

2016年6月17日

朱吉翔

C0044@capital.com.tw

目标价(元) 15.0

公司基本资讯

产业别	电子
A 股价(2016/6/17)	11.60
深证成指(2016/6/17)	10182.53
股价 12 个月高/低	23.2/11.6
总发行股数(百万)	1065.56
A 股数(百万)	905.77
A 市值(亿元)	105.07
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)	4.39
股价/账面净值	2.64
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	14.1 7.5 -36.6

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

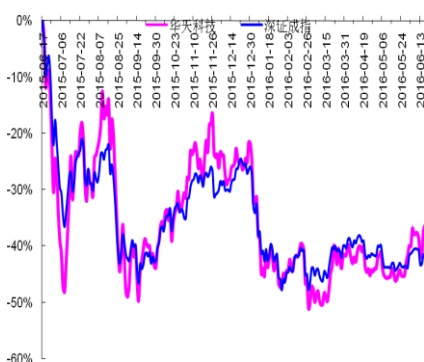
产品组合

集成电路产品	100.0%
--------	--------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.7%
一般法人	32.3%

股价相对大盘走势



华天科技(002185.SZ)

Buy 买入

乘存储国产化之风，中高端封装加速

结论与建议：

作为国内封装龙头企业，公司业绩稳步前行，近年来公司加快高端封装布局，先手收购昆山西钛（华天昆山）以及 FCI，自身技术能力持续提升预计 2016 年华天昆山 12 寸产线产能及销量规模将持续提升，带动高端封装收入占比将显著加快。长远来看，受益于国家战略布局以及大陆半导体行业需求释放，公司配合武汉新芯构建大陆存储从晶片制造到封装的产业联盟，将持续推动公司收入快速增长。

我们预计公司 2016-17 年可实现净利润 4.2 亿、5.2 亿元，YoY 增长 32%、24%，EPS 为 0.40 元、0.49 元，对应 PE 分别为 30 倍和 24 倍，估值水准较同类公司明显偏低，维持“买入”建议。

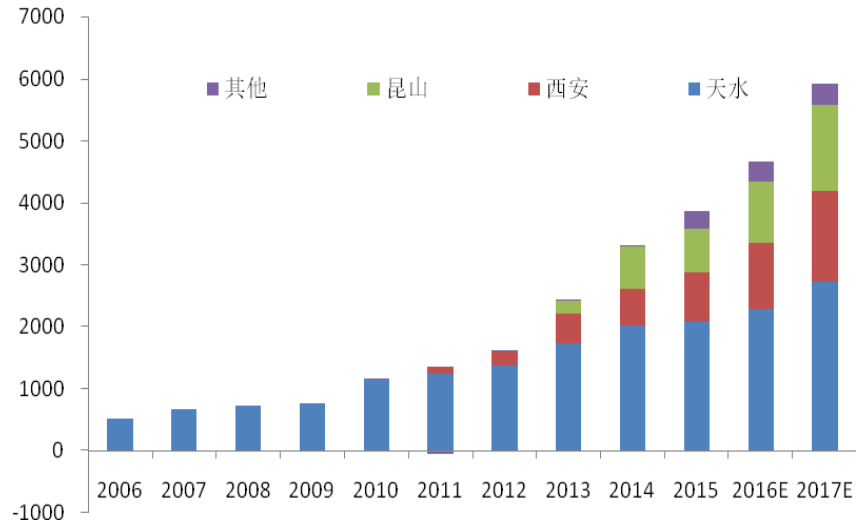
- **业绩扎实，财务表现远超同侪：**作为国内 IC 封装的龙头企业，公司 2005-2015 年，营收与净利润符合增长 28.6，同时公司从盈利能力亦强于同业竞争对手，反映公司出色经验管理能力。
- **高端封装开始发力，12 寸晶圆级封装增长迅猛：**通过收购昆山西钛、FCI，公司在 WCLSP、Bumping 等高端封装领域布局落子，同时受益于高端需求旺盛，公司高端封装收入占比显著提升，特别是目前昆山西钛产能规模及良率爬升迅速，目前 12 寸晶圆封装产量超过 3K/月，募投的产能将于 3Q16 拉通，预计 2017 年逐步贡献业绩，并最终形成 30K/月的产能，若达产将形成 5.3 亿元的增量产值规模，我们预计未来两年将推动华天昆山产值增速超过 40%。除昆山外，公司募投的天水及西安产能若达产将分别形成 7.2 亿元和 7.4 亿元的收入规模，业绩成长动力充足。
- **IC 产业成为国家战略布局重点，华天直接受益于武汉新芯超大规模投资：**行业增速未来 5 年增速有望超过 2 成，封装行业受益于产业密集布局大陆，预计未来两年中国大陆将有 6 条 12 寸的晶圆厂投产将大幅提升封测行业市场空间，特别是汉新芯 240 亿美元的存储晶片产业布局 3DNand 领域，若能达产，将形成 30 万片/月的晶圆产能，晶圆产值规模将近 100 亿元，我们预计将带动封装需求超过 65 亿元，华天将与武汉新芯成立合资的封测厂，将成为受益最大的封测企业。
- **盈利预测和投资建议：**2016-17 年可实现净利润 4.2 亿、5.2 亿元，YoY 增长 32%、24%，EPS 为 0.40 元、0.49 元，对应 PE 分别为 30 倍和 24 倍，估值水准较同类公司明显偏低，维持“买入”建议。

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	199	298	319	421	523
同比增减	%	64.55	49.72	6.82	32.20	24.16
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.19	0.28	0.30	0.40	0.49
同比增减	%	64.55	49.72	6.82	32.20	24.16
市盈率(P/E)	X	62.60	41.81	39.14	29.61	23.84
股利 (DPS)	RMB 元	0.05	0.05	0.06	0.08	0.10
股息率 (Yield)	%	0.43	0.43	0.51	0.68	0.85

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，通过近数年的快速发展，公司2005-2015收入增速复合增长率28.6%，净利润复合增长率23.4%，公司产值规模稳居行业前三，引领同侪。

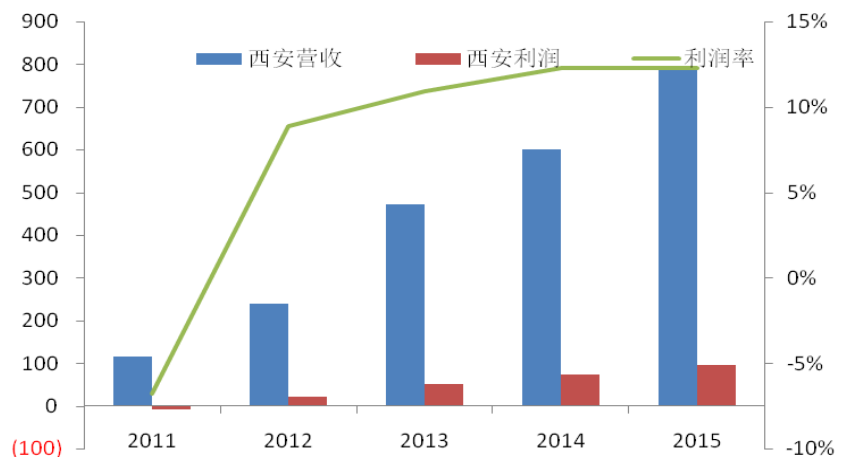
图1：公司历年营收 单位：百万元



资料来源：群益证券整理预测

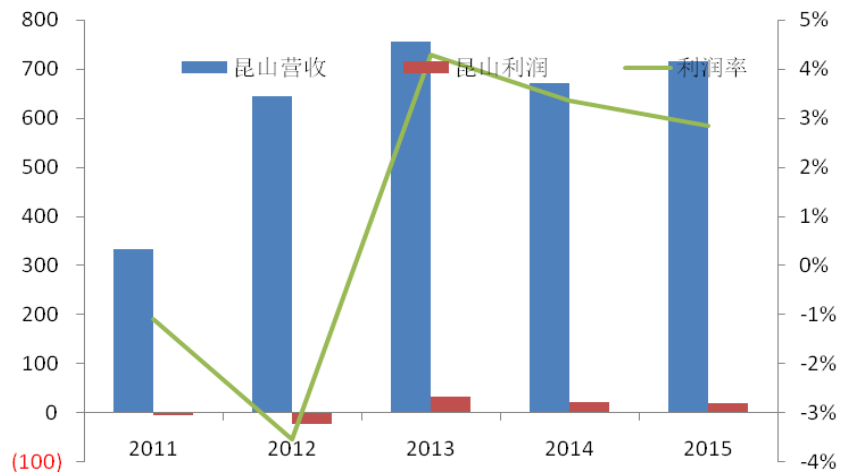
公司目前已形成了以天水为基地，西安华天（中端）和昆山华天（高端）为前沿的集成电路产业发展布局，近年来，随着募投的西安华天及并购的昆山华天并表，公司中高端封测收入占比迅速提升，同时西安华天及昆山华天已逐步进入收获期，收入水准及盈利能级均有明显的提升。

图2：西安公司收入及净利润变化 单位：百万元，%



资料来源：群益证券整理

图3：华天昆山收入及净利润变化 单位：百万元，%



资料来源：群益证券整理

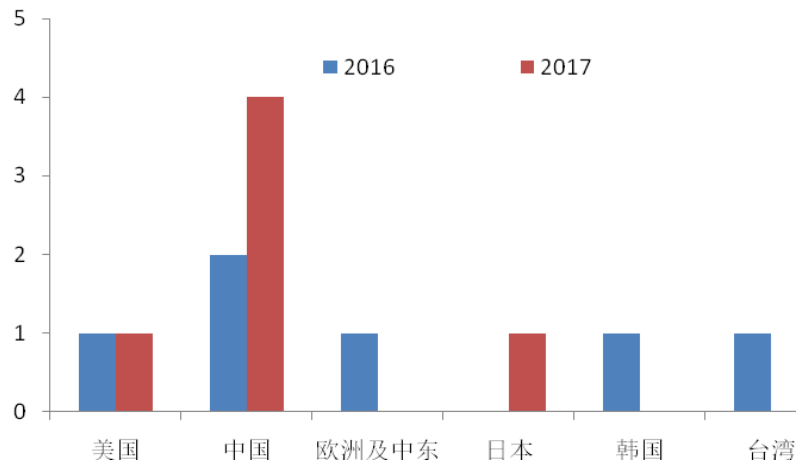
随着产能布局逐步完善，特别是在汽车电子、手机摄像头需求持续释放的背景下，公司中高阶封装收入增长迅速。2015年晶圆级封装同比增长130%至27万片，同时华天昆山8寸Bumping+CIS产能20k/月，良目前率及稼动率皆处于高位，12寸产能也已于2015年下半年开始迅速释放，目前产量已经爬升至超过3K/月，亦接近满产状态，同时公司募投项目中昆山华天投资额共计6亿元，3Q16厂房和设备将到位，产线拉通，预计2017年将开始贡献业绩，达产后将形成12寸片产能37万片/年，较目前3.5k/月产能大幅提升。我们预计未来两年华天昆山产值复合增长率将超过40%。

除了昆山的高端封装产能布局外，公司收购的美国FCI在Bumping、WLCSP、FC等封装工艺方面浸淫多年，2015年虽然亏损3432万元，但公司通过人员及客户资源的整合，2016年有望扭亏，将进一步推升公司高端封测的盈利水准。

除了昆山华天外，公司增发募投的天水华天西安华天亦大幅增加产能，分别新增MCM、QFP12亿只、QFN、BGA、SiP、MEMS等集成电路封装产品4.6亿只。公司预计天水、西安、昆山三地的募投项目达产后分别将形成7.2亿元、7.4亿元和5.3亿元的销售收入以及6130万元、7528万元和6090万元的净利润，长期增长动力充足。

就行业自身来看，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。预计未来两年中国大陆将有6条12寸的晶圆厂投产将大幅提升封测行业市场空间。

图4：全年12寸晶圆产线增量分布



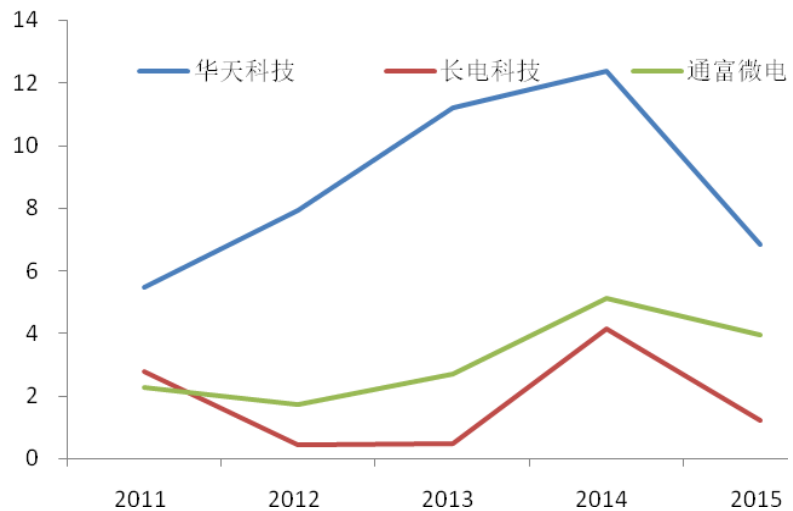
资料来源：SEMI，群益证券整理

特别是汉新芯 240 亿美元的存储晶片产业布局 3DNand 领域，若能达产，将形成 30 万片/月的晶圆产能，晶圆产值规模将近 100 亿元，我们预计将带动封装需求超过 65 亿元，华天将与武汉新芯成立合资的封测厂，将成为受益最大的封测企业

收益质量分析及盈利预测

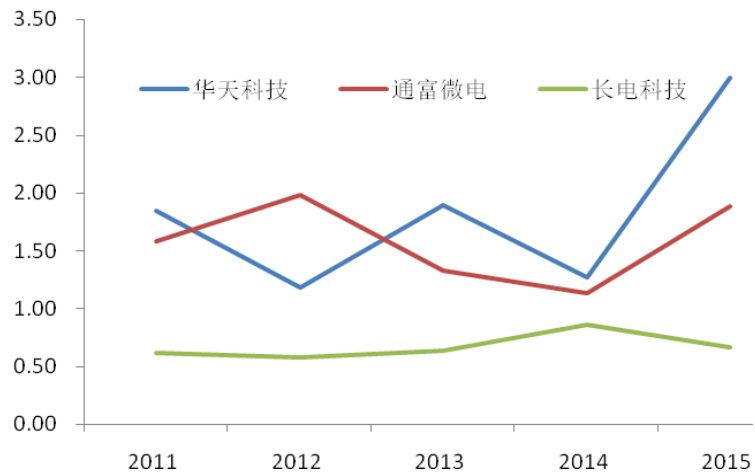
对比同行业公司，公司无论在收益质量、周转速度均处于领先地位，反映公司良好的经营和管理能力。

图 5：ROE 比较（摊薄）单位：%



资料来源：群益证券整理

图 6：流动比率比较



资料来源：群益证券整理

公司 2015 年实现营收 38.7 亿元，YOY 增长 17.2%，实现净利润 3.2 亿元，YOY 增长 6.8%，EPS0.45 元。受到纪元微科并表影响，公司综合毛利率 20.5%较上年下降 1.4 个百分点。同时，公司净利润增速不如营收增速在于 FCI 和和纪元微科分别致公司净利润减少 2371 万元和 1323 万元。

1Q16 公司实现营收 11 亿元，YOY 增长 49%，实现净利润 7729 万元，YOY 增长 20.3%，扣非后公司净利润增长 30%。

公司预计 1H16 净利润 1.7 亿元-2.2 亿元，YOY 增长 0-30%，相应的，2Q16 净利润区间 9361 万元-1.45 亿元，YOY 下降 12%-增长 36%，考虑到公司高端封测产能释放迅速同时半导体封测行业景气持续，我们预计公司业绩有望处于预增范围的上限。

展望未来，随着公司对于 FCI 整合的推进，我们认为 FCI2016 年有望摆脱亏损的局面，同时在车载镜头、手机镜头对于高端封测需求的持续拉动下，2016-17 年公司产量有望迈上一个新台阶，预计分布可实现净利润 4.2 亿、5.2 亿元，YoY 增长 32%、24%，EPS 为 0.40 元、0.49 元，对应 PE 分别为 30 倍和 24 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	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	2447	3305	3874	4664	5924
经营成本	1920	2582	3079	3727	4715
营业税金及附加	5	15	6	9	12
销售费用	36	42	55	61	77
管理费用	242	352	423	480	586
财务费用	34	28	59	-5	12
资产减值损失	7	2	7	2	2
投资收益	-13	-2	4	4	0
营业利润	189	282	250	394	519
营业外收入	38	66	131	150	150
营业外支出	0	0	4	13	13
利润总额	227	348	377	531	656
所得税	26	42	49	80	98
少数股东损益	2	8	10	30	35
归属于母公司所有者的净利润	199	298	319	421	523

附二: 合并资产负债表 6

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	474	447	2122	2759	3587
应收账款	412	453	611	734	880
存货	283	333	529	560	577
流动资产合计	1415	1621	3754	4130	4543
长期股权投资	38	0	1	1	1
固定资产	1672	1913	2679	2813	2813
在建工程	217	370	334	167	83
非流动资产合计	2144	2537	3314	4242	4879
资产总计	3559	4158	7069	8372	9421
流动负债合计	747	1283	1252	1378	1515
非流动负债合计	839	351	530	424	297
负债合计	1586	1633	1782	1802	1812
少数股东权益	197	118	637	667	667
股东权益合计	1776	2407	4649	5903	6942
负债及股东权益合计	3559	4158	7069	8372	9421

附三: 合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	388	553	684	744	963
投资活动产生的现金流量净额	-803	-460	-1524	-717	-605
筹资活动产生的现金流量净额	411	37	2348	694	750
现金及现金等价物净增加额	-9	130	1506	721	1108

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@持意见或立场, 或买入, 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@。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。