

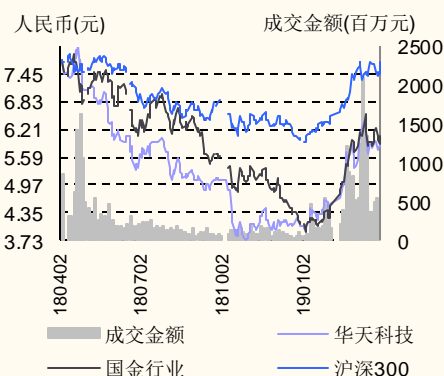
华天科技 (002185.SZ) 增持 (下调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.92 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)	12,616.19
年内股价最高最低 (元)	8.06/3.73
沪深 300 指数	3872.34
中小板综	9814.94



相关报告

- 《半导体行业开始复苏，先进封装潜力即将释放-华天科技业绩快报点...》，2019.3.1
- 《决胜先进封装时代：黎明将至，新时期重启-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

成功并购 Unisem，备战先进封装时代

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	0.182	0.236	0.306
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	0.70	0.86
市盈率 (倍)	32.93	36.67	32.55	25.12	19.35
净利润增长率 (%)	22.73%	26.67%	-21.71%	29.58%	29.77%
净资产收益率 (%)	7.96%	9.26%	6.63%	8.05%	9.60%
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

业绩简评

- 华天科技预告 2019 年一季度归母净利润同比下降 60%-90%，公司预计一季度合并口径营业收入下降幅度约为 10% 左右（若不考虑一季度合并 UNISEM (M) BERHAD 财务报表因素，营业收入下降幅度约 20%-30%）。

经营分析

- 成功收购 Unisem 切入欧美半导体客户，并表营收预计贡献接近 20 亿：今年 Q1 公司营收大约为 14.46 亿元，合并 Unisem 营收大约为 2.89 亿元。如果预计 2019 年 Unisem 营收增速为 4%，预计华天科技全年合并 Unisem 营收规模为 20 亿元，合并利润规模约为 6580 万左右。除了直接的营收贡献和先进封装的产能增长以外，我们认为合并 Unisem 对于公司来说更重要的是带来更多的欧美半导体客户资源，提升公司先进封装产能利用率，进而改善公司获利水平。
- 出海并购造成费用大增，Q1 净利润同比大幅下降：公司收购 Unisem 58.94% 的股份，支付对价约为 23.48 亿人民币。由于收购案在 2019 年一季度完成，对应的中介费用在这个季度确认，所以管理费用增加较多，而且由于收购增加了公司的银行贷款数额，导致一季度的财务费用也有较大比例的上升，对于当季利润产生了较大的冲减。
- 一季度封测业务遇冷，行业仍处于 4G 向 5G 动能切换的调整期：主营业务下滑 20% 一方面由于去年第一季度矿机芯片的业务规模较大，今年这部分营收减少之后造成业绩同比下滑，另一方面今年一季度仍处在 4G 向 5G 切换的调整期，新的需求还没有释放，受半导体行业景气度下降影响，下游客户需求减少，订单下降。我们认为行业景气度反转的关键在于今年的下半年，5G 手机的推出以及 7nm 矿机芯片的上市有望迎来新一轮行业增量需求。

盈利调整

- 虽然 Unisem 并表带来营收增长 26%，但是由于并购产生的中介费用拉高了全年的管理费用率以及财务费用提升，我们预计 2019 年和 2020 年的归母净利润变化不大，2018-2020 年 EPS 分别为 0.18 元，0.24 元和 0.31 元。

投资建议

- 我们仍然维持 6.24 元的目标价，但是由于股价前期上涨较多，将评级下调为“增持”，目前股价对应 2018-2020 年 P/E 分别为 33x，25x 和 19x。

风险提示

- 行业竞争加剧；中美贸易摩擦加剧；5G 商用化带来需求不及预期。

一、一季度业绩预告点评

公司公告 2019 年 1 季度营收在合并口径下同比下滑 10%至 17.35 亿元，若不考虑一季度合并 UNISEM (M) BERHAD 财务报表因素，公司营业收入下降幅度约 20%—30%，如果取中位数下滑 25%作为参考，今年 Q1 公司营收大约为 14.46 亿元，合并 Unisem 营收大约为 2.89 亿元。根据公司公告的 Unisem2018 年上半年营收规模大约为 10 亿元人民币，我们预计并购标的公司的 2018 年营收约为 21.8 亿元左右，1 季度合并大约 1 个半月的营收，这也与公司在 2019 年 1 月 19 日公告收购要约完成的时间相吻合。如果预计 2019 年 Unisem 营收增速为 4%，预计华天科技全年合并 Unisem 营收规模为 20 亿元，合并利润规模约为 6580 万左右。

除了直接的营收贡献和先进封装的产能增长以外，我们认为合并 Unisem 对于公司来说更重要的是带来更多的欧美半导体客户资源。在二者资源优势和客户优势互补的前提下，在将来有望实现在技术、产能和客户上的共同共享。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，以此为契机，加快公司在欧美地区的市场开发，快速提高公司在欧美地区的市场份额和占比，完善和优化公司全球市场和客户结构，切实推进公司国际化进程，有望能够大幅公司现有先进封装产能的利用率水平，从而改善公司获利水平。

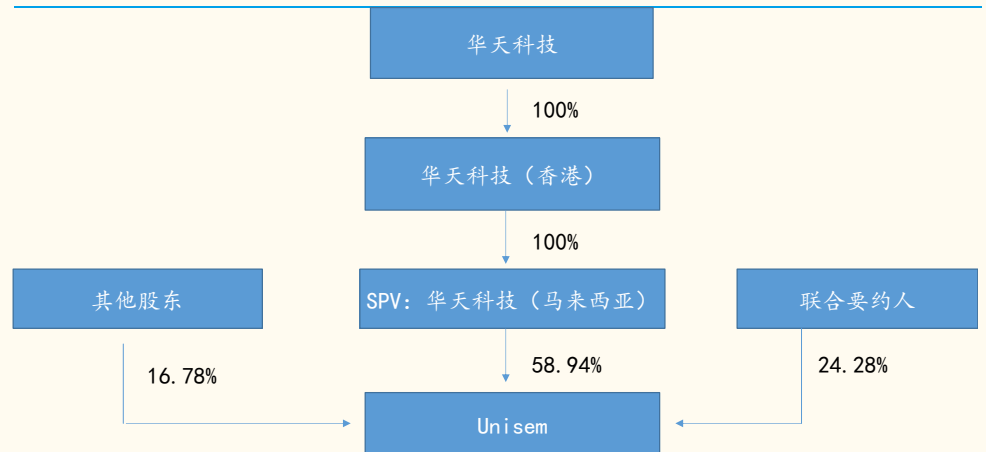
图表 1：并购标的 Unisem 与华天科技关键财务数据

Unisem	2017	1H18	2018E	2019E
营收（林吉特）	1,466	665	1,329	1,383
营收（百万）	2,404	1,090	2,180	2,268
净利润（林吉特）	161	37	75	78
净利润（百万）	265	61	123	128
归母净利润（林吉特）	159	37	74	77
归母净利润（百万）	262	61	122	127
净利率%	11%	6%	6%	0
华天科技	1Q18	1Q19(不考虑合并)	1Q19(实际)	并合数额
营收(百万)	1,928	1,446	1,735	289
yoy%		-25%	-10%	
归母净利润(百)	81.3	-	20.3	10
yoy%			-75%	

来源：公司公告，国金证券研究所

公司对于 Unisem 的收购案从 2018 年 9 月 28 日开始，公司控股股东华天电子集团和华天科技联手 Unisem 的股东 John Chia Sin Tet、Alexander Chia Jhet-Wern、Jayvest Holdings Sdn Bhd、SCQ Industries Sdn Bhd 作为联合要约人收购标的公司的流通股份。截止 2019 年 1 月 19 日，接受联合要约人要约的有效股份数为 428,553,254 股，占 Unisem 公司流通股总额 727,085,855 股的 58.94%，公司支付对价约为 23.48 亿人民币。另外联合要约人持有标的公司股份约 24.28%，其他股东持股 16.78%。由于收购案在 2019 年一季度完成，对应的中介费用在这个季度确认，所以管理费用增加较多，而且由于收购增加了公司的银行贷款数额，导致一季度的财务费用也有较大比例的上升，对于当季利润产生了较大的冲减。

图表 2: Unisem 股权结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

从公司主营业务来看, 2019 年一季度主营收入下滑幅度 20%~30%, 一方面由于去年第一季度矿机芯片的业务规模较大, 今年这部分营收减少之后造成业绩同比下滑, 另一方面今年一季度仍处在 4G 向 5G 切换的调整期, 新的需求还没有释放, 受半导体行业景气度下降影响, 下游客户需求减少, 订单下降。另外从全球封测龙头日月光公布的 2019 年 1 月和 2 月的营收来看, 日月光投控累计 1~2 月合并营收约 592.95 亿元新台币, 公司认为首季营收有明显季节性调整, 预估一季度营收环比下降约 20%, 同比也略逊于去年同期。我们认为行业景气度反转的关键在于今年的下半年, 因为各大手机厂商会在下半年推出 5G 机型, 对于换机需求具有一定的刺激作用, 而且 7nm 矿机芯片也有望在今年下半年集中推出, 增加新的芯片封测需求, 提升行业的业绩。

图表 3: 各大手机品牌发布 5G 手机可能时间

品牌	年份	产品
蘋果	2020	iPhone
Google	2019/10	Pixel 4
諾基亞(HMD)	未知	未知
榮耀	2019 初	Honor View 20(5G 版)
宏達電	2019 底	HTC U13
華為	2019	● 折疊式手機 ● P30 Pro
樂金	2019 初	LG/Sprint: LG G8 ThinQ
摩托羅拉/聯想	2019	Moto Z3(Moto Mod 配件)
OnePlus	2019 初	OnePlus 7(5G 版)
Oppo	2019 初	Oppo R15(5G 版)
三星	2019	● Galaxy S10 ● Verizon/AT&T 客製版 ● 折疊式手機
Sony	2019	Xperia
小米	2019 初	Mix 3(5G 版)
中興	2019 底	未知

来源: 手机厂商公告, Digital Trends, 国金证券研究所

二、财务模型调整基本假设

由于公司从一季度开始合并 Unisem 的营收，因此我们上调了 2019 年营收，从原来 77.34 亿增至 97.34 亿，但是由于并购产生的中介费用拉高了全年的管理费用率，而且由于公司银行贷款的增加，对应的财务费用也有较大的增长，所以我们预计 2019 年和 2020 年的归母净利润变化不大。

三、风险提示：

1、全球晶圆代工厂龙头台积电入局之后，先进封装领域加剧竞争。

因为公司所专注的行业属于先进封装技术，从产业链的划分属于中道工艺，也就是说进入这个行业有两个方向：从封装向上游拓展和从晶圆制造向下拓展。晶圆厂已经开始对这块市场虎视眈眈，而且他们有着天然的技术和设备优势，由于先进封装工艺的设备 and 晶圆制造环节类似，而且像 TSV, fan-out 等工艺都需要前道工艺的参与，一旦这些晶圆代工大厂入局，公司将面临巨大的竞争风险。

2、半导体行业整体增速趋缓，行业景气度下行拖累公司业绩

半导体行业呈现明显的周期性，行业景气度走弱有可能对公司的经营业绩造成一定影响。从 2004 年半导体行业景气的顶峰到 2010 年行业经历了一个完整的周期，历时大约 6 年，从 2010 年开始至 2017 年半导体行业又完成了一个完整的下降周期，可以推测半导体行业的周期大约为 6~7 年。全球半导体大厂库存水平较高，行业仍处于下行周期，随着行业增速的放缓，华天科技作为全球封测行业的前十大代工厂业绩有可能受到较大的压力。

3、中美贸易摩擦加剧，美国对于电子产品征税降低国内封测产业的竞争力

如果中美贸易战持续升级，国内芯片产业作为此次双方交战的重点，尤其是国内在全球半导体产业链中具有较强竞争力的封测行业可能会受到较大的冲击。因为我国的人力成本优势是芯片封测产业能够快速发展的关键，如果没过对于电子产品征税比例大幅提升，国内人力成本优势则被进一步挤压，国际半导体大厂在国内封测订单将受到影响，对于国内整个封测产业的发展将产生不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	3,874	5,475	7,010	7,112	9,734	9,637	货币资金	2,122	1,195	932	1,094	2,051	1,812
增长率		41.3%	28.0%	1.5%	36.9%	-1.0%	应收账款	725	906	1,097	1,129	1,468	1,429
主营业务成本	-3,079	-4,487	-5,755	-5,924	-7,958	-7,836	存货	529	855	1,428	1,261	1,629	1,540
%销售收入	79.5%	82.0%	82.1%	83.3%	81.8%	81.3%	其他流动资产	379	214	126	223	244	243
毛利	795	988	1,255	1,189	1,776	1,802	流动资产	3,754	3,169	3,583	3,708	5,392	5,025
%销售收入	20.5%	18.0%	17.9%	16.7%	18.2%	18.7%	%总资产	53.1%	41.3%	38.3%	37.2%	45.1%	42.6%
营业税金及附加	-6	-20	-31	-33	-44	-43	长期投资	45	69	97	97	97	97
%销售收入	0.1%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	3,014	3,847	5,005	5,277	5,623	5,935
营业费用	-55	-61	-74	-76	-88	-87	%总资产	42.6%	50.1%	53.4%	52.9%	47.0%	50.3%
%销售收入	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	0.9%	0.9%	无形资产	213	204	183	185	185	186
管理费用	-423	-502	-584	-659	-866	-781	非流动资产	3,314	4,508	5,783	6,259	6,560	6,768
%销售收入	10.9%	9.2%	8.3%	9.3%	8.9%	8.1%	%总资产	46.9%	58.7%	61.7%	62.8%	54.9%	57.4%
息税前利润 (EBIT)	311	405	566	421	778	891	资产总计	7,069	7,677	9,366	9,967	11,952	11,793
%销售收入	8.0%	7.4%	8.1%	5.9%	8.0%	9.2%	短期借款	326	348	633	1,011	816	120
财务费用	-59	12	-6	17	-40	-44	应付款项	874	1,361	1,899	1,806	2,415	2,312
%销售收入	1.5%	-0.2%	0.1%	-0.2%	0.4%	0.5%	其他流动负债	52	120	173	141	197	201
资产减值损失	-7	-19	-25	-14	-7	1	流动负债	1,252	1,829	2,706	2,957	3,428	2,633
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	357	76	409	409	1,409	1,409
投资收益	4	18	4	0	0	0	其他长期负债	173	267	256	65	65	87
%税前利润	1.0%	3.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,782	2,172	3,371	3,431	4,902	4,129
营业利润	250	416	629	492	731	847	普通股股东权益	4,649	4,908	5,347	5,847	6,242	6,788
营业利润率	6.4%	7.6%	9.0%	6.9%	7.5%	8.8%	少数股东权益	637	597	649	689	808	876
营业外收支	128	62	2	-9	0	0	负债股东权益合计	7,069	7,677	9,366	9,967	11,952	11,793
税前利润	377	478	631	483	731	847	比率分析						
利润率	9.7%	8.7%	9.0%	6.8%	7.5%	8.8%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-49	-65	-84	-55	-110	-127	每股指标						
所得税率	12.9%	13.6%	13.3%	11.3%	15.0%	15.0%	每股收益	0.389	0.367	0.232	0.182	0.236	0.306
净利润	328	413	547	428	621	720	每股净资产	5.672	4.606	2.509	2.743	2.929	3.185
少数股东损益	10	22	52	41	119	68	每股经营现金净流	0.834	0.809	0.424	0.518	0.698	0.860
归属于母公司的净利润	319	391	495	388	502	652	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.050	0.050	0.050
净利率	8.2%	7.1%	7.1%	5.5%	5.2%	6.8%	回报率						
							净资产收益率	6.85%	7.96%	9.26%	6.63%	8.05%	9.60%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.51%	5.09%	5.29%	3.89%	4.20%	5.53%
净利润	328	413	547	428	621	720	投入资本收益率	4.52%	5.88%	6.96%	4.70%	7.13%	8.24%
少数股东损益	10	22	52	41	119	68	增长率						
非现金支出	372	456	607	747	866	992	主营业务收入增长率	17.20%	41.33%	28.03%	1.46%	36.86%	-0.99%
非经营收益	36	0	-4	29	68	89	EBIT增长率	-1.13%	30.26%	39.65%	-25.53%	84.72%	14.50%
营运资金变动	-52	-7	-246	-101	-69	30	净利润增长率	6.82%	22.73%	26.67%	-21.71%	29.58%	29.77%
经营活动现金净流	684	863	904	1,103	1,487	1,832	总资产增长率	70.00%	8.61%	22.00%	6.41%	19.92%	-1.33%
资本开支	-897	-1,476	-1,790	-1,204	-1,156	-1,206	资产管理能力						
投资	-293	-26	-2	0	0	0	应收账款周转天数	50.2	45.8	42.6	48.0	47.0	45.9
其他	-335	62	99	0	0	0	存货周转天数	51.1	56.3	72.4	78.0	75.0	72.0
投资活动现金净流	-1,524	-1,440	-1,694	-1,204	-1,156	-1,206	应付账款周转天数	75.6	74.8	86.1	94.0	93.0	90.0
股权募资	2,511	1	3	0	0	0	固定资产周转天数	252.4	218.2	234.7	235.0	173.5	171.9
债权募资	-51	-195	612	196	805	-674	偿债能力						
其他	-114	-223	-58	67	-179	-191	净负债/股东权益	-27.21%	-14.00%	1.84%	4.97%	2.46%	-3.70%
筹资活动现金净流	2,346	-418	557	263	626	-865	EBIT利息保障倍数	5.3	-34.5	90.1	-24.2	19.3	20.0
现金净流量	1,506	-995	-234	162	957	-239	资产负债率	25.22%	28.29%	35.99%	34.43%	41.01%	35.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	1	3	9
增持	0	1	2	2	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.67	1.40	1.31

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
5	2019-03-01	买入	5.36	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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH