

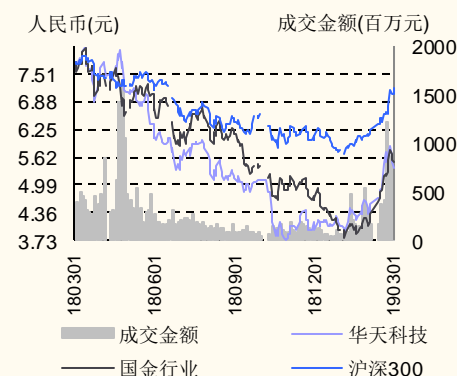
## 华天科技 (002185.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.38 元  
 目标价格 (人民币): 6.24-6.24 元

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	2,130.44
总市值 (百万元)	11,465.39
年内股价最高最低 (元)	8.13/3.73
沪深 300 指数	3749.71
中小板综	8999.41



### 相关报告

1. 《决胜先进封装时代:黎明将至,新周期重启-华天科技深度报告》, 2018.12.28

范彬泰 联系人  
 fanbintai@gjzq.com.cn

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003  
 (8621)61038318  
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

## 半导体行业开始复苏, 先进封装潜力即将释放

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.367	0.232	0.181	0.234	0.312
每股净资产 (元)	4.61	2.51	2.74	2.93	3.19
每股经营性现金流 (元)	0.81	0.42	0.52	0.71	0.79
市盈率 (倍)	32.93	36.67	29.62	22.87	17.20
净利润增长率 (%)	22.73%	26.67%	-22.11%	29.52%	32.91%
净资产收益率 (%)	7.96%	9.26%	6.60%	8.01%	9.77%
总股本 (百万股)	1,065.56	2,131.11	2,131.11	2,131.11	2,131.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩快报简评

■ 华天科技公布了 2018 年业绩快报, 全年营收约 71.12 亿, 同比小幅成长 1.45%, 归母净利润约 3.87 亿, 大幅衰退约 22%。营收增速略低于我们预期 4.1% 的增速, 相较于三季报给出的盈利指引, 业绩略低于指引中枢值 4.21 亿和我们预期的 4.2 亿, 也低于市场预期的 5.18 亿。

### 经营分析

- **营收微增 1.45% 低于行业平均, 业绩下滑超过 20%:** 我们认为营收端的大幅放缓一方面受到整个行业景气度下降的影响, 处于芯片行业下游的封装测试行业受到半导体行业周期的波动性更加明显。另一方面从公司自身的业务来看, 首先比特币市场的崩盘导致西安厂的矿机芯片封装业务的减少对于营收影响较大, 其次昆山厂的主力产品图像传感器 (CIS) 封装由于竞争激烈导致封装价格降幅接近一半, 使得昆山厂的业绩承压。
- **智能手机新一轮创新周期驱动手机出货量回暖, “三摄” 和 “屏下指纹” 新技术持续渗透, 昆山厂图像传感器芯片和指纹芯片等先进封装潜力有望释放。** 从芯片的封装角度来看, 我们认为图像传感器芯片和指纹芯片的封装需求将会大幅改善, 而华天科技昆山厂储备了大量的先进封装技术和产能可以用于这两类芯片的封装。目前公司利润下滑的主要原因就在于西安厂和昆山厂的先进封装产能利用率较低, 一旦这两类芯片封装需求开始放量, 公司的业绩有望会实现大幅改善。
- **海外并购顺利进行, 欧美高端客户将进一步消化新投产的先进封装产能。** Unisem 公司主要客户以国际 IC 设计公司为主, 包括 Broadcom、Qorvo、Skyworks 等公司, 这些公司的设计多采用先进制程工艺, 需要的封装也大部分以先进封装技术为主, 与 Unisem 联手可以进一步解决公司目前先进产能利用率较低的问题。

### 盈利预测和投资建议

- 我们看好半导体行业复苏之后以及公司并购 Unisem 以后客户协同带来业绩提升, 我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.18 元/0.23 元/0.31 元, 目前股价对应 P/E 估值为 30x, 23x 和 17x。随着半导体行业回到景气周期, 我们认为公司的合理估值为 20x, 参考 2020 年 EPS 为 0.312 元, 维持公司原来 6-12 个月目标价 6.24 元, 继续给予“买入”评级。

### 风险提示

- 中美贸易摩擦加剧; 5G 手机驱动的换机需求低于预期。

## 一、昆山厂产能释放不利导致业绩下滑超过 20%

华天科技 2018 年四季度营收和获利均大幅下滑，其中营业利润同比下降幅度高达 65%，归母净利润也减少接近一半。去年四季度利润的大比例下降拖累全年获利下降 22%，由于资产规模的增长叠加利润水平的下滑，2018 年净资产收益率（ROE）也从 2017 年的 9.7% 降至 7%。

图表 1：2018 年四季度和全年关键财务指标汇总

单位：百万	4Q18	3Q18	4Q17	环比/变化幅度	同比/变化幅度	2018	2017	同比/变化幅度
总营收	1,552	1,773	1,686	-12%	-8%	7,112	7,010	1%
营业利润	49	163	138	-70%	-65%	489	629	-22%
归母净利润	59	117	107	-49%	-45%	387	495	-22%
营业利润率 %	3.1%	9.2%	8.2%	-6.1%	-5.0%	6.9%	9.0%	-2.1%
归母净利率 %	3.8%	6.6%	6.4%	-2.8%	-2.6%	5.4%	7.1%	-1.6%
净资产收益率 %	4.2%	8.4%	8.1%	-4.2%	-3.9%	7.0%	9.7%	-2.7%

来源：公司公告，国金证券研究所（单季净资产收益率进行了年化处理）

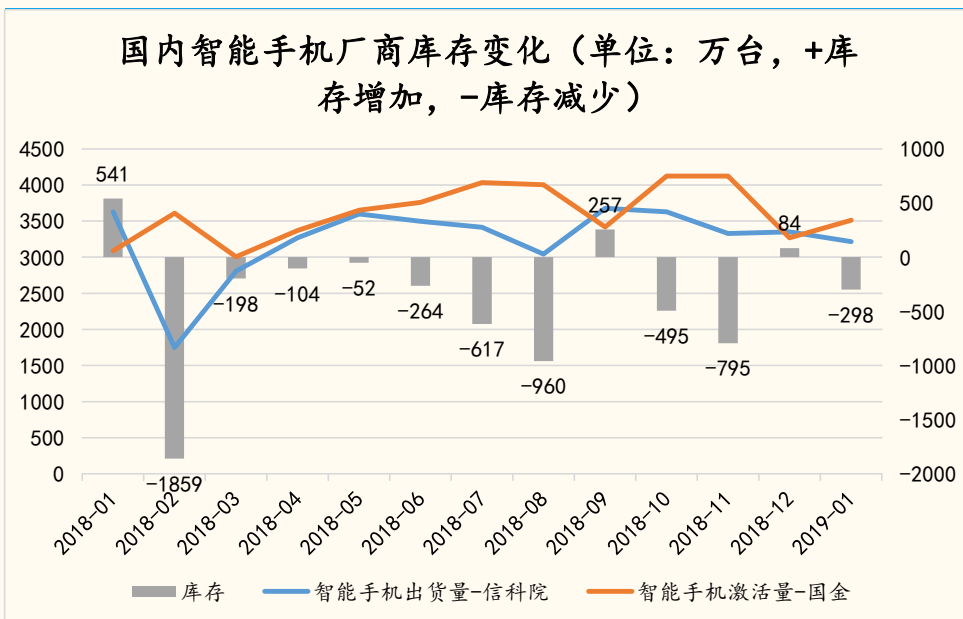
整体半导体产业在 2018 年平均成长 5-7% 左右，而华天科技仅有 1.45% 的营收成长，低于行业平均。我们认为营收端的大幅放缓一方面受到整个行业景气度下降的影响，无论是上游的材料厂商，中游的代工厂商都无一能够幸免，而处于芯片行业下游的封装测试行业受到半导体行业周期的波动性更加明显。从公司自身的业务来看，首先比特币市场的崩盘导致西安厂的矿机芯片封装业务的减少对于营收影响较大，其次图像传感器（CIS）封装由于竞争激烈导致封装价格降幅接近一半，使得昆山厂的业绩承压。

除了需求端的大幅放缓之外拖累营收以外，昆山厂在 2017 年底昆山厂投产的先进封装产能投产，由于昆山厂来自晶圆级封装客户的订单不足，导致产能利用率较低，使得公司的盈利水平长期比较低迷。开工率较低，进一步增加了成本端的压力，二者叠加造成了 2018 年获利的大幅衰退。

## 二、2019-2020 年下游需求扎实，半导体行业全面复苏

- **智能手机新一轮创新周期驱动手机销量回暖。**根据国金证券创新研究中心监测到真实的智能手机激活量数据，2019 年 1 月份国内手机新增设备数 3513 万台，同比增长 13.76%，环比增长 7.5%。**我们认为智能手机销量开始回暖**，在下图 2 我们用信通院公布的智能手机出货量与国金证券创新研究中心监测的激活量数据可以得出国内手机市场的库存情况，可以发现 2018 年智能手机的库存一直在减少，进入 2019 年这种去库存的趋势仍然在延续。2018 年开始的行业去库存背后的推手在于智能手机行业进入新一轮技术创新周期，人脸识别，全面屏和屏下指纹等创新技术在 2018 年大量涌现，这种创新趋势在 2019 年开始继续发酵，三星和华为等行业龙头相继推出支持 5G 网络的折叠手机惊艳四座，而且从 2014 年至今仍有大量的潜在换机需求未被满足，巨大的换机需求和创新性的新机型推出有望激发智能手机行业新一轮的增长。

图表 2：2019 年 1 月智能手机出货量回暖



来源：信通院，国金证券研究所

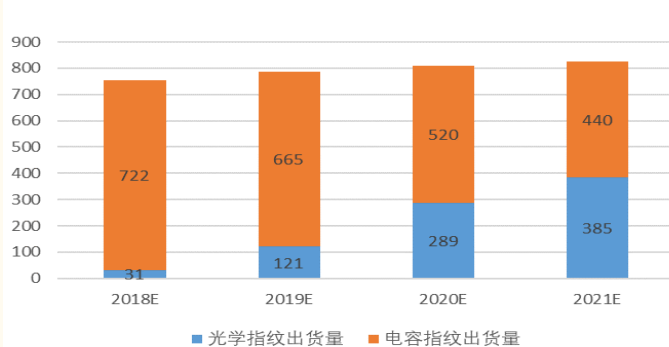
- “三摄”和“屏下指纹”创新技术持续渗透，昆山厂图像传感器芯片和指纹芯片等先进封装潜力将释放。智能手机已经成为了芯片最大应用场景，创新技术如“三摄”和“屏下指纹”的渗透率提升推动了图像传感器芯片（CIS）和指纹芯片新的增长空间，这部分增长来自大量的换机需求。从芯片的封装角度来看，我们认为图像传感器芯片和指纹芯片的封装需求也会激增，而华天科技昆山厂储备了大量的先进封装技术和产能可以用于这两类芯片的封装。目前公司利润下滑的主要原因就在于西安厂和昆山厂的先进封装产能利用率较低，一旦这两类芯片开始放量，公司的业绩将会实现大幅提升。此外晶圆代工厂的产能利用率也开始企稳回升，半导体行业进入新一轮景气周期，我们预计 2019 年晶圆代工厂的产能利用率将从 77% 全面回升至 91%，作为晶圆代工厂的下游，芯片封测行业将直接受益。

图表 3：晶圆代工行业产能利用率复苏



来源：晶圆代工厂各公司公告，国金证券研究所

图表 4：屏下指纹爆发，未来 3 年 CAGR=131%。



来源：旭日大数据，国金证券研究所

### 三、海外并购顺利进行，欧美高端客户有助于释放先进封装产能

随着全球半导体封测产业向中国大陆转移，国际化客户成为国内封测大厂新的突破领域。目前华天科技国外营收占比虽然已经超过 60%，但是仍然以亚洲客户为主，此次公司出海收购马来西亚封测厂商 Unisem 则能够为公司引进更多的欧美半导体客户，尤其是 Unisem 公司主要客户以国际 IC 设计公司为主，包括 Broadcom、Qorvo、Skyworks 等公司，这些公司的设计多采用先进制程

工艺，需要的封装也大部分以先进封装技术为主，与 Unisem 联手可以进一步解决公司目前先进产能利用率较低的问题。截至 2019 年 1 月 18 日，公司通过华天马来西亚已经交割了所接受的有效要约股份，我们认为此次收购完成将极大的提升公司价值中枢。

#### 四、盈利预测调整

2019 年虽然全球晶圆代工行业开始复苏，但是半导体行业总体增速仍然处于复苏的初期，预计 2019 年全球晶圆代工行业成长约 0-5%。华天科技 2018 年营收基数较低，而且国内芯片封装市场成长性要超过全球，我们预计公司 2019 年营收开始改善，预计同比增长 8.8%，相较于原来接近 15% 的增速下修 5%，获利下修 6%。2020 年半导体行业有望重回高增长周期，所以 2020 年的营收和获利目标维持不变，参考 2020 年 EPS 0.312 元，合理 P/E 估值为 20 倍，维持原来目标价 6.24 元，继续给予“买入”评级。

图表 5：华天科技盈利修正汇总

	2018	新 2019E	旧 2019E	Diff. %	新 2020E	旧 2020E	Diff. %	一致预期 2019e	一致预期 2020e
营收(百万元)	7,112	7,734	8,173	-5%	9,637	9,637	0%	9,066	11,026
Y/Y(%)	1.5%	8.8%	14.9%		24.6%	17.9%		27.5%	21.6%
归母净利润(百万)	387	500	531	-6%	664	664	0%	592	777
Y/Y(%)	-21.91%	29.52%	37.2%		32.9%	25.1%		53.2%	31.1%
EPS	0.18	0.23	0.25	-6%	0.31	0.31	0%	0.28	0.36
ROE %(摊薄)	7.0%	8.0%	8.4%		9.8%	9.8%		9.3%	10.9%
ROA %	3.1%	4.8%	5.0%		5.8%	5.8%		4.9%	6.3%

来源：wind，国金证券研究所

#### 五、风险提示：

- 1、中美贸易环境仍具有较大的不确定性，一旦摩擦加剧将影响半导体行业的需求。
- 2、5G 商用化进程不达预期，智能手机换机需求低于预期。
- 3、收购 Unisem 之后客户的整合仍具有一定的不确定性。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,874</b>	<b>5,475</b>	<b>7,010</b>	<b>7,112</b>	<b>7,734</b>	<b>9,637</b>
增长率		41.3%	28.0%	1.4%	8.8%	24.6%
主营业务成本	-3,079	-4,487	-5,755	-5,924	-6,332	-7,839
%销售收入	79.5%	82.0%	82.1%	83.3%	81.9%	81.3%
毛利	795	988	1,255	1,187	1,402	1,798
%销售收入	20.5%	18.0%	17.9%	16.7%	18.1%	18.7%
营业税金及附加	-6	-20	-31	-33	-35	-43
%销售收入	0.1%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-55	-61	-74	-76	-70	-87
%销售收入	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	0.9%	0.9%
管理费用	-423	-502	-584	-659	-619	-781
%销售收入	10.9%	9.2%	8.3%	9.3%	8.0%	8.1%
息税前利润 (EBIT)	311	405	566	420	679	887
%销售收入	8.0%	7.4%	8.1%	5.9%	8.8%	9.2%
财务费用	-59	12	-6	16	-27	-21
%销售收入	1.5%	-0.2%	0.1%	-0.2%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-7	-19	-25	-14	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	18	4	0	0	0
%税前利润	1.0%	3.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	250	416	629	489	649	863
营业利润率	6.4%	7.6%	9.0%	6.9%	8.4%	9.0%
营业外收支	128	62	2	-9	0	0
税前利润	377	478	631	480	649	863
利润率	9.7%	8.7%	9.0%	6.8%	8.4%	9.0%
所得税	-49	-65	-84	-54	-97	-129
所得税率	12.9%	13.6%	13.3%	11.3%	15.0%	15.0%
净利润	328	413	547	426	552	733
少数股东损益	10	22	52	40	52	70
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>319</b>	<b>391</b>	<b>495</b>	<b>386</b>	<b>500</b>	<b>664</b>
净利率	8.2%	7.1%	7.1%	5.4%	6.5%	6.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	328	413	547	426	552	733
少数股东损益	10	22	52	40	52	70
非现金支出	372	456	607	747	862	997
非经营收益	36	0	-4	30	45	51
营运资金变动	-52	-7	-246	-101	52	-90
<b>经营活动现金净流</b>	<b>684</b>	<b>863</b>	<b>904</b>	<b>1,102</b>	<b>1,511</b>	<b>1,691</b>
资本开支	-897	-1,476	-1,790	-1,204	-1,156	-1,206
投资	-293	-26	-2	0	0	0
其他	-335	62	99	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,524</b>	<b>-1,440</b>	<b>-1,694</b>	<b>-1,204</b>	<b>-1,156</b>	<b>-1,206</b>
股权募资	2,511	1	3	0	0	0
债权募资	-51	-195	612	198	-224	18
其他	-114	-223	-58	66	-156	-153
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,346</b>	<b>-418</b>	<b>557</b>	<b>264</b>	<b>-380</b>	<b>-135</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,506</b>	<b>-995</b>	<b>-234</b>	<b>162</b>	<b>-25</b>	<b>350</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,122	1,195	932	1,094	1,070	1,419
应收款项	725	906	1,097	1,129	1,166	1,429
存货	529	855	1,428	1,262	1,296	1,541
其他流动资产	379	214	126	223	227	243
流动资产	3,754	3,169	3,583	3,708	3,760	4,633
%总资产	53.1%	41.3%	38.3%	37.2%	36.4%	40.6%
长期投资	45	69	97	97	97	97
固定资产	3,014	3,847	5,005	5,277	5,623	5,935
%总资产	42.6%	50.1%	53.4%	52.9%	54.5%	52.1%
无形资产	213	204	183	185	185	186
非流动资产	3,314	4,508	5,783	6,259	6,560	6,768
%总资产	46.9%	58.7%	61.7%	62.8%	63.6%	59.4%
<b>资产总计</b>	<b>7,069</b>	<b>7,677</b>	<b>9,366</b>	<b>9,967</b>	<b>10,320</b>	<b>11,401</b>
短期借款	326	348	633	1,078	854	871
应付款项	874	1,361	1,899	1,807	1,919	2,313
其他流动负债	52	120	173	140	159	202
流动负债	1,252	1,829	2,706	3,025	2,932	3,386
长期贷款	357	76	409	409	409	409
其他长期负债	173	267	256	0	0	0
<b>负债</b>	<b>1,782</b>	<b>2,172</b>	<b>3,371</b>	<b>3,434</b>	<b>3,341</b>	<b>3,795</b>
普通股股东权益	4,649	4,908	5,347	5,845	6,238	6,795
少数股东权益	637	597	649	689	741	811
<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,069</b>	<b>7,677</b>	<b>9,366</b>	<b>9,967</b>	<b>10,320</b>	<b>11,401</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.389	0.367	0.232	0.181	0.234	0.312
每股净资产	5.672	4.606	2.509	2.743	2.927	3.189
每股经营现金净流	0.834	0.809	0.424	0.517	0.709	0.793
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.050	0.050	0.050
<b>回报率</b>						
净资产收益率	6.85%	7.96%	9.26%	6.60%	8.01%	9.77%
总资产收益率	4.51%	5.09%	5.29%	3.87%	4.84%	5.82%
投入资本收益率	4.52%	5.88%	6.96%	4.64%	7.00%	8.48%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	17.20%	41.33%	28.03%	1.45%	8.75%	24.60%
EBIT增长率	-1.13%	30.26%	39.65%	-25.78%	61.73%	30.62%
净利润增长率	6.82%	22.73%	26.67%	-22.11%	29.52%	32.91%
总资产增长率	70.00%	8.61%	22.00%	6.41%	3.54%	10.48%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	50.2	45.8	42.6	48.0	47.0	45.9
存货周转天数	51.1	56.3	72.4	78.0	75.0	72.0
应付账款周转天数	75.6	74.8	86.1	94.0	93.0	90.0
固定资产周转天数	252.4	218.2	234.7	235.1	218.3	171.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-27.21%	-14.00%	1.84%	6.00%	2.76%	-1.83%
EBIT利息保障倍数	5.3	-34.5	90.1	-25.6	25.1	43.2
资产负债率	25.22%	28.29%	35.99%	34.45%	32.37%	33.29%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	3	12
增持	1	1	1	1	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.33	1.25	1.25

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-21	买入	7.09	7.48~8.53
2	2017-08-28	买入	7.05	7.48~8.53
3	2017-10-24	买入	7.92	N/A
4	2018-12-28	买入	4.15	6.24~6.24

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH