

2018年08月26日

华天科技 (002185.SZ)

动态分析

短期波动不改长期行业公司竞争力向好趋势

电子元器件 | 半导体 III

 投资评级 **买入-B(下调)**
 股价(2018-08-24) **5.20 元**

投资要点

◆ **公司动态:** 公司发布 2018 年中期业绩报告, 上半年实现营业收入 37.9 亿元, 同比增长 14.3%, 毛利率 16.3%, 同比下降 2.7 个百分点, 归属于上市公司股东的净利润 2.10 亿元, 同比下降 17.5%, 每股收益 0.0988 元, 同比下降 17.5%。第二季度单季度实现销售收入 18.6 亿元, 同比上升 1.72%, 归属上市公司股东净利润 1.29 亿元, 同比下降 8.07%。

◆ 点评:

➢ **营收规模稳步增长, 行业淡季影响短期增速:** 公司上半年和第二季度的销售收入分别提升 14.3% 和 1.72%, 短期内行业处于相对淡季使得第二季度公司的营收规模增速有所放缓。从主要的生产基地情况看, 西安和天水的生产基地收入增长规模上半年分别达到了 31.1% 和 15.2%, 延续了之前较为理想的增长趋势, 而昆山基地作为公司先进工艺的生产基地其收入规模出现了下滑, 行业市场终端产品增长放缓使得公司在先进封装的需求不及预期, 我们认为随着行业逐步进入淡季, 业务规模有望逐步恢复。

➢ **毛利率短期承压, 经营效率保持稳定:** 由于市场需求的规模不及预期, 使得公司成本上升未能获得有效的产出进而导致了毛利率水平有所下滑, 从主要生产基地的盈利水平看, 销售规模出现下滑的昆山基地上半年出现了净利润由盈转亏。经营效率方面公司仍然保持了较好的水平, 在收入增速放缓和研发支持持续扩大的情况下, 公司的三项费用率水平在上半年同比下降 0.3 个百分点为 8.7%, 继续提升公司的管理效用。

➢ **业绩指引显示短期仍然面临压力, 长期产业扩张公司竞争力值得期待:** 公司预计在 2018 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 -20%~10%, 净利润变动区间为 3.10 亿元~4.26 亿元。公司预计业绩增长仅维持平稳的原因是受生产成本以及汇率变动等因素影响。我们认为短期内公司的经营业绩仍然面临压力, 但是长期看无论是行业还是公司自身的竞争力均值得期待, 原因包括: 1) 封装行业作为半导体制造的环节在国内晶圆加工产能持续投入的情况下, 未来的需求仍然有着较大的空间; 2) 公司在先进封装工艺中通过内生外延并举的方式获得了可靠的竞争利; 3) 存储器作为国内的重要拓展市场, 公司与相关重要厂商保持着良好密切的合作关系。

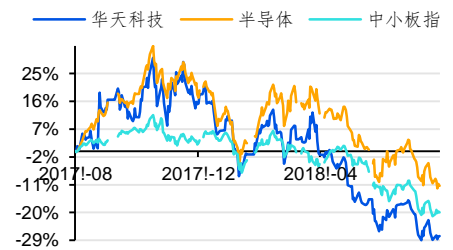
◆ **投资建议:** 我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.26、0.31 和 0.41 元。净资产收益率分别为 9.5%、10.6% 和 12.4%, 给予买入-B 建议。

◆ **风险提示:** 终端产品市场需求不及预期影响公司产能利用率; 晶圆封装产业竞争导致产品价格变动; 人民币汇率影响公司产品报价及盈利能力。

交易数据

总市值 (百万元)	11,081.79
流通市值 (百万元)	8,054.05
总股本 (百万股)	2,131.11
流通股本 (百万股)	1,548.86
12 个月价格区间	5.04/9.48 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.92	-3.7	-7.61
绝对收益	-13.33	-22.35	-26.3

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

陈韵迷
 chenyunmi@huajinsec.cn
 021-20377068

相关报告

- 华天科技: 2017 年营收利润同比扩张, 先进封装未来值得期待 2018-03-27
- 华天科技: 行业景气叠加产能扩张, 公司值得持续期待 2017-08-27
- 华天科技: 华天集团与西安经开区签约拟投 58 亿封测项目 2017-06-26
- 华天科技: 产能扩张推动业务增长, 行业依然值得期待 2017-03-28
- 华天科技: 营收业绩显著提升, 公司进入成长轨道 2017-02-22

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	5,475.0	7,009.9	8,289.7	9,373.1	10,534.1
同比增长(%)	41.3%	28.0%	18.3%	13.1%	12.4%
营业利润(百万元)	416.0	629.2	678.7	833.4	1,077.4
同比增长(%)	66.7%	51.2%	7.9%	22.8%	29.3%
净利润(百万元)	390.9	495.2	546.9	670.5	869.3
同比增长(%)	22.7%	26.7%	10.4%	22.6%	29.7%
每股收益(元)	0.18	0.23	0.26	0.31	0.41
PE	28.3	22.4	20.3	16.5	12.7
PB	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：产能释放未达预期增收不增利	4
二、经营状况点评：业务结构基本维持，成本影响毛利率	5
（一）国内外收入规模稳步拓展，国内市场盈利能力波动较大	5
（二）营收西安天水维持增长，盈利能力不同程度下滑	5
（三）业绩指引维持平稳，汇兑波动及成本上升是主要原因	6
三、盈利预测及投资建议	7
四、风险提示	8

图表目录

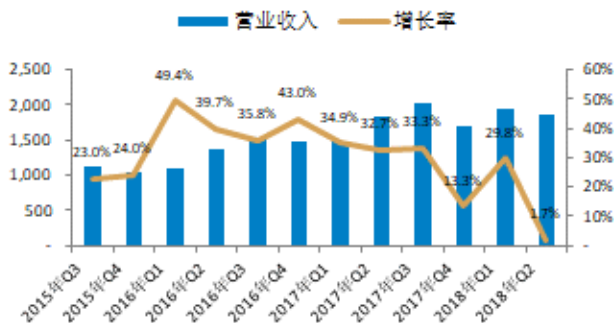
图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动	4
图 5：收入按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
图 6：毛利率按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
图 7：收入按子公司细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
图 8：净利润率按子公司细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
表 1：华天科技营业收入毛利率预测	7

一、季度业绩点评：产能释放未达预期增收不增利

公司发布 2018 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 37.9 亿元，同比增长 14.3%，归属于上市公司股东的净利润 2.10 亿元，同比下降 17.5%，每股收益 0.0988 元，同比下降 17.5%。第二季度单季度实现销售收入 18.6 亿元，同比上升 1.72%，归属上市公司股东净利润 1.29 亿元，同比下降 8.07%。

公司上半年在晶圆测试和集成电路封装方面的出货量保持了稳健的成长，推动了公司收入规模测成长，从季度数据看，第二季度处于下游需求的淡季，公司的营收增长速度也出现了明显的放缓。净利润方面我们可以看到，公司尽管收入规模有所增加，但是产能释放未能实现预期目标，生产成本上升，公司的盈利水平出现了下滑。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度盈利变动

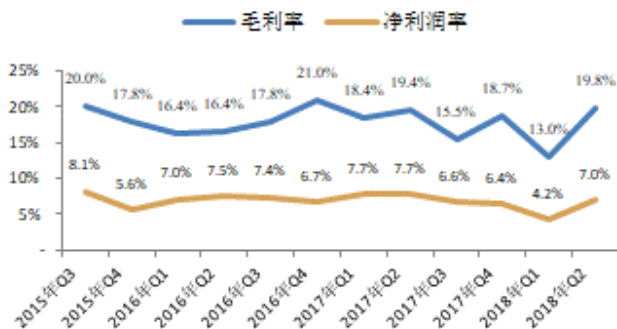


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2018 年上半年主营业务毛利率为 16.3%，同比下降 2.7 个百分点，其中第二季度的毛利率为 19.8%，同比上升 0.4 个百分点。公司上半年处于产能的爬坡期，并且生产成本方面也有所提升，因此毛利率水平同比有所下降，但是可以看到的是第二季度单季度的毛利率水平出现了回升，基本回到正常水平。

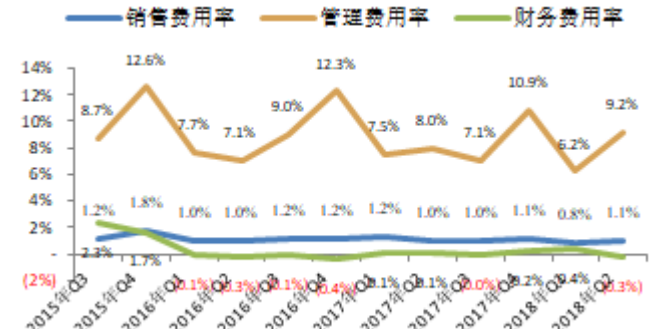
经营费用方面，2018 年上半年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 0.9%、7.7% 和 0.1%，其中第二季度分别为 1.1%、9.2%和-0.3%，三项费用率合计分别下降 0.3 和上升 0.9 个百分点，经营管理效率保持平稳。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

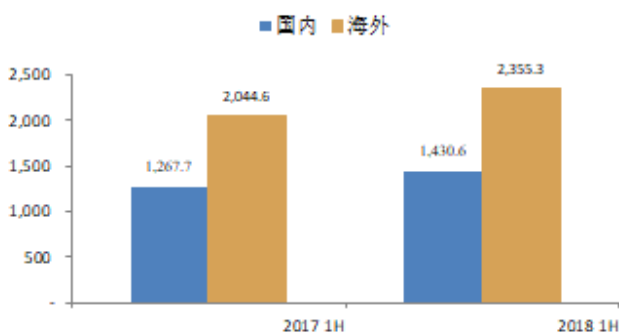
二、经营状况点评：业务结构基本维持，成本影响毛利率

2018年上半年，公司国内外市场的营收增速均比较快，但是海外业务的毛利率出现了较为显著的下降。产品分布方面，纸质载带与胶带仍然占据了公司94.1%的收入规模，新产品虽然收入增速较快但是占比依然有限，毛利率方面纸质载带受到成本影响较大。

（一）国内外收入规模稳步拓展，国内市场盈利能力波动较大

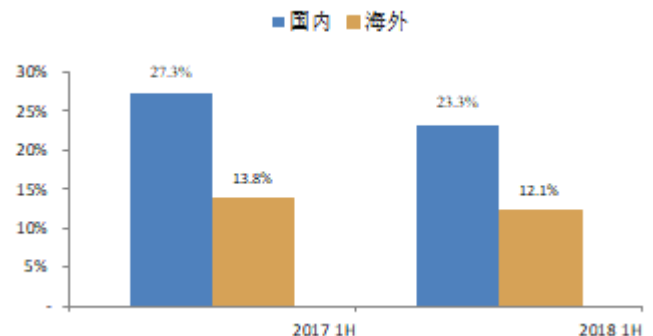
2018年上半年，公司国内市场销售收入14.3亿元人民币，同比上升12.9%，毛利率为23.3%，同比下降4.0个百分点。海外市场销售收入23.6亿元人民币，同比上升15.2%，毛利率为12.1%，同比下降1.7个百分点。

图 5：收入按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



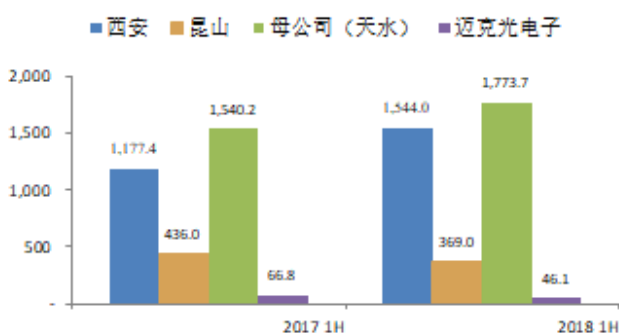
资料来源：Wind，华金证券研究所

公司国内外市场在收入端增长趋势基本保持一致，海外业务方面 MEMS 硅麦在欧美市场的拓展速度较为理想，使得收入增速略高于国内市场，毛利率方面看，国内市场的竞争和成本变动较大，因此毛利率下降幅度较高。

（二）营收西安天水维持增长，盈利能力不同程度下滑

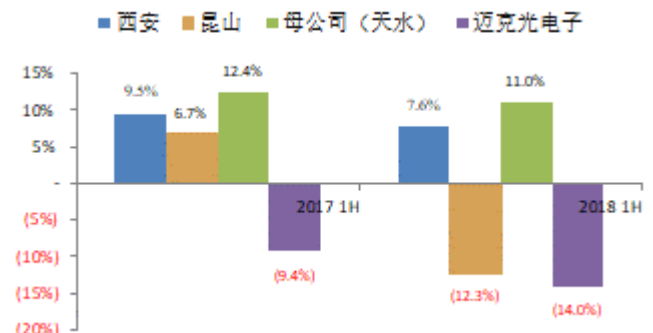
从子公司细分的收入看，西安和天水基地收入分别同比上升31.1%和15.2%，继续维持成长，昆山基地和迈克光电子营收分别下降15.4%和上升31.0%。

图 7：收入按子公司细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：净利率按子公司细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

从盈利能力看，四个主要的生产基地均出现了不同程度的下降，西安和天水的净利润率分别同比下降 1.9 和 1.4 个百分点，营收规模持续扩张对于成本反应较为温和，而昆山和迈克光电子的净利润率同比下降 19.0 和 4.6 个百分点，其中昆山子公司上半年由盈转亏，产能利用率不足导致盈利能力下降幅度较为明显。

（三）业绩指引维持平稳，汇兑波动及成本上升是主要原因

公司预计在 2018 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 -20%~10%，净利润变动区间为 3.10 亿元~4.26 亿元。公司预计业绩增长仅维持平稳的原因是受生产成本以及汇率变动等因素影响。

三、盈利预测及投资建议

我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.26、0.31 和 0.41 元。净资产收益率分别为 9.5%、10.6%和 12.4%，考虑到半导体市场需求在 2018 年下半年存在库存波动的影响，尽管我们长期持续看好半导体封测行业的规模扩张以及公司的产业竞争力提升，出于对于短期业绩的谨慎考虑，我们将公司评级下调至买入-B 投资建议。

盈利预测主要基于如下假设：

半导体业务：主要包含了 3 个生产基地主体，其中我们预计西安和天水总部的营收增长继续能够保持较为稳健的趋势，昆山基地主要是 12 英寸先进工艺为主，由于对应于下游市场应有中智能手机的增长较为有限，而其他产品尚未能弥补相关业务需求，因此我们认为下半年有望恢复但全年业务仅能维持持平。随着下游产品市场的发展，我们预计进入 2019 年后，高端先进封装的需求将会恢复增长。

LED 业务主要是迈克光电子，我们预计将会保持平稳增长的态势。

产品毛利率方面，2018 年由于产能利用率不及预期，因此毛利率水平无法如之前预期的提升，基本保持平稳，但是随着未来规模效应的带动，公司毛利率呈现上升趋势。

表 1：华天科技营业收入毛利率预测

收入（按产品分布） 单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计	5,475.0	7,009.9	8,289.7	9,373.1	10,534.1
YtoY	41.3%	28.0%	18.3%	13.1%	12.4%
西安	1,590.4	2,616.8	3,369.1	3,921.7	4,374.6
昆山	884.4	788.8	786.8	1,022.8	1,215.1
母公司（天水）	2,596.4	3,339.3	3,840.2	4,097.5	4,570.8
迈克光电子	145.0	123.1	130.5	143.5	157.9
其他分部	258.8	141.8	163.1	187.6	215.7
毛利率	18.0%	17.9%	18.0%	18.3%	19.3%
集成电路	18.5%	18.2%	18.2%	18.5%	19.5%
LED	3.1%	1.8%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

费用方面，随着收入规模的增长，研发费用占比有望下降，主要费用率水平基本维持稳定。资本开支的规模我们仍未将会逐步降低，2015 年以来的产能扩张预计将会逐步释放，因此近期的资本投入规模将会有所放缓。

四、风险提示

终端产品市场需求不及预期影响公司产能利用率；

晶圆封装产业竞争导致产品价格变动；

人民币汇率影响公司产品报价及盈利能力。

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

蔡景彦声明，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

华金证券股份有限公司（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股份有限公司（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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com