。

行业与公司概况

公司是国内封测行业龙头企业，成立于2003年，于2007年登陆深交所，通过十数年的快速发展，2016年公司已成为全球第五大封测企业（2013年全球第13）（表1），2005-2016年公司收入增速复合增长率29.7%（图1），净利润复合增长率24%，并且公司业绩增长主要来自于内生性增长，显示公司强大的经营管理效率。

图1：公司历年营收及净利润 单位：百万元



资料来源：群益金鼎证券整理预测

表1：2013-2016 公司行业地位变动情况 单位：十亿美元

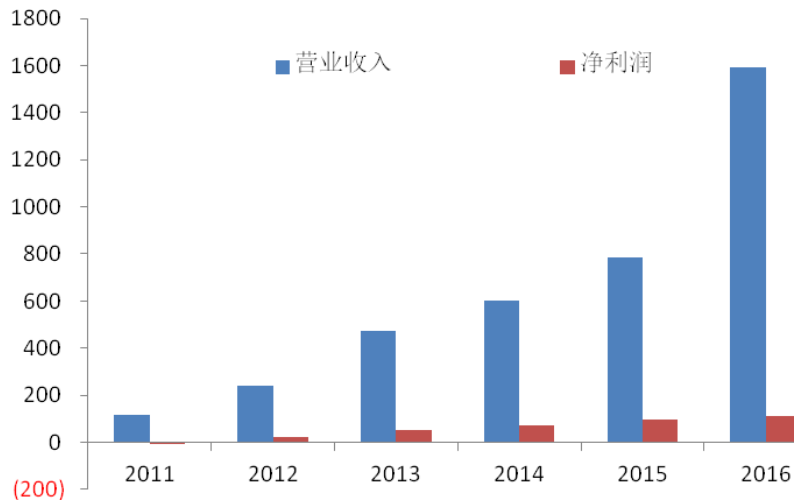
2013	STAS	收入	市占率	2016	STAS	收入	市占率
1	日月光	5.26	19.4%	1	日月光 矽品	12.0	29.6%
2	SPIL	3.04	11.2%	2	AMKOR/J-devices	3.9	9.6%
3	AMKOR	3.01	11.1%	3	長電科技/星科金朋	2.8	6.9%
4	星科金朋	1.51	5.6%	4	力成	1.6	3.9%
5	力成	1.39	5.1%	5	華天科技	0.8	2.0%
7	長電科技	0.82	3.0%	6	UTAC	0.69	1.7%
13	華天科技	0.45	1.7%	7	通富微電	0.67	1.7%
19	通富微電	0.31	1.1%	8	南茂	0.61	1.5%

资料来源：群益金鼎证券整理

公司目前已形成了以天水为基地，西安华天（中高端）和昆山华天（高端）为前沿的集成电路产业发展布局，近年来，随着募投的西安华天及并购的昆山华天并表，公司中高端封测收入占比迅速提升，同时西安华天及昆山华天已逐步进入收获期，收入水准及盈利能力均有明显的提升。

2016年西安子公司营收15.9亿元，YOY增102%，已占到营收的3成；净利1.1亿元，YOY增13.6%，占公司净利28.4%。

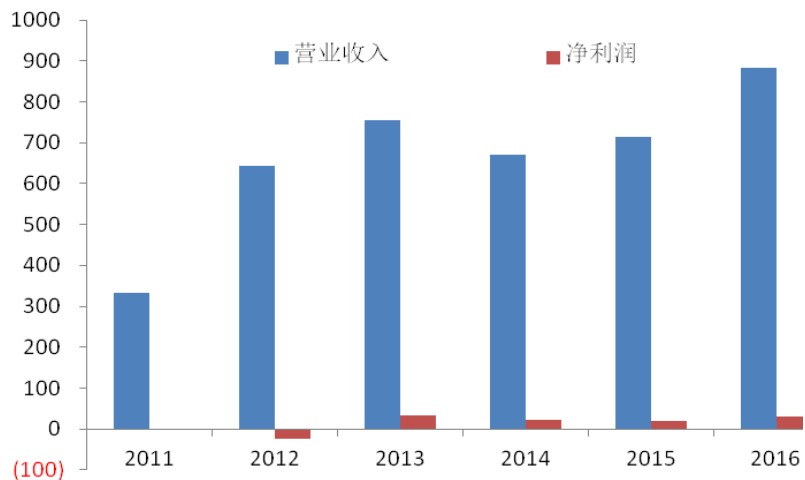
图2：西安公司收入及净利润变化 单位：百万元



资料来源：群益金鼎证券整理

昆山子公司营收8.8亿元，YOY增23.4%；占公司营收16.2%。昆山西安净利0.31亿元，YOY增53.4%，占公司净利8%。

图3：华天昆山收入及净利润变化 单位：百万元

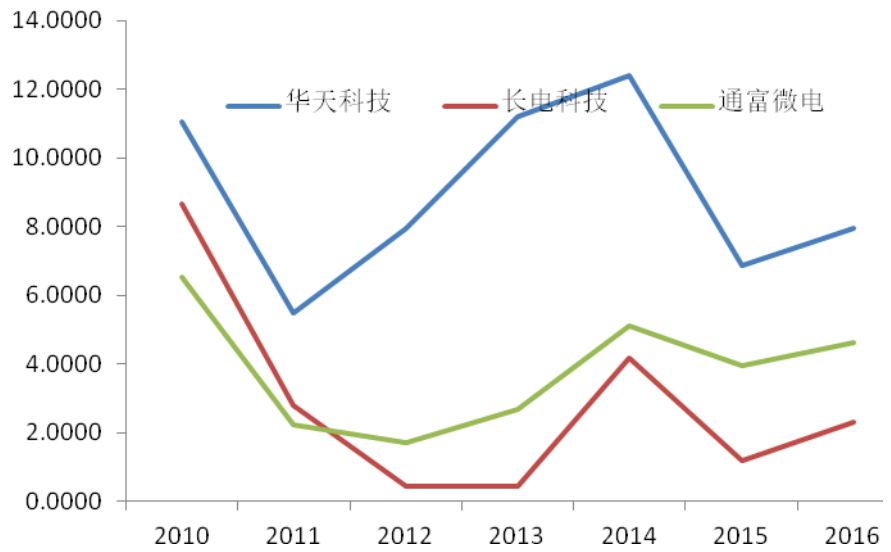


资料来源：群益金鼎证券整理

收益质量分析及盈利预测

对比同行业公司，公司无论在收益质量、周转速度均处于领先地位，反映公司良好的经营和管理能力。2016年公司ROE为7.96%，较上年回升1.1个百分点，显著高于同业。

图5：ROE比较（摊薄）单位：%



资料来源：群益金鼎证券整理

更难能可贵的是，公司 ROE 水平领先的同时，其财务杠杆水平一直处于低位，2016 年末公司资产负债率仅 28.3%，这主要得益于管理层稳健的经营风格，换言之，公司外延增长空间较大，且债务压力小。

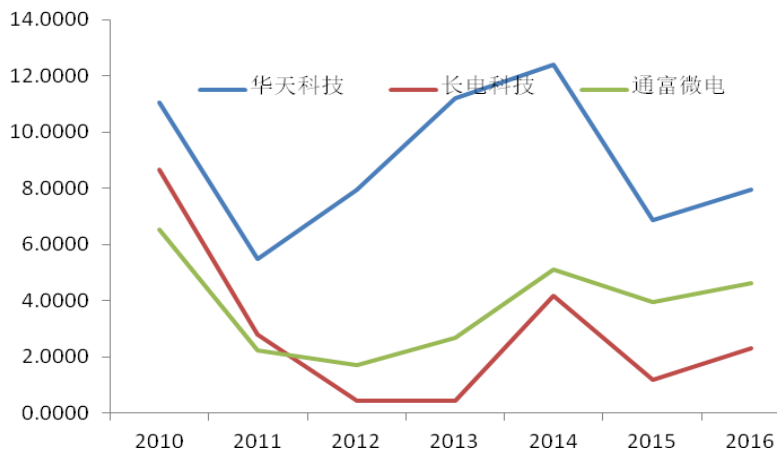
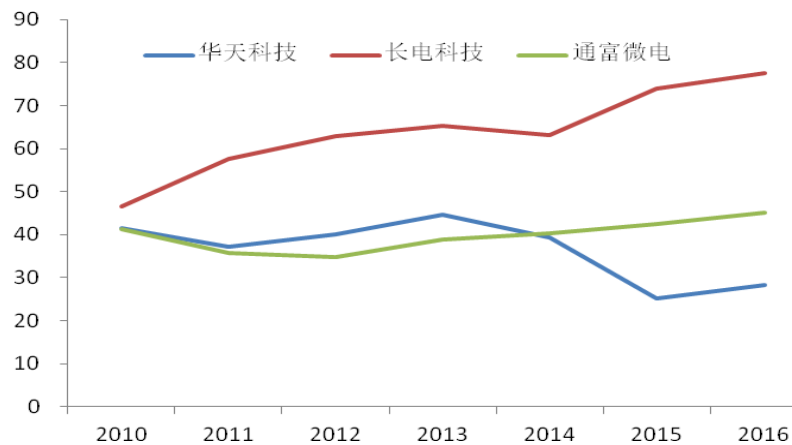


图 6：流动比率比较



资料来源：群益金鼎证券整理

公司 2016 年实现营业收入 54.8 亿元，YOY 增长 41.3%，高于全年 45 亿元的经营计划 2 成，实现净利润 3.9 亿元，YOY 增长 22.7%，扣非后公司净利润增长 62%，业绩扎实。分季度来看，4Q16 公司实现营收 14.9 亿元，YOY 增长 43%，实现净利润 9948 万元，YOY 增长 72%，扣非后净利润增长 229%，均创历史新高，表现靓丽。2016 年公司综合毛利率 18%，较上年同期下降了 2.5 个百分点，部分源于 IC 封装产能增加较快，更多则源于迈克光电亏损扩大。惟 4Q16 综合毛利率 21%，较上年同期增加 3.2 个百分点，处于高位，公司整体盈利能力进一步提升。

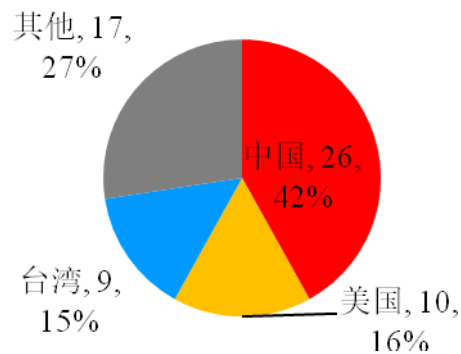
就分子公司来看，天水母公司收入增长 24.8%至 26 亿元，净利润 YOY 增长 24.3%至 3 亿元，增长较快且利润水平稳定。西安分公司中高端封测产能增长迅速，收入增长 102%至 15.9 亿元，净利润增长 13.5%至 1.1 亿元，扣除 2015 年 02 专项等因素，净利润增长 2 成以上，昆山公司收入增长 24%至 8.8 亿元，净利润增长 52%至 3098 万元，并且其规模效益尚未完全释放。

2017 年一季度公司实现营收 14.9 亿元，YOY 增长 34.9%；实现净利润 1.1 亿元，YOY 增长 48.1%，EPS0.1074 元，扣非后公司净利润增长 63%。从毛利率来看，1Q17 公司综合毛利率 18.4%，较上年同期提升 2 个百分点，反映中高端封测占比的持续提升。

展望未来，一方面半导体行业高速发展，IC 产业成为国家战略重点布局领域，过去 10 年 CAGR 近 19%。IC 封装测试占据最主要份额，约占总行业规模的 42%，根据国家十二五规划目标，到 2020 年，行业总产值将突破 8700 亿美元，对应增速 20%，我们认为在产业大基金的配合下，中国完成半导体产业高速增长可期。另外，据 Semi 预计 2017~2020 年全球投产的有 62 座半导体晶圆厂，其中 26 座设于大陆，占全球总数的 42%，将大幅提升封测行业市场空间。

图 4：至 2020 年全球新建 62 座晶圆厂区域分布

全球新增62座晶圆厂



资料来源：SEMI，群益金鼎证券整理

就具体需求来看，指纹识别、摄像头技术创新不断进步，对于 TSV、Sip 等高端封测需求持续提升。特别是随着指纹识别 Under Glass 方案的兴起，由于 TSV 封装和玻璃有高贴合的特性，该封装形式势必受益。公司是目前国内最早提供量产 TSV 封测的企业，其技术掌握度位居前列，华天昆山量产深径比为 1:1 的 TSV，预计深径比高于 3:1 的 TSV 也将年内完成研发，届时公司将进一步占领 TSV 封装技术的制高点。

另外，华天西安布局中高阶无引脚的产品 QFN、BGA、FC 等封装技术，内存封装也是在西安厂封装，如四层内存 BGA 封装，未来亦有望乘上大陆存储国产化的东风。预计到 2017 年底，华天昆山 TSV 产能为 250~270K 片/月（8 吋和 12 吋）、Bumping 产能拓展至 10K 片/月，2Q18 Finger Print 产能将达 20K 片/月。华天西安 SIP 产能将从目前 300~500k 颗/月产能成长至百万级别规模。考虑到中国大陆指纹、摄像头需求旺盛，产能扩张将有利于公司业绩的持续扩张。2016 年公司整体中高端封测收入营收中占比已接近一半，预计高端封测收入增速未来两年符合增长率将保持在 50% 以上。

综合判断，我们预计公司 2017-18 年可实现净利润 5.8 亿、7 亿元，YoY 增长 49%、21%，EPS 为 0.27 元、0.33 元，对应 PE 分别为 26 倍和 22 倍，估值水准较同类公司明显偏低，维持“买入”建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	3305	3874	5475	6744	7971
经营成本	2582	3079	4487	5382	6353
营业税金及附加	15	6	20	26	28
销售费用	42	55	61	70	83
管理费用	352	423	502	593	682
财务费用	28	59	-12	7	8
资产减值损失	2	7	19	15	15
投资收益	-2	4	18	5	5
营业利润	282	250	416	657	807
营业外收入	66	131	76	75	75
营业外支出	0	4	14	2	2
利润总额	348	377	478	730	880
所得税	42	49	65	110	132
少数股东损益	8	10	22	37	45
归属于母公司所有者的净利润	298	319	391	583	703

附二: 合并资产负债表 6

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	447	2122	1195	1554	2020
应收账款	453	611	762	915	1098
存货	333	529	855	880	880
流动资产合计	1621	3754	3169	3486	3835
长期股权投资	0	1	1	1	1
固定资产	1913	2679	3273	3273	3110
在建工程	370	334	573	688	791
非流动资产合计	2537	3314	4508	5364	6652
资产总计	4158	7069	7677	8851	10487
流动负债合计	1283	1252	1829	2012	2213
非流动负债合计	351	530	343	240	144
负债合计	1633	1782	2172	2252	2357
少数股东权益	118	637	597	597	597
股东权益合计	2407	4649	4908	6002	7533
负债及股东权益合计	4158	7069	7677	8851	10487

附三: 合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	553	684	863	963	1112
投资活动产生的现金流量净额	-460	-1524	-1440	-605	-799
筹资活动产生的现金流量净额	37	2348	-420	750	856
现金及现金等价物净增加额	130	1506	-995	1108	1169

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。