

2016年04月22日

华天科技 (002185.SZ)

动态分析

2015 年营收稳健成长，内生外延均值得期待

投资要点

◆ **公司动态**：公司披露 2015 年年度报告，销售收入同比上升 17.20% 为 38.74 亿元，毛利率水平为 20.5%，同比下降 1.4 个百分点，归属母公司股东净利润为 3.19 亿元，同比上升 6.82%，每股净利润 0.45 元，同比上升 0.47%。2015 年第四季度营业收入为 10.41 亿元人民币，同比增长 24.03%，归属上市公司股东净利润 5,781 万元，同比下降 21.47%。公司计划 2016 年实现营业收入 45 亿元，较 2015 年实绩增长 16.16%。

◆ 点评：

➢ **2015 年营收盈利稳步增长，海外市场客户提升显著**：公司 2016 年实现营业收入 17.20% 的提升，从地区分布看，海外市场的增长速度达到了 21.2%，高于整体水平，在全球半导体市场需求较为疲弱的情况下，公司能够积极开拓海外市场客户的业务，显示了公司在研发和管理能力上提升有效推动了公司在全球市场的竞争力。未来，随着公司并购 FCI 之后的整合逐步完成，我们预计海外业务的增长仍然将会继续成长。

➢ **毛利率小幅下滑，经营费用率有效控制**：公司 2015 年全年毛利率为 20.5%，同比下降 1.4 个百分点，市场竞争的压力限制公司的毛利率，但是我们可以看到在国内市场的毛利率水平维持了稳定，显示在技术和成本控制方面的提升。公司经营费用率同比上升 1.1 个百分点，我们认为主要还是由于海外并购方面费用支出有所增加，公司管理效率仍然保持了稳健的水平。

➢ **未来发展战略及经营计划：内生外延并举**：公司制定了 2016 年销售收入目标 45 亿元人民币，包括来自于募投项目的建设，并购 FCI 后海外市场的开拓以及与武汉新芯推进国家存储器业务的扩张。公司自身在产品结构方面继续增加高端封测产品的收入占比，并且继续推进在海外市场寻求优质资产的外延式扩张举措。

◆ **投资建议**：我们公司预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.52、0.58 和 0.67 元。净资产收益率分别为 8.6%、8.9% 和 9.6%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 20.20 元，相当于 2016 年至 2018 年 38.8、35.0 和 30.0 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：并购整合速度不及预期；市场竞争压力增大影响公司盈利能力；募投项目建设进度不及预期。

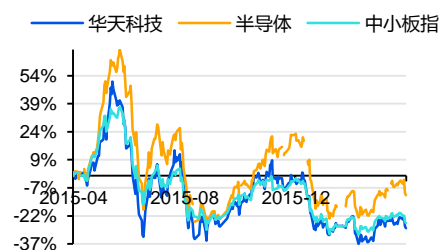
电子元器件 | 半导体 III

投资评级 **买入-B(首次)**
6 个月目标价 20.20 元
股价(2016-04-22) 13.35 元

交易数据

总市值 (百万元) 10,844.09
流通市值 (百万元) 9,217.81
总股本 (百万股) 819.66
流通股本 (百万股) 696.74
12 个月价格区间 11.69/27.68 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-4.03	0.67	-2.47
绝对收益	-7.68	-0.53	-24.46

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人

蔡景彦
caijingyan@huajinsc.cn
021-20655612

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	3,305.5	3,874.0	4,512.0	5,255.1	6,110.2
同比增长(%)	35.1%	17.2%	16.5%	16.5%	16.3%
营业利润(百万元)	282.2	249.5	358.6	401.5	480.8
同比增长(%)	49.0%	-11.6%	43.7%	12.0%	19.8%
净利润(百万元)	298.2	318.5	425.8	471.9	551.6
同比增长(%)	49.7%	6.8%	33.7%	10.8%	16.9%
每股收益(元)	0.36	0.39	0.52	0.58	0.67
PE	36.4	34.0	25.5	23.0	19.7
PB	4.5	2.3	2.2	2.0	1.9

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 2015 年营收保持稳健成长, 经营成本限制盈利增长.....	4
(二) 2015 年四季度收入持续增长, 盈利承压.....	5
(三) 2016 年度营业收入目标 45 亿元.....	6
二、经营状况分析.....	7
(一) 集成电路业务仍然是公司核心, 毛利率微降.....	7
(二) 海外占比持续提升, 国内市场盈利能力稳健.....	7
(三) 未来发展战略及经营计划: 内生外延并举.....	8
三、盈利预测及投资建议.....	9
四、风险提示.....	9

图表目录

图 1: 过往 3 年营业收入及增长率.....	4
图 2: 过往 3 年净利润及增长率.....	4
图 3: 过往 3 年主要盈利能力比率.....	4
图 4: 过往 3 年主要费用率变动.....	4
图 5: 过往 3 年运营效率.....	5
图 6: 过往 3 年主要回报率.....	5
图 7: 过往 3 年负债率.....	5
图 8: 过往 3 年短期偿债能力.....	5
图 9: 过往 12 个季度营业收入及增长率.....	6
图 10: 过往 3 年短期偿债能力.....	6
图 11: 过往 12 个季度盈利能力.....	6
图 12: 过往 12 个季度主要费用率.....	6
图 13: 过往 3 年产品细分收入 (按类别).....	7
图 14: 过往 3 年产品细分毛利率 (按类别).....	7
图 15: 过往 3 年产品细分收入 (按市场).....	8
图 16: 过往 3 年产品细分毛利率 (按市场).....	8

一、财务数据分析

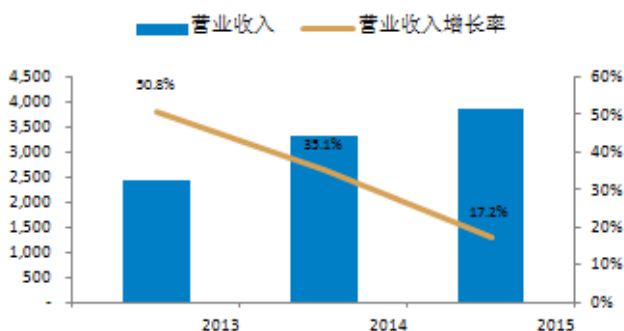
公司 2015 年销售收入同比上升 17.20% 为 38.74 亿元，毛利率水平为 20.5%，同比下降 1.4 个百分点，归属母公司股东净利润为 3.19 亿元，同比上升 6.82%，稀释每股净利润为 0.45 元，同比上升 0.47%，市场竞争压力降低公司毛利率水平，并购产生的也是抑制盈利增长的因素。2016 年度营业收入目标 45 亿元，主要通过募投项目的推进、收购 FCI 开拓海外市场的进展，以及与武汉新芯集成电路制造有限公司合作开发存储器项目来实现。

(一) 2015 年营收保持稳健成长，经营成本限制盈利增长

公司 2015 年全年销售收入 38.74 亿元，同比上升 17.20%，收入增长的驱动因素公司认为主要有两方面，一是公司生产规模的扩大和市场份额的扩展，二是因收购 FCI 及其子公司 100% 股权和收购华天迈克 51% 的股权而产生的合并报表范围增加。我们看到，公司的产品封装量只数提升 27.41%，晶圆级的封装量片数提升 130.66%，业务量显著增长。

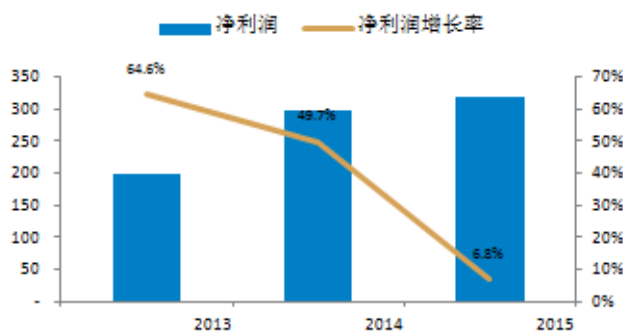
2015 年归属上市公司股东净利润为 3.19 亿元，同比上升 6.82%，稀释每股净利润为 0.45 元，同比上升 0.47%。由于并购整合及持续加大的研发投入，净利润增速低于收入增速。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

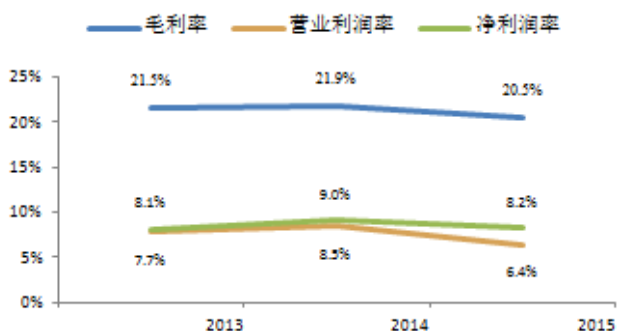
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

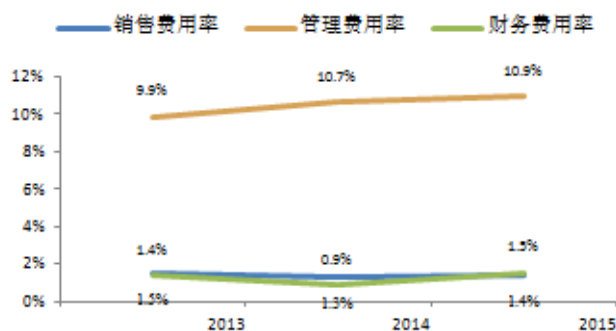
公司 2015 年全年毛利率为 20.5%，同比下降 1.4 个百分点，毛利率同比下降主要是市场竞争压力的增长。由于公司在 2015 年的海外并购，费用率水平均有小幅提升，销售费用率、销售费用率和财务费用率分别提升 0.1、0.2 和 0.6 个百分点。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

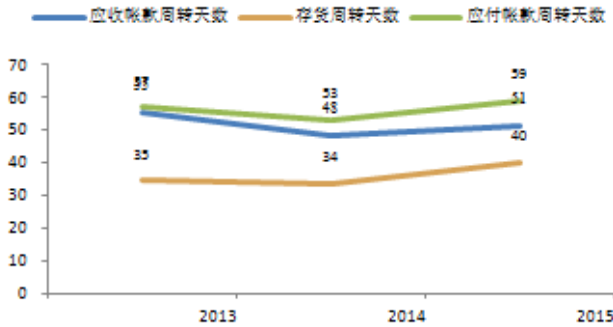
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

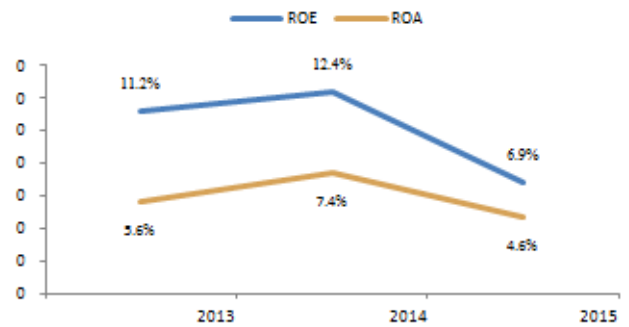
2015 年公司应收账款周转天数为 51 天、存货周转天数为 40 天，应付账款周转天数为 59 天，基本维持了稳定的状态，仅有小幅增加。同比均有所提升，而存货周转天数及则保持相对平稳的状况。2015 年由于增发及收购的资本运作，使得公司的资产大幅度增加，从而导致资产回报率水平有所下滑，ROE 与 ROA 分别同比下降 5.5 和 2.8 个百分点，为 6.9%和 4.6%，随着公司新资产的持续投放并有效实现产出，公司的回报率水平有望回升。

图 5：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：过往 3 年主要回报率

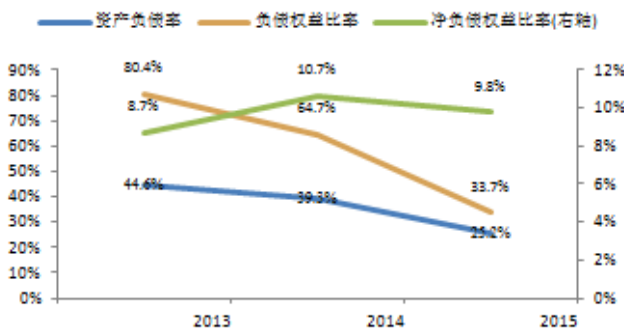


资料来源：Wind，华金证券研究所

2015 年公司的资产负债率以及负债权益比分别为 25.2%和 33.7%，同比 2014 年出现了显著的下降，主要是由于年内实现了增发，净负债权益比率为 9.8%，基本维持稳定。

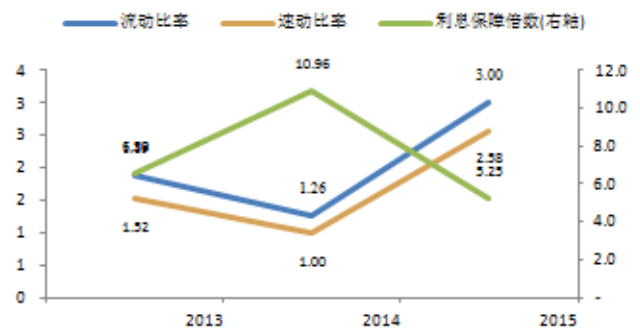
短期偿债能力方面，2015 年流动比率、速动比率分别为 3.00 和 2.58，同比呈现提升的趋势，流动资产规模显著高于流动负债，公司 2015 年利息保障倍数为 5.25，公司短期偿债能力稳健。

图 7：过往 3 年负债率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：过往 3 年短期偿债能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 2015 年四季度收入持续增长，盈利承压

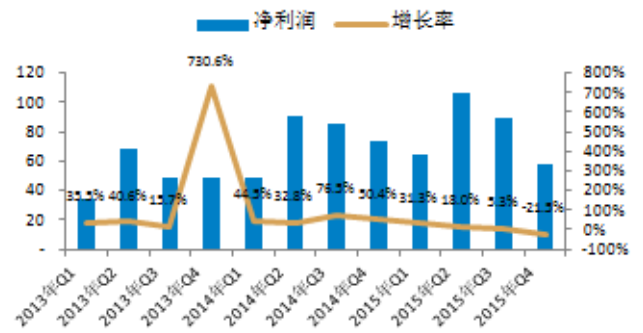
2015 年第四季度公司实现营业收入为 10.41 亿元人民币，同比增长 24.03%，归属上市公司股东净利润为 5,781 万元，同比下降 21.47%。公司第四季度营业收入增长高于市场整体，但是净利润出现了同比的显著下降，主要是由于在第四季度的毛利率下降以及相关管理费用的确认时间导致，我们认为在一次性影响的消除后，公司季度盈利水平将会得到恢复。

图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

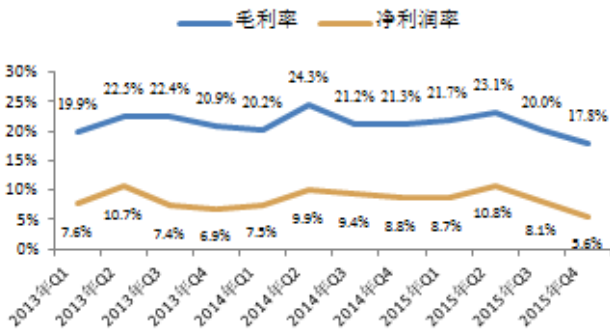
图 10：过往 3 年短期偿债能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

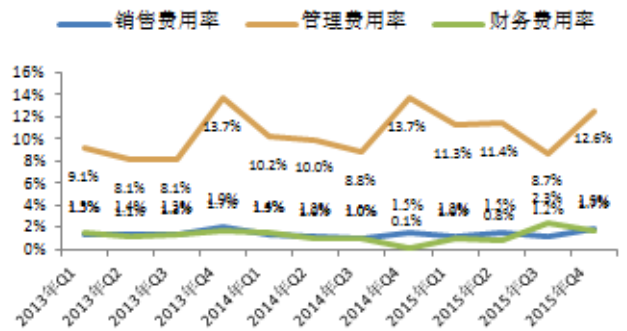
2015 年第四季度，公司毛利率水平为 17.8%，同比下降 3.5 个百分点，这也导致了公司净利润率同比下降 3.2 个百分点至 5.6%。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.8%、12.6%、1.7%，同比来看，公司的经营费用率水平基本维持在稳定状况。

图 11：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）2016 年度营业收入目标 45 亿元

2016 年度公司生产经营目标为全年实现营业收入 45 亿元，主要开展工作包括：1) 稳步推进《集成电路高密度封装扩大规模》、《智能移动终端集成电路封装产业化》、《晶圆级集成电路先进封装技术研发及产业化》3 个募投项目建设，持续扩大公司集成电路封装规模，重点扩大 MEMS、指纹识别、Bumping 等产品封装产能，不断提高先进封装占比，优化产品结构；2) 进一步加大欧美市场开发力度，通过设立美国硅谷办事处，充分利用 FCI 的技术和市场资源，加快欧美市场开发步伐，实现欧美市场销售重大突破；3) 根据国家存储器项目的实施需要，积极推进与武汉新芯集成电路制造有限公司合作的各项工作。

二、经营状况分析

产品分布方面，集成电路封装测试业务仍然是公司的核心业务，产品销售收入稳健提升，毛利率水平小幅下降，新增 LED 业务的规模有限，毛利率低于整体。

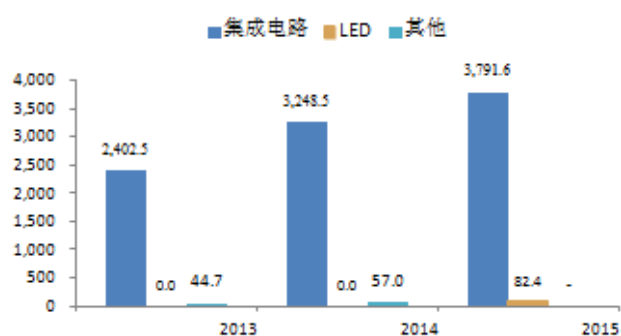
从市场分布来看，公司在海外市场方面的扩张部分持续推进，未来随着并购 FCI 后的整合逐步完成，海外收入的占比有望继续提升，受到市场整体竞争的关系，海外业务的毛利率水平有所下滑。国内市场公司尽管营收占比有所下降，但是盈利能力保持稳定，显示了市场竞争力的加强。

（一）集成电路业务仍然是公司核心，毛利率微降

2015 年公司主要收入仍然集成电路的封装与测试，2015 年相关业务收入占比 97.9%，随着封装测试的总量提升，集成电路封测收入同比上升 16.7%，其他业务方面收入主要来自于 LED 业务。

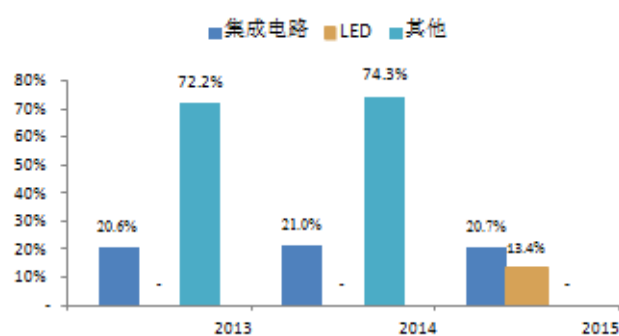
2015 年集成电路业务毛利率水平下降 0.3 个百分点为 20.7%，LED 业务的毛利率水平为 13.4%，没有可比参考数据，市场总体环境不佳以及竞争加剧抑制集成电路业务的毛利率水平。

图 13：过往 3 年产品细分收入（按类别）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：过往 3 年产品细分毛利率（按类别）



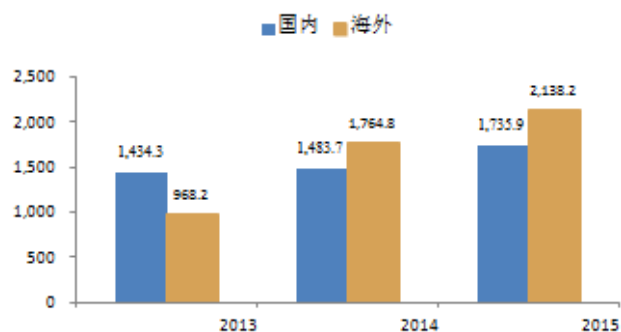
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）海外占比持续提升，国内市场盈利能力稳健

2015 年公司国内市场销售收入占总收入 44.8%，海外市场收入占比为 55.2%，海外客户的收入持续提升，显示了公司在海外业务方面扩张的步伐持续推进，我们认为，伴随着 FCI 的并表以及之后的市场开拓，公司的海外市场销售占比仍然有提升的空间。

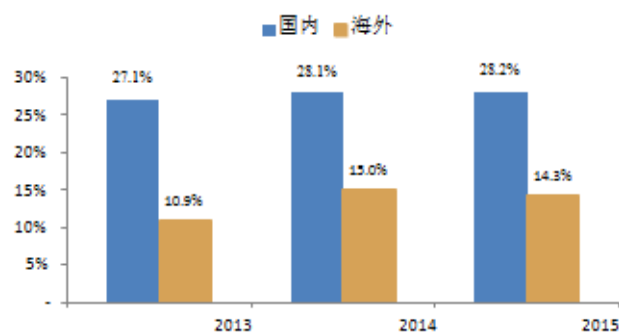
2015 年公司国内市场的毛利率水平同比上升 0.1 个百分点至 28.2%，海外市场毛利率水平同比下降 0.7 个百分点至 14.3%。国内市场方面，伴随着公司在研发实力和管理能力方面的持续提升，市场竞争力加强，带来了毛利率方面的有效上升。海外市场方面，由于全球半导体集成电路市场的需求较为疲弱，使得市场在价格成本方面的竞争有所加剧，尽管公司在成本控制方面持续改善，但是仍然面临着较大的挑战。

图 15：过往 3 年产品细分收入（按市场）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：过往 3 年产品细分毛利率（按市场）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）未来发展战略及经营计划：内生外延并举

公司计划从研发投入扩张高端产品的内生性增长和寻求海外优质资产并购外延式增长两个方向，扩大影响力和竞争力：

- **产品结构调整，提升高端封装技术和产品**：以产品结构调整为主线，倡导管理创新、产品创新和服务创新，在扩大和提升现有集成电路封装业务规模与水平的同时，大力发展 BGA、WLCSP、MCM (MCP)、SiP、FC、TSV、MEMS、Bumping 等高端封装技术和产品。
- **有效实施并购重组和股权收购工作**：通过并购重组以及资源整合，不断完善公司产业发展布局，稳步推进公司国际化进程，以期取得跨越式发展，将公司发展成为国际知名的集成电路封装测试企业。

三、盈利预测及投资建议

我们公司预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.52、0.58 和 0.67 元。净资产收益率分别为 8.6%、8.9% 和 9.6% ,给予买入-B 建议 ,6 个月目标价为 20.20 元 ,相当于 2016 年至 2018 年 38.8、35.0 和 30.0 倍的动态市盈率。

四、风险提示

并购整合速度不及预期 ;市场竞争压力增大影响公司盈利能力 ;募投项目建设进度不及预期。

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；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn