

## 半导体封装行业的领军企业

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 半导体行业周期上升, 5G 带动消费电子行业新一轮增长; 比特币价格上升, 矿机销售带动上游芯片封装厂商出货量上升; 贸易战使得国内客户订单增加; 收购 Unisem 进军海外市场, 海外收入增加, 我们预计公司未来三年营业收入有望实现 24.6% 的年复合增长, 归母净利润有望实现 28% 的年复合增长, 目前公司的动态 PE 为 31 倍, 处于历史较低水平。
- 半导体行业周期回升。** 从国际厂商的二季度销售数据来看, 半导体行业周期开始回升, 行业内企业同样会分享行业上升周期的红利。新一轮消费电子行业增长带动封测行业出货量上升。5G 通讯升级和 3/4G 手机换机潮, 预计 2020 年智能手机出货量或达到 15.2 亿台; 可穿戴设备市场持续扩大, 智能手表手环出货量快速上升; 比特币价格上涨, 预计未来矿机的需求或上升, 上游封装厂商出货量上升。消费电子行业的增长或给华天科技增加 8 亿元的销售收入。
- 贸易战使得国内封测订单增加。** 受贸易战的影响, 美国封锁芯出口, 华为等公司为了扶植国内半导体行业, 将大量订单转移到了国内, 我们预计 2019 年国内封测厂商的订单总量或同比上升 20%; 华天科技全面布局封装技术, 公司目前在国内拥有天水、西安、昆山三家工厂, 同时公司还投资新建南京、宝鸡工厂进一步提升封装技术, 公司的封装技术覆盖全面, 能够满足不同客户的需求。
- 进军海外高端客户供应链。** 公司收购了 Unisem 进军海外高端客户, Unisem 是博通、思佳讯、Qorvo 等射频前端芯片制造商的供应商, 这三家公司是市场上的主要射频前端制造商, 市场份额达 9 成以上, 我们预计未来公司封装的射频前端芯片产品出货量将大大上升, 华天科技的净利润或有 10% 的增长。
- 盈利预测及投资建议。** 在 5G 建设速度加快和半导体行业复苏的情况下, 我们看好公司的封装业务的发展前景, 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润年复合增长为 28%。考虑到公司封装芯片预期出货量或快速增长, 并且积极拓展海外高端客户业务, 我们认为公司前景较好, 结合行业估值, 给予公司 2019 年 36 倍 PE, 对应目标价 6.12 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示。** 1) 半导体行业景气度不及预期; 2) 5G 及消费电子发展不及预期; 3) 产品成本上升; 4) 技术研发与新产品开发失败的风险。

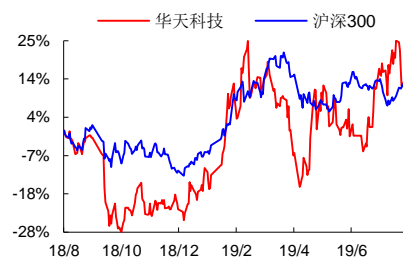
| 指标/年度         | 2018A   | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 7121.71 | 10007.51 | 12553.45 | 13782.42 |
| 增长率           | 1.60%   | 40.52%   | 25.44%   | 9.79%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 389.83  | 471.64   | 703.68   | 817.50   |
| 增长率           | -21.27% | 20.99%   | 49.20%   | 16.18%   |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.14    | 0.17     | 0.26     | 0.30     |
| 净资产收益率 ROE    | 6.73%   | 7.01%    | 9.57%    | 10.17%   |
| PE            | 41      | 34       | 23       | 19       |
| PB            | 2.79    | 2.37     | 2.17     | 1.99     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 仇文妍  
执业证号: S1250519010003  
电话: 021-68415409  
邮箱: cwz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股)      | 27.40     |
| 流通 A 股(亿股)   | 27.39     |
| 52 周内股价区间(元) | 3.73-6.48 |
| 总市值(亿元)      | 150.70    |
| 总资产(亿元)      | 145.50    |
| 每股净资产(元)     | 2.76      |

### 相关研究

## 目 录

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| <b>1 公司概况：半导体封装行业的领军企业</b> ..... | <b>1</b>  |
| 1.1 集成电路支撑发展.....                | 1         |
| 1.2 三地布局，覆盖全部封装技术.....           | 2         |
| <b>2 半导体行业复苏、公司周期回升</b> .....    | <b>4</b>  |
| 2.1 半导体行业回暖，行业内公司受益.....         | 4         |
| 2.2 公司周期触底回升，即将爆发.....           | 8         |
| <b>3 产线丰富，可满足不同客户需求</b> .....    | <b>10</b> |
| 3.1 天水工厂主攻低端产品线.....             | 10        |
| 3.2 西安工厂主攻中端产品线.....             | 11        |
| 3.3 昆山厂主攻高端产品线.....              | 12        |
| 3.4 收购拓展海外高端业务.....              | 13        |
| <b>4 盈利预测与估值</b> .....           | <b>14</b> |
| 4.1 盈利预测.....                    | 14        |
| 4.2 相对估值.....                    | 15        |
| <b>5 风险提示</b> .....              | <b>16</b> |

## 图 目 录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 公司 2012 年至今主营业务结构情况 .....            | 1  |
| 图 2: 公司 2018 年主营业务细分情况 .....              | 1  |
| 图 3: 公司 2012 年以来毛利率、营业收入及增速 .....         | 2  |
| 图 4: 公司 2012 年以来净利润及增速 .....              | 2  |
| 图 5: 2018 年三家工厂营收占比 .....                 | 3  |
| 图 6: 公司 2012 年以来研发投入及增速 .....             | 3  |
| 图 7: 全球半导体市场规模及同比增速 .....                 | 4  |
| 图 8: 中国半导体市场规模及同比增速 .....                 | 5  |
| 图 9: 全球和中国封测市场规模及同比增速 (亿元) .....          | 6  |
| 图 10: 全球半导体产业月销售额及同比增速 .....              | 6  |
| 图 11: 台积电 2010 年至今季度营收、毛利率及营收同比增速 .....   | 7  |
| 图 12: 华天科技自身周期判断图 .....                   | 9  |
| 图 13: 智能手机出货量及预估 .....                    | 10 |
| 图 14: 可穿戴设备市场规模预估 .....                   | 10 |
| 图 15: 三家工厂 2013 年至 2018 年营收及增速 (亿元) ..... | 10 |
| 图 16: 天水工厂营收、毛利润及增速 .....                 | 11 |
| 图 17: 天水工厂净利润、净利率及净利润贡献率 .....            | 11 |
| 图 18: 西安厂营业毛利率、营收及增速 .....                | 12 |
| 图 19: 西安厂净利率及贡献率 .....                    | 12 |
| 图 20: 昆山工厂营业收入、毛利率及营收同比增速 .....           | 12 |
| 图 21: 昆山工厂净利润及净利率 .....                   | 12 |
| 图 22: Unisem 2009 年至今的经营情况 .....          | 13 |
| 图 23: Unisem 营业收入地区分布情况 .....             | 13 |
| 图 24: Unisem 营业收入地区分布情况 (亿元) .....        | 14 |
| 图 25: 华天科技营业收入地区分布情况及同比增长 .....           | 14 |

## 表 目 录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 表 1: 公司历史上所有定增及可转债事项 ..... | 2  |
| 表 2: 分业务收入及毛利率 .....       | 14 |
| 表 3: 可比公司估值 .....          | 15 |
| 附表: 财务预测与估值 .....          | 17 |

# 1 公司概况：半导体封装行业的领军企业

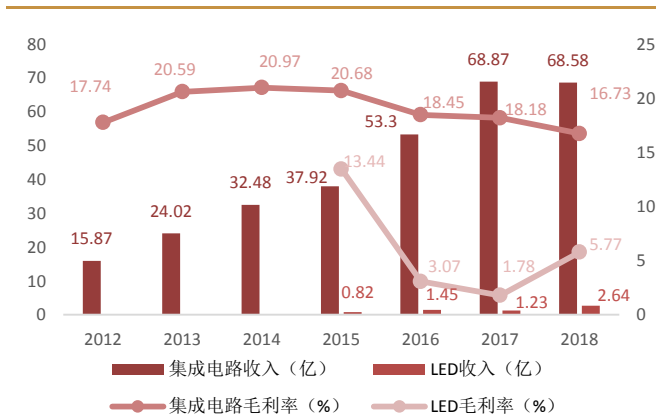
## 1.1 集成电路支撑发展

华天科技是一家半导体封装公司，公司的主营业务为集成电路封装测试，为客户提供专业的集成电路封装测试服务，目前公司集成电路封装产品主要有 DIP/SDIP、SOT、SOP、SSOP、TSSOP/ETSSOP、QFP/LQFP/TQFP、QFN/DFN、BGA/LGA、FC、MCM (MCP)、SiP、WLP、TSV、Bumping、MEMS、Fan-out 等多个系列。产品主要应用于计算机、网络通讯、消费电子及智能移动终端、物联网、工业自动化控制、汽车电子等电子整机和智能化领域。

2018 年，公司积极拓展客户市场，新开发的客户八十余家，导入了存储器领域、电源类产品领域的新客户。Bumping、WLP 等先进封装产能规模进一步提高，具备接受批量订单的条件和能力。公司通过了华为、苹果、三星、OPPO、VIVO、小米等终端主流公司的审核，实现继续与 FPC 合作，产品已向终端厂商小米批量供货，同时，公司拓展 CIS 产品应用领域，向消费类、汽车电子客户延伸，部分产品已通过认证；MPS、PI、ST、SEMTECH、PANASONIC、ROHM、IDT、MELFAS 等客户产品进入量产阶段；在与台湾地区前十大 IC 设计企业中六家合作的基础上，本年度再增加一家，达到七家。

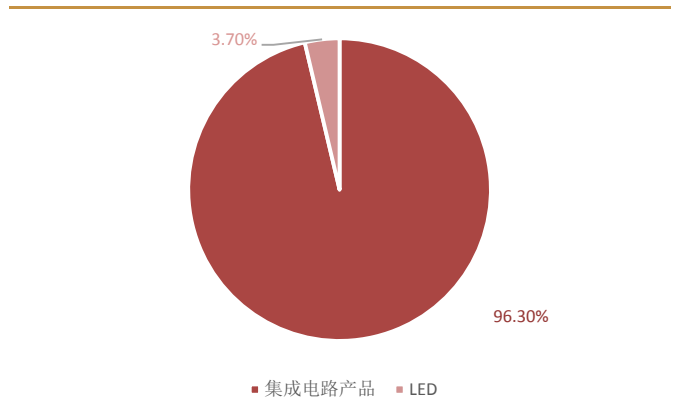
**行业周期低谷，公司营收增速下降：**2018 年公司营业收入 71.2 亿元，其中主要的收入来自于集成电路产品 68.6 亿元，同比下降 0.4%，集成电路产品的毛利率为 16.7%；LED 产品收入 2.6 亿元，同比上升 114.6%，毛利率为 5.8%。其中集成电路产品占 2018 年收入的 96.3%，LED 产品占总收入的 3.7%，可以发现公司业务相当集中。

图 1：公司 2012 年至今主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司 2018 年主营业务细分情况



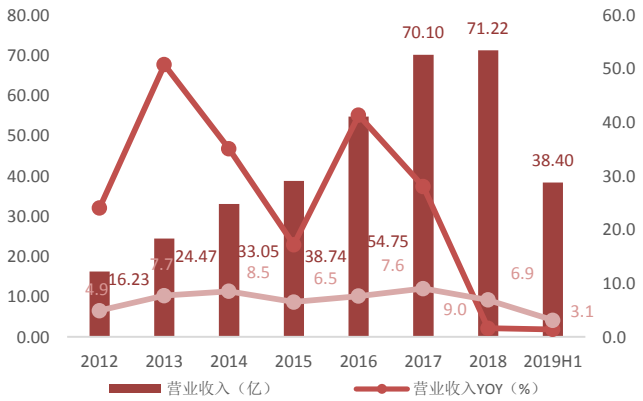
数据来源：Wind，西南证券整理

2018 年公司共完成集成电路封装量 267.2 亿只，同比下降 5.4%，晶圆级集成电路封装量 56.4 万片，同比增长 17.5%，实现营业收入 71.2 亿元，同比增长 1.6%，营业利润 4.9 亿元，同比下降 22.3%。

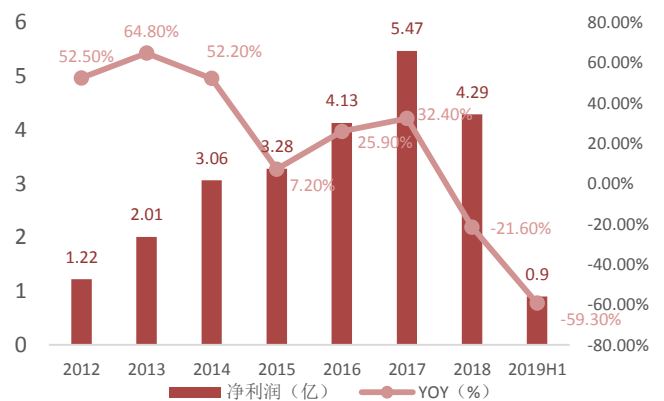
**经营情况触底反弹：**2019H1，公司共完成集成电路封装量 160.4 亿只，同比下降 3.6%，晶圆级集成电路封装量 39 万片，同比增长 48.3%。公司营业收入 38.4 亿元，同比增长 1.4%，净利润 0.9 亿元，同比下降 59.3%，毛利润 1.2 亿元，同比下降 57.3%。公司 2019H1 业绩下滑的主要原因有三：一是受半导体行业景气度下降，公司经营情况和行业发展趋势和同行

业可比上市公司经营情况一致；二是公司要约收购 Unisem 股份及日常生产经营所需的银行贷款较 2018 年同期增加，导致财务费用上升；三是支付要约收购造成相关中介费用增加。

上半年公司目标客户订单量上升，同时，新开发客户 55 家，新增 3 家基于 Fan-Out 封装技术的工艺开发和量产客户，涉及 VCM driver、LNA、WIFI、MCU、ETC、触控及指纹识别等产品领域。

**图 3：公司 2012 年以来毛利率、营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：公司 2012 年以来净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 三地布局，覆盖全部封装技术

公司在 2011 年、2013 年和 2015 年定增或发行可转债用于扩产或收购，公司目前有三家工厂，分别位于浙江天水、西安和昆山，三家工厂封装的产品和封装技术有区别，封装技术覆盖中低高三个层次。

**表 1：公司历史上所有定增及可转债事项**

| 项目及目的                   | 扩建项目及新增产能   |
|-------------------------|---|
| 2007 年 11 月 IPO：<br>扩产  | 新增产能 LQFP 8000 万块、QFN 25000 万块、BGA 4000 万块、MCM 2000 万块、TSSOP 25000 万块   |
| 2011 年 10 月定增：<br>扩产    | 1) 铜线键合集成电路封装工艺升级及产业化项目：项目完成后，年新增铜线键合集成电路封装产品 5 亿块的生产能力；<br>2) 集成电路高端封装测试生产线技术改造项目：项目完成后，年新增 BGA、LGA、QFN、DFN、TSSOP 等集成电路高端封装测试产品 5 亿块的生产能力，年新增 CP 测试 36 万片测试能力。<br>3) 集成电路封装测试生产线工艺升级技术改造项目：项目完成后，年新增 ELQFP、QFP、LQFP、TQFP、SSOP、SOP、MSOP、ESOP、SOT 等系列集成电路封装产品 9 亿块的生产能力。           |
| 2013 年 1 月转债：<br>扩产；收购  | 1) 通讯与多媒体集成电路封装测试产业化项目：形成年封装 SiP 系列、MCM (MCP) 系列、QFP 系列等集成电路封装产品 4.5 亿块的生产能力，达产年销售收入约 27,579 万元、净利润约 2,739 万元；<br>2) 40 纳米集成电路先进封装测试产业化项目：形成年封装 BGA 系列、LGA 系列、QFN 系列、DFN 系列等集成电路高端封装产品 3 亿块的生产能力，达产年销售收入约 23666 万元、净利润约 2456 万元。<br>3) 受让深圳市汉迪创业投资有限公司所持昆山西钛微电子科技有限公司 28.85% 股权项目 |
| 2015 年 11 月定增：<br>扩产；增持 | 1) “集成电路高密度封装扩大规模项目：形成年封装 MCM (MCP) 系列、QFP 系列等集成电路封装产品 12 亿只<br>2) 智能移动终端 集成电路封装产业化项目：QFN/DFN 系列、BGA 系列、SiP 系列、MEMS 系列等集成电路封装产品 4.6 亿只  |

| 项目及目的 | 扩建项目及新增产能   |
|-------|---|
|       | 3) 晶圆级集成电路先进封装技术研发及产业化项目: 形成年封装 Bumping 系列、TSV-CIS 系列、指纹识别系列和晶圆级 MEMS 系列等集成电路封装产品 37.2 万片 |

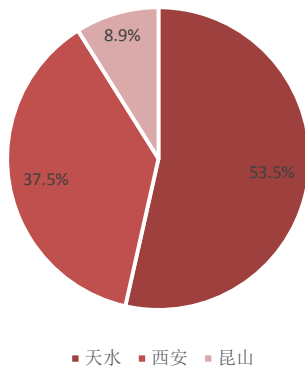
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**天水工厂:** 天水厂主要是传统的封装技术包括: DIP、SOT、SOP、QFP、QN 等, 主要的产品有 MCU、LED 驱动 IC、电源管理 IC, 目前年产能大约为 180 亿颗芯片。2018 年, 天水厂营收 35.6 亿元, 同比增长 6.6%, 占公司总营收的比重为 50%, 毛利率 11.5%。

**西安工厂:** 2009 年华天科技西安厂正式投产。西安厂主要从事半导体集成电路和半导体元器件设计、研发、生产销售, 封装技术主要是倒装 FC、BGA 和 LGA, 封测产品包括无引线脚类产品 (QFN、DFN 等)、基板类产品, 主要用于比特币矿机芯片、指纹、射频芯片、MEMS 传感器等生产, 从产品线来看西安厂的产品属于中端系列。2018 年西安厂营业收入 26.7 亿元, 同比增长 2.2%, 占公司营收的比重为 37.6%, 毛利率 7.1%。

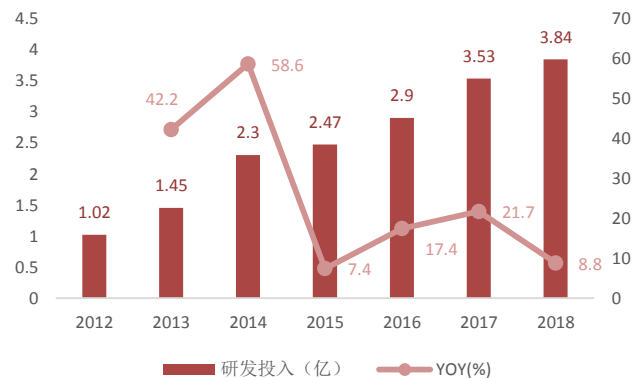
**昆山西钛微电子:** 华天科技 2011 年收购了昆山西钛微电子 35% 的股权, 2013 年又收购了 28.85% 的股权, 实现了控股, 目前公司已经收购了昆山工厂 93.04% 的股份。昆山工厂使用的封装技术主要是 TSV 和 WLP。TSV 技术生产主要用来生产图像传感芯片, WLP 应用范围包括 Analog IC、RF、CIS 等半导体产品上, 此外部分 NOR Flash、SRAM 也使用 WLP 封装。2018 年昆山厂营收 6.36 亿元, 同比下降 19.4%, 占公司营业收入的比重为 12.5%, 昆山厂 2018 年处于亏损状态, 毛利率为 -11.6%, 受行业和公司周期的影响产生了下滑。

图 5: 2018 年三家工厂营收占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司 2012 年以来研发投入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**研发投入持续上升:** 半导体行业技术更迭很快, 一项新技术的面世很可能帮助公司夺取大片的市场份额, 研发是科技公司的生命线。从上图可以看出, 2018 年在整个行业周期不景气、公司周期下行的阶段, 公司研发资金投入依然保持增长。

**公司布局先进半导体技术:** 目前全球的封装技术处于第三代, 主要是 CSP、BGA 封装技术, 新一代的封装技术包括有 SiP、SoC、TSV。公司在昆山工厂布局新一代封装技术 TSV、WLP、bumping、SIP、fanout。

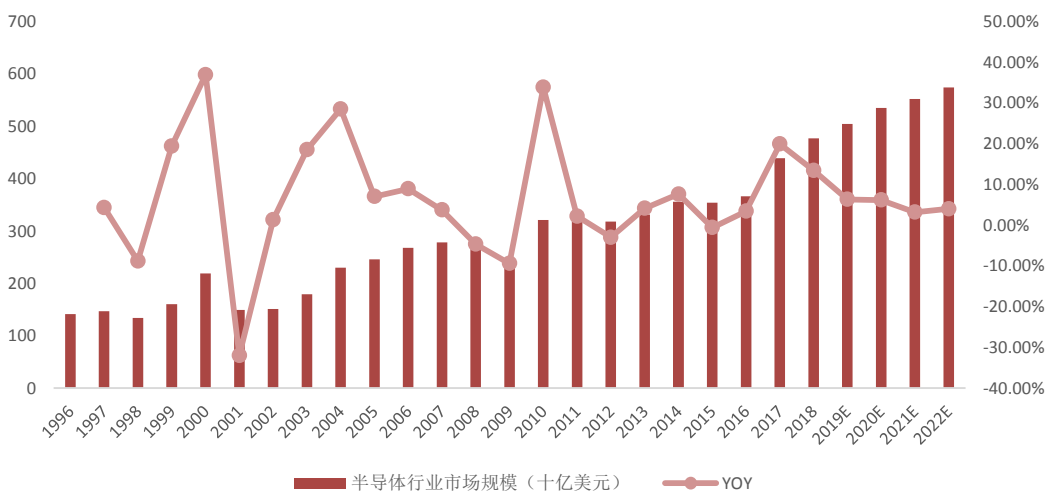
## 2 半导体行业复苏、公司周期回升

根据 SIA 数据显示, 2019 年第一季度全球半导体市场同比下降了 5.5%。受到全球半导体市场下滑影响, 我国集成电路行业 2019 年一季度增速大幅下降。根据中国半导体行业协会统计, 2019 年一季度我国集成电路产业销售额 1274 亿元, 同比增长 10.5%, 增速同比下降了 10.2 个百分点, 环比下降了 10.3 个百分点。其中, 封装测试业销售额 423 亿元, 增速下降幅度最大, 同比仅增长 5.1%。随着二季度集成电路行业逐步回暖, 2019 年上半年我国集成电路产业销售额 3048.2 亿元, 同比增长 11.8%, 增速比一季度略有增长。其中, 封装测试业销售额 1022.1 亿元, 同比增长 5.4%。随着 5G 商用、半导体与 AI 技术融合对数据中心需求的大幅增加、AI 与 IOT 技术融合对智能终端产品的不断革新、存储器需求的恢复增长、汽车电子对高可靠性集成电路产品需求的提高, 预计未来集成电路行业将保持稳定发展趋势。

### 2.1 半导体行业回暖, 行业内公司受益

2018 年, 在存储器市场的带动下, 全球半导体市场保持增长。根据研究机构 Gartner 的初步统计数据, 2018 年全球半导体产业规模达到 4767 亿美元, 同比增长 13.4%, 增速较 2017 年有所回落。受宏观经济增速放缓、下游应用领域增长乏力等因素影响, 2018 年下半年以来, 费城半导体指数持续疲软, 全球半导体市场呈现出周期性调整。

图 7: 全球半导体市场规模及同比增速

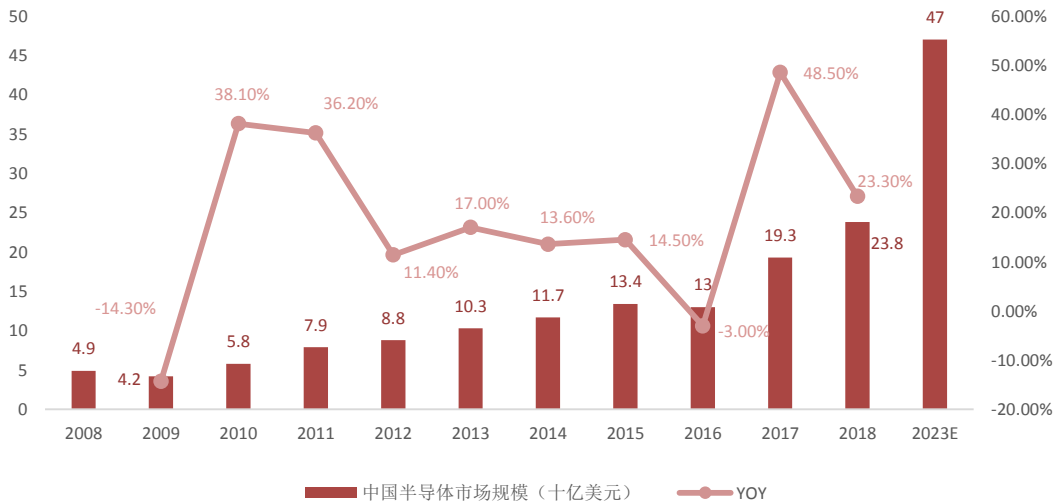


数据来源: Gartner、IC insights, 西南证券整理

2018 年, 我国继续保持对半导体产业的强有力支持, 我国集成电路产业发展速度仍领先于全球半导体产业, 继续保持增长。根据中国半导体行业协会统计, 2018 年我国集成电路产业销售额 6532 亿元, 同比增长 20.7%, 增速低于 2017 年的 24.8%。我国集成电路销售额与全球市场保持较高的同步性, 从季度数据来看, 二季度增速最高, 达到 26.2%, 四季度增速回落至 17.3%, 拉低了全年增速。从集成电路芯片设计、晶圆制造、封装测试三业来看, 2018 年三业各项增幅同比均有所下降, 芯片设计业销售额 2519.3 亿元, 同比增长 21.5%; 晶圆制造业销售额 1818.2 亿元, 同比增长 25.6%; 封装测试业销售额 2193.9 亿元, 同比增长 16.1%。

2018 年我国集成电路产业增速虽然高于全球半导体增长速度，但由于市场需求庞大，并且受国内设计技术以及制造工艺和产能的限制，我国集成电路仍然主要依赖进口，集成电路产品进出口额逆差仍在扩大。根据海关统计，2018 年我国进口集成电路 4175.7 亿块，同比增长 10.8%，进口金额 3120.6 亿美元，同比增长 19.8%；出口集成电路 2171 亿块，同比增长 6.2%，出口金额 846.4 亿美元，同比增长 26.6%。

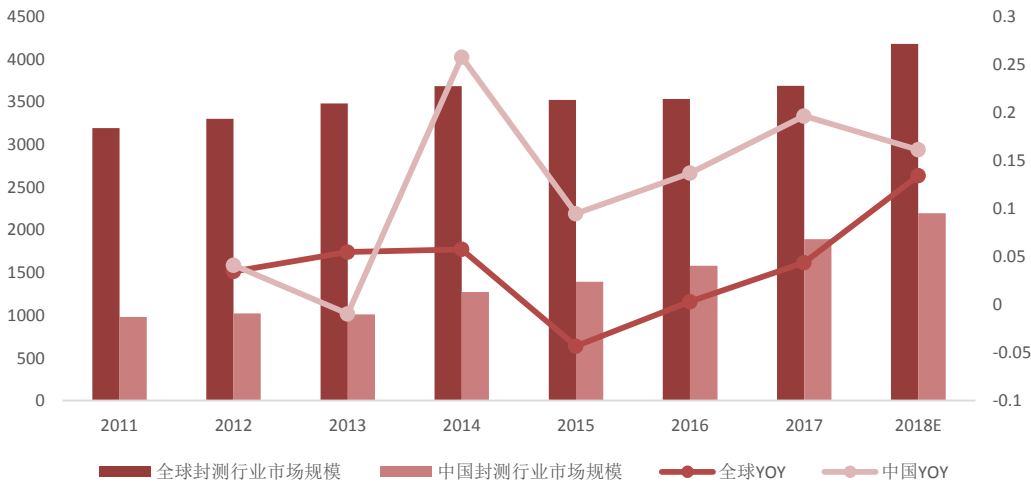
图 8：中国半导体市场规模及同比增速



数据来源：IC insights，西南证券整理

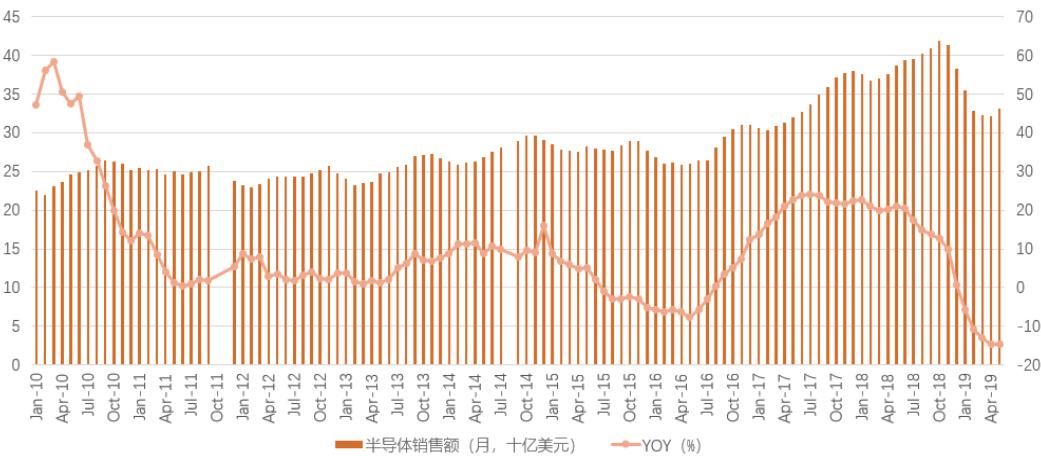
**中国大陆地区封测行业保持稳步增长：**华天科技主要的业务是集成电路封测，属于半导体封测行业。2018 年全球封测行业产值大约 4180 亿元人民币，同比增长 13.4%，中国大陆封测行业产值大约 2194 亿元，占全球封测行业产值 52.5%。虽然 2018 年全球半导体行业周期仍处于下行阶段，但是国内封测市场仍达到了 16% 的增长。在半导体产业链转移过程中，中国大陆承接了一部分的产值，从 2011 年至 2018 年中国大陆封测行业的 CAGR 大约为 12.2%，产值增长 1.2 倍，预计在未来中国大陆半导体封测行业仍将持续保持增长。

**行业利润率较低：**半导体行业中，处于上游的设计行业和下游的消费电子厂商的利润较高，半导体封测市场处于行业中游，由于在行业内地位较低导致利润率较低。国内厂商在半导体产业链转移中得到了较多的红利，发展较为迅速，但是整个封测行业利润率较低大约在 15% 左右。2018 年华天科技的销售额为 71.2 亿元，占市场份额 3.8% 左右，集成电路业务毛利率为 16.7%，超过行业平均水平。

**图 9：全球和中国封测市场规模及同比增速（亿元）**


数据来源：IC insights, 西南证券整理

**半导体行业即将迎来上涨周期：**半导体行业存在明显的周期性，整个半导体行业的大周期会对产业链产生影响，华天科技的业务主要是封测，同样受半导体行业影响。从历史数据分析来看，半导体行业周期大概 7 年左右一次，从 2004 年到 2010 年是一个周期，从 2010 年起到 2017 年中旬大概是一个周期，目前行业还是处于一个增速放缓的阶段，但是结合 5G 的带动效应，半导体行业或开启新一轮的上涨周期。

**图 10：全球半导体产业月销售额及同比增速**


数据来源：美国半导体行业协会, 西南证券整理

目前半导体行业已有多家公司披露二季度销售情况增长，如台积电、联华电子等。台积电是全球最大的晶圆代工厂，约占全球晶圆代工市场份额 50%，台积电的销售数据能够较为准确地反映半导体行业的变化。

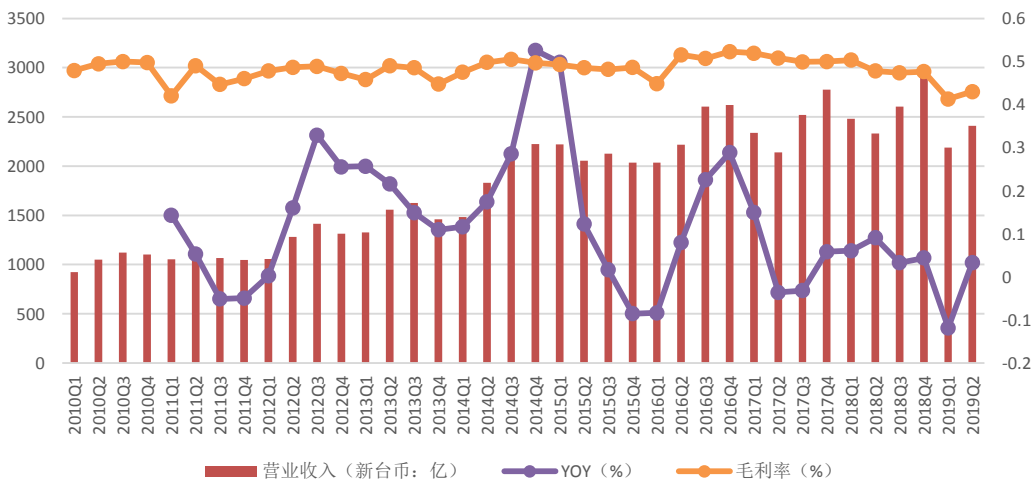
根据台积电 Q2 电话会议纪要显示，台积电第二季度营业收入为 2410 亿新台币，约为 77.5 亿美元，环比上涨 10.2%，同比减少-1.4%。净利润为 667.7 亿新台币，约为 21 亿美元，环比上涨 8.7%，同比上涨 3.3%。第二季度营业毛利率为 43%，环比上升 1.7 个百分点，同比下降 4.8 个百分点。

原因在于：尽管业务受到经济疲软、库存修复、智能手机季节性波动的影响，但实际 HPC 和 IoT 应用的需求比预测的要多。第二季度台积电的存货大部分被消化，台积电认为行业周期已经到了底部，下半年在智能手机、5G 发展、HPC 使用 7nm 技术驱动的情况下，需求或上升。

下图可以看出，2017Q1 开始营收增速开始下降，毛利率对行业下行的反应最为明显，从 2017 年 Q1 开始，毛利率逐渐下降，行业处于下行周期时，产品的价格下降但是成本不下降，造成了毛利率下降，2019Q1 是最低点，Q2 毛利率已经开始反弹。台积电目前存货大幅下降，市场需求已经开始上升，台积电对 Q3 业绩作出了向好的展望：

- 1) 预计营收在 91 亿-92 亿美元，环比上涨 17.4%-18.7%，同比上涨 7.2%~8.4%；
- 2) 预计毛利率在 46%-48%，环比上涨 3%-5%，同比变化区间为-1.4%~0.6%；
- 3) 预计利润率在 35%-37%，环比上涨 3.3%-5.3%，同比变化区间为-1.6%~0.4%。

图 11：台积电 2010 年至今季度营收、毛利率及营收同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

联华电子股份有限公司身为半导体晶圆专工业界的领导者,提供先进制程与晶圆制造服务,为 IC 产业各项主要应用产品生产芯片。联电完整的解决方案能让芯片设计公司利用尖端制程的优势,包括 28 纳米 Poly-SiON 技术、High-K/Metal Gate 后闸极技术、14 纳米量产、超低功耗且专为物联网应用设计的制程平台以及具汽车行业最高评级的 AEC-Q100 Grade-0 制造能力,用于生产汽车中的 IC。

**代工行业对行业周期反应明显：**联华电子 2019Q2 营收 360.3 亿台币，虽然同比下滑，但是下滑的幅度相比第一季度收窄，而且毛利率也提升了 4.5 个百分点，从这两家公司的报表可以看出相似的变化，二季度开始向好，我们认为行业周期开始回暖。

**行业周期进入上行周期：**我们认为行业周期上行的原因有以下几点：

1) 下半年消费电子是旺季，比上半年好。从过去的数据来看，下半年消费电子的销售情况比上半年好，厂商都会有提前备货的做法，部分销售增长提前到二季度释放；

2) 由于中美贸易战的原因, 导致产业链发生变化, 最大的变化来自于华为, 由于进口芯片受到限制, 导致海思芯片出货量大大提升, 海思芯片的封装订单转移到国内; 其次为海思供应芯片的厂商也在寻求国内封测厂商来降低成本(缩短产品运输时间; 供应链配合更好)。实际上不仅仅是华为, 很多其他的终端厂商也将封装订单转移到了国内, 培育国内产业, 我们认为未来国内封测行业的市场空间很大;

3) 2019年已经有许多厂家推出了5G手机, 如华为、中兴、OPPO等, 由于预期的关系, 消费者推迟了换机的时间, 希望能够直接更换5G手机, 目前智能手机市场的出货量处于被抑制的状态, 2020年估计会有更多的5G手机面世, 智能手机的出货量或得到释放, 同时带动消费电子行业出货量上升。

## 2.2 公司周期触底回升, 即将爆发

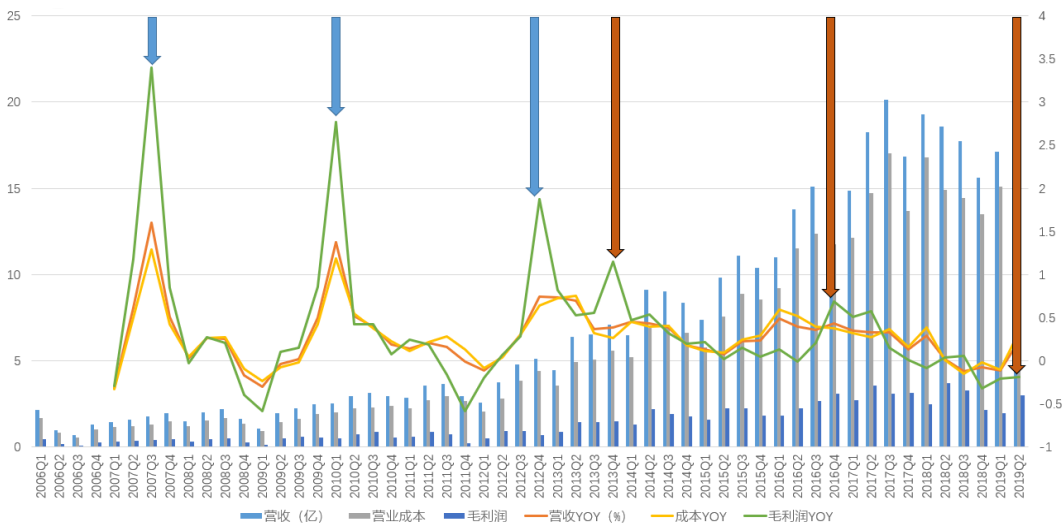
**十一个季度的周期:** 我们对公司经营情况作出分析, 发现公司也存在周期, 分为两个阶段, 分割点是2013年公司增资昆山钛微电子, 实现控股。**我们判断公司处于上升周期的标准是:** 连续两个季度毛利润的YOY都在上涨, 原因在于, 公司处于下行周期时, 公司出货量会出现下降, 产能利用率下降, 毛利率下降; 即使出货量微增, 也会在整个半导体行业的大周期背景下使得存货上升, 存货上升导致经营成本上升, 并且半导体行业更新换代周期很快, 企业去库存同时产品价格会出现下降的情况, 结果营业成本上升速度超过营业收入, 毛利率下降。使用连续两个季度毛利率同比增长作为标准可以避免因短期波动而导致周期判断错误。

**一阶段:** 1) 2007Q3~2010Q1, 共10个季度; 2) 2010Q1~2012Q4, 共11个季度。

**二阶段:** 分割点为2013年2月23日, 受让昆山钛微电子28.85%的股权, 公司经营发生改变, 周期重新开始计算;

1) 2013Q4~2016Q4。从2013年Q4毛利润同比增速下滑, 公司进入下行周期, 但是由于叠加了4G建设周期导致毛利润没有负增长, 2013年国内三大运营商开始建设4G基站, 2014/2015/2016这三年基站建设十分迅速, 4G手机的出货量也是快速上升, 同期汽车电子行业、智能穿戴设备、无人机等领域快速发展, 公司的毛利率虽然下降但是仍保持为正;

2) 2016Q4~2019Q2。2017年Q4开始毛利率同比负增长, 主要的原因在于智能手机出货量下滑、4G基站建设到了尾声。注意到此次周期提前了2个季度, 可能的原因有: 五月份美国全面封锁华为, 华为加速国产替代进程, 海思芯片国外的订单很多转移到了国内, 国内封装厂商分享红利; 其次, 台积电的Q2电话会议纪要表明, 整个半导体行业周期即将回暖, 叠加2020年5G基站迎来快速建设时期和智能手机的换代出货量上升, 我们认为公司的上行周期提前了。

**图 12: 华天科技自身周期判断图**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司进入上升周期:** 公司 2019 年一季度营收 17.1 亿, 归母净利润为 0.2 亿, 毛利率 11.6%; 公司目前有五个产地, 营业成本支出是较高的, 如果产能提升出货量上升, 公司的毛利率或上升。2018 年公司封装量同比下降, 公司并没有满产, 但在七月份投资者接待会议上公司表明, 订单数量在上涨, 三四月份开始逐步回升, 4-7 月份都逐月上涨, 我们认为三四季度的出货量或持续上涨。出现这一轮的订单上涨主要的原因主要有两点: 5G 建设和消费电子行业回暖; 比特币价格上涨, 矿机需求上升:

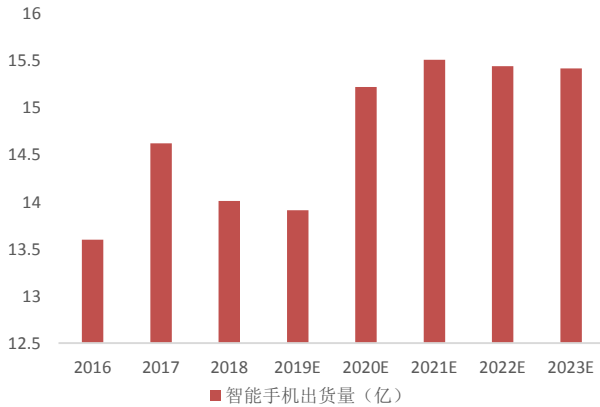
1) 5G 建设利好整个半导体行业, 三大运营商公布 2019 年要新建 10 万个 5G 基站, 但是从对 4G 的复盘来看, 实际数量会超过这个数字, 我们预计大概在 15 万站左右, 基站建设速度加快;

2) 此外 5G 通信催生智能手机换代, 华为、中兴、OPPO 等厂商都推出了 5G 手机, 根据 IDC 的研究表明 4G 手机换代的周期大概在 18-24 个月, 叠加 5G 手机换代, 2020 年智能手机出货量或大幅提升;

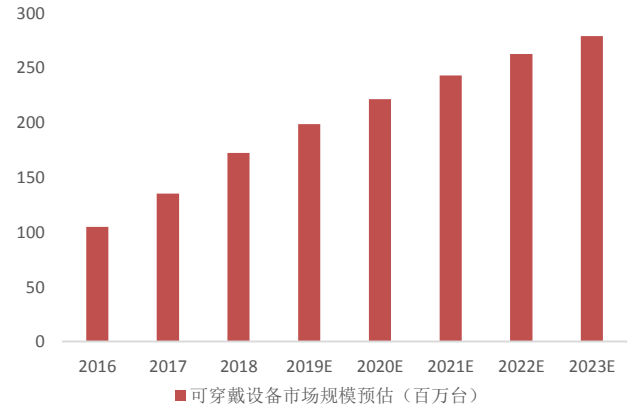
3) 可穿戴设备出货量快速增加: 全球可穿戴设备出货量快速上升, 带动上游封测厂商出货量上升;

4) VR、AR 前景光明: 虚拟现实技术快速发展, 虽然目前相关设备市场规模不大, 但是可预见未来增长将十分迅速。

5) 矿机需求上升, 同样带动上游厂商出货量上升, 华天科技封装的产品中就包括矿机使用的芯片。

**图 13: 智能手机出货量及预估**


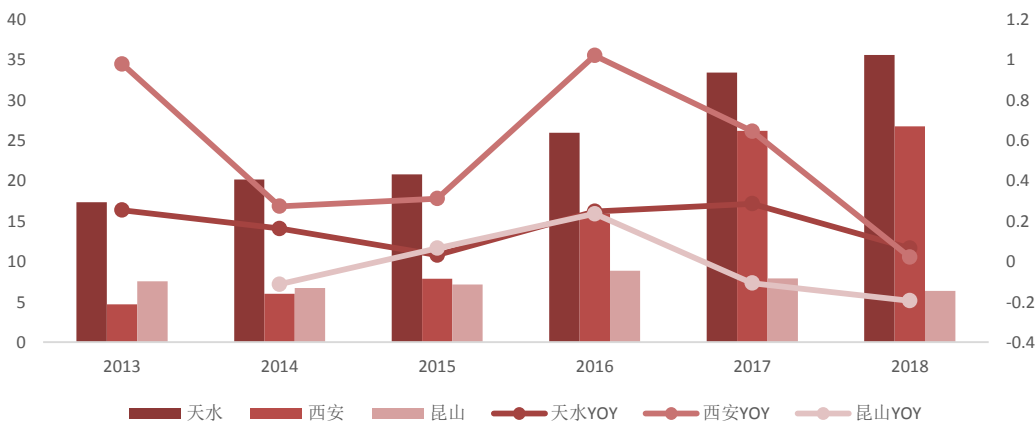
数据来源: Gartner, IC insights, 西南证券整理

**图 14: 可穿戴设备市场规模预估**


数据来源: Gartner, IC insights, 西南证券整理

### 3 产线丰富, 可满足不同客户需求

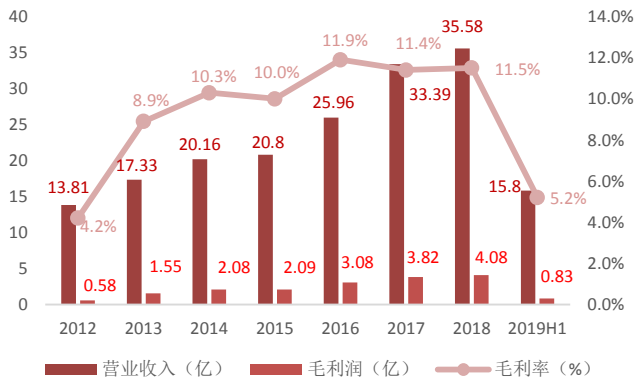
华天科技目前三家工厂保持运行, 2018 年在整个行业周期下行的情况下, 华天科技受到了影响, 三家工厂营收增速下降, 但是在行业周期向好的情况下, 2019 年下半年华天科技的业绩或有不错的表现。

**图 15: 三家工厂 2013 年至 2018 年营收及增速 (亿元)**


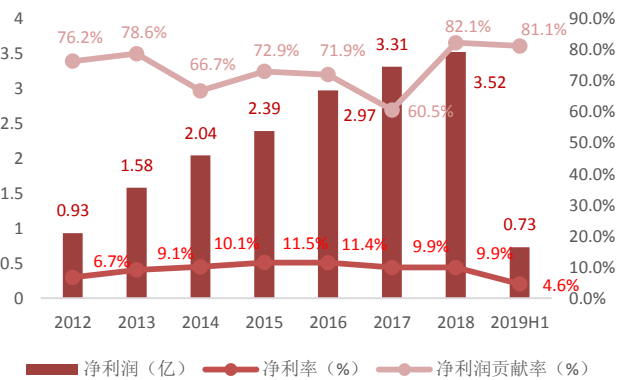
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

#### 3.1 天水工厂主攻低端产品线

天水厂主要是传统的封装技术包括: DIP、SOT、SOP、QFP、QN 等, 主要的产品有 MCU、LED 驱动 IC、电源管理 IC, 目前年产能大约为 180 亿颗芯片。天水厂主要生产低端产品, 低端产品实际上受行业景气程度影响最小, 在行业下行周期也能保持比较好的销售情况, 天水厂每年的贡献的净利润比较稳定, 一直保持在较高的水平。但是正是由于产品线低端导致毛利率水平不高, 净利润维持在 10-11% 左右, 2017 年和 2018 年净利率下降是因为行业处于下行周期, 产品价格出现小幅下跌导致净利润有轻微的向下调整。2019 年上半年营业收入 15.8 亿元, 净利润 0.7 亿元, 毛利润贡献率 81.1%。

**图 16: 天水工厂营收、毛利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 17: 天水工厂净利润、净利率及净利润贡献率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

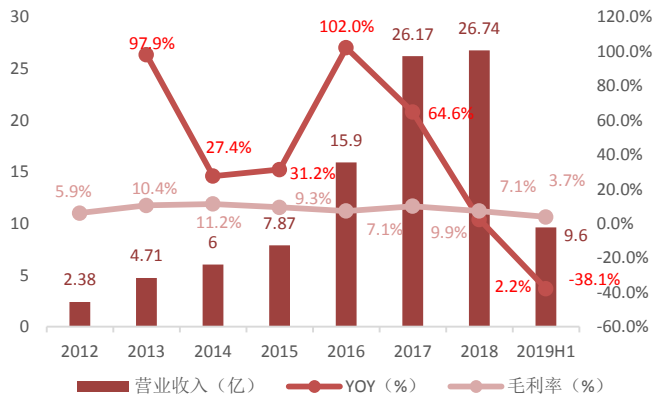
### 3.2 西安工厂主攻中端产品线

西安厂主要从事半导体集成电路和半导体元器件设计、研发、生产销售，封装技术主要是倒装 FC、BGA 和 LGA，封测产品包括无引线脚类产品（QFN、DFN 等）、基板类产品，主要用于比特币矿机芯片、指纹、射频芯片、MENS 传感器等生产，从产品线来看西安厂的产品属于中端系列。中高端产品容易受到行业周期的影响，2018 年处于行业周期的下行阶段，西安厂的营收增速大幅下降，仅比 2017 年微增 2.2%。

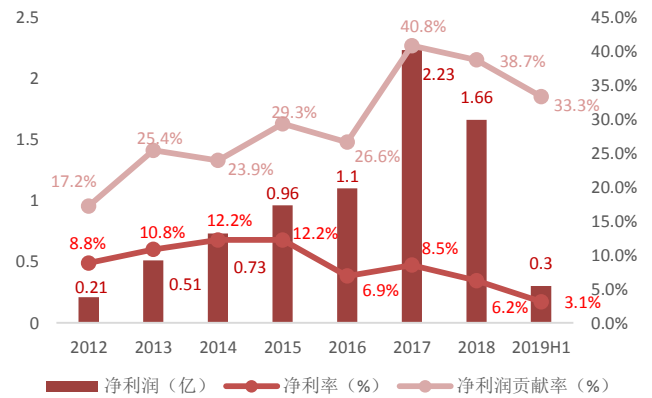
西安厂于 2011 年正式建成，当年由于各项成本的原因导致亏损，但是在此后的年份公司的净利润均保持为正。西安厂自建成以来经历了快速增长，2018 年营业收入为 26.7 亿元，2012 年仅为 2.4 亿元，CAGR 为 49.7%。2012 年西安厂扭亏转盈，实现净利润 0.2 亿元，2017 年增长到 2.2 亿元，CAGR 为 60.4%，2018 年下降至 1.7 亿元，CAGR 为 41.1%，虽然行业下行，但是从数据来看表现仍然不错。2019 年上半年西安厂营业收入 9.6 亿元，同比下降 38.1%，毛利率 3.7%，净利润 0.3 亿元，净利率不高只有 3.1%，同比下降 71.2%，主要原因有：1) 由于集成电路行业周期性调整，景气度下行，2019 年上半年营业收入较上年同期减少 5.9 亿元，同比下降 38.1%；2) 2019 年上半年计提的折旧较上年同期增加 2,691 万元，财务费用较上年同期增加 1,618 万元。

西安厂 2015 年实现了对 FCI 的控股，成功进入了海外的高端客户供应链，包括英飞凌、松下、恩智浦、意法半导体等，公司为了拓展海外客户，也在不断提高和开发更高端的封装技术。我们预计未来西安厂的出货量将快速上升，营收和净利润也会快速上升，原因有下：

- 1) 随着 5G 技术的逐渐推广 5G 手机已经推出，结合 3/4G 手机的更新换代，智能手机的出货量会大幅增长，西安厂生产的射频芯片的出货量同样会大量增长；
- 2) 其次，汽车行业的不断发展，汽车的智能驾驶和辅助驾驶系统渗透率提高，这些系统增加了 MCU 的需求，行业出货量上升，公司也会分享这个红利；
- 3) 比特币的价格不断回升，提升了矿机需求，矿机芯片的出货量或上升；
- 4) 由于最近几个季度的行业周期下行，公司并没有实现满产，随着出货量的上升，公司产能利用率或上升，毛利率也会提高。

**图 18: 西安厂营业毛利率、营收及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 19: 西安厂净利率及贡献率**


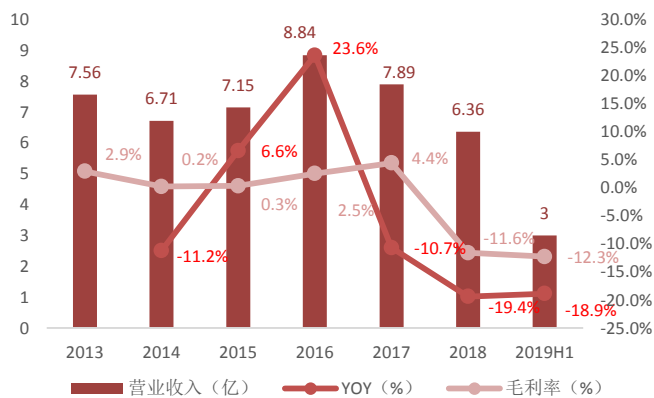
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.3 昆山厂主攻高端产品线

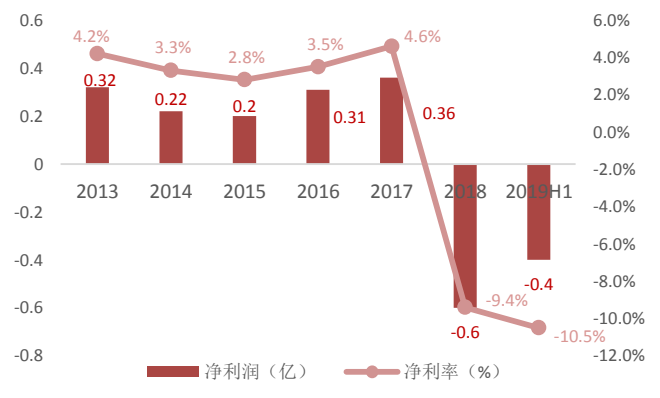
华天科技 2011 年收购了昆山西钛微电子 35% 的股权, 2013 年又增资收购了 28.85% 的股权, 实现了控股, 目前公司已经收购了昆山工厂 93.04% 的股份。

**高端封装技术:** 昆山厂设计、研发、制造手机用数字摄录机模块、玻璃芯片、手机相关数模集成电路芯片模块等通信、汽车用途的混合集成电路和 MEMS 传感器 (光电子元器件) 及平板显示屏材料 (模块), 销售自产产品。昆山工厂使用的封装技术主要是 TSV 和 WLP。前面提到 TSV 技术生产 CIS 芯片未来的市场空间很大, 同样 WLP 的应用也十分广泛, WLP 应用范围包括 Analog IC、RF、CIS 等半导体产品上, 此外部分 NOR Flash、SRAM 也使用 WLP 封装。昆山厂的封装技术相比其他两个厂更高端。

**预期营收增长:** 昆山工厂的营业收入随着下游市场波动, 昆山厂的产品较为高端与消费电子行业的关联性很强, 特别是智能手机行业。由于这两年行业周期下行, 智能手机的出货量也在下降, 昆山产相关产品的出货量下降, Bumping 等产能利用率下降, 大概只有 50% 左右, 昆山厂的营收下降。但从前面行业分析来看, 智能手机出货量或大幅提升, 行业周期也开始回升, 外加汽车电子和安防行业的快速发展, 昆山厂封装的产品出货量会提升, 产能利用率上升相应的毛利率上升, 我们预测 2020 年昆山厂的营收会有较大提升。

**图 20: 昆山工厂营业收入、毛利率及营收同比增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 21: 昆山工厂净利润及净利率**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**新厂目标高端封装：**公司还在积极扩产进军更高端的封装工艺。公司投资南京项目，布局存储器、MEMS、人工智能封测。华天科技拟在南京浦口经济开发区投资建设南京集成电路先进封测产业基地项目。项目总投资 80 亿元，分三期建设，主要进行存储器、MEMS、人工智能等集成电路产品的封装测试，预计南京项目 2020 年初设备安装调试。另外宝鸡项目也在进行中，宝鸡基地主要是引线框架及封装测试设备产业。预计宝鸡项目 2019 年 10 月投产，将使得公司在封装材料和相关设备方面的业务进一步拓展。

### 3.4 收购拓展海外高端业务

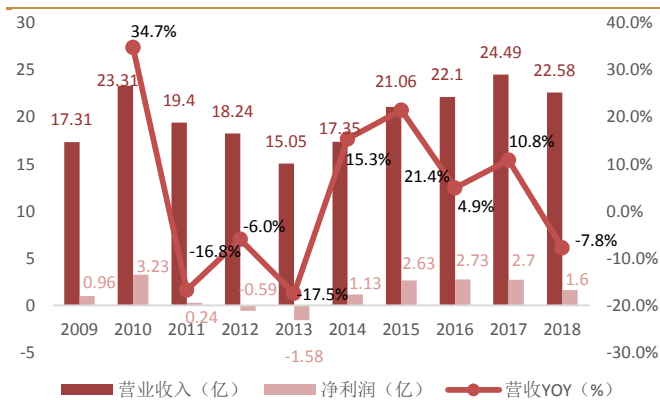
**Unisem** 是一家半导体封装厂商，目前拥有 Bumping、SiP、FC、MEMS 等封装技术。Unisem 共有三家封装工厂分别在马来西亚怡保、中国成都、印尼巴淡。2018 年 Unisem 封装集成电路 110 亿快，WLP 封装 40 万片。

1) 马来西亚工厂：提供完整的封测解决方案，包括所有类型的铜引线框架和层压板为基础的封装，模块，晶圆级 CSP，倒装芯片和预成型 MIS 为基础的封装；

2) 成都工厂：提供完整的封测解决方案，包括广泛的先进引线框架和衬底封装，无铅封装，模块，MEMs，晶圆级 CSP 和倒装芯片；

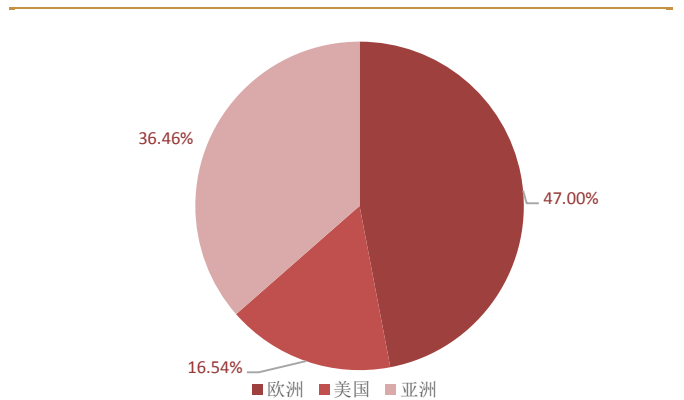
3) 印尼工厂：Bumping 封装，服务包括铜柱凸点和焊料凸点，以及衬垫重新分布和重新钝化。

图 22: Unisem2009 年至今的经营情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23: Unisem 营业收入地区分布情况



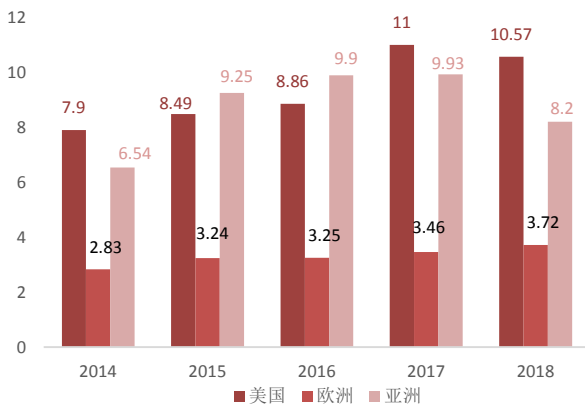
数据来源：公司公告，西南证券整理

**进军海外高端客户供应链：**Unisem 的主要客户都是海外客户，华天科技收购 Unisem 有助于提升海外市场份额，2018 年欧美市场营收占总收入的 63.5%，亚洲市场收入占 36.5%。5G 来临，智能手机射频前端的价值量大大提升，Unisem 目前封装的产品就包括 PA 芯片等射频前端芯片产品，而且 Unisem 也进入了包括博通、思佳讯、Qorvo 等射频前端芯片制造商的供应链，这三家厂商是市场上的主要射频前端制造商，市场份额达到 9 成以上，我们预计未来公司封装的射频前端芯片产品出货量将大大上升。

由于 5G 智能手机射频前端芯片增加，手机厚度会增加，厂商采取的方法就是将这些芯片的体积压缩并进行集成，SiP 系统级封装技术将被更多的采用，这也是公司目前采用的封装技术。

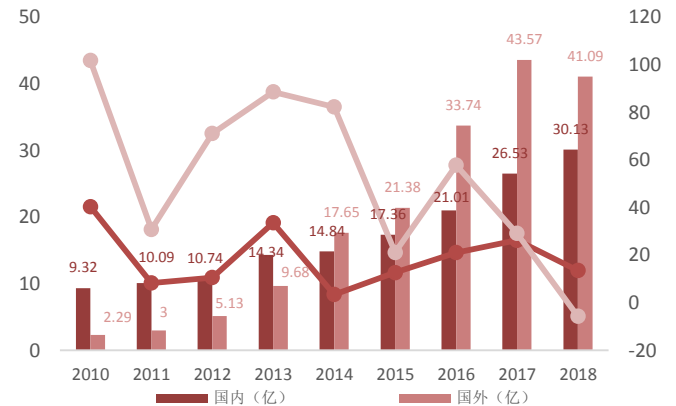
**海外营收持续增长:** 2019 年上半年 Unisem 收入 10.5 亿元人民币, 毛利率 4.3%, 净利润 3448 万。华天科技从 14 年开始海外营收开始高于国内, 主要原因在于 2013 年实现对昆山钛微电子的控股, 引入了中高端封装技术, 增加了中高端产品的出货量。公司在收购了 Unisem 之后, 封装技术进一步提升, 同时也引入了更多海外客户资源, 我们预计未来公司海外订单会进一步增长。

图 24: Unisem 营业收入地区分布情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: 华天科技营业收入地区分布情况及同比增长



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设:

**假设 1:** 5G 智能手机面世、4G 手机更新换代、智能穿戴设备出货量上升, 带动上游封测行业出货量上升, 5G 或给封测行业带来 1.5% 产值增加, 近 31 亿元; 半导体与 AI 技术融合对数据中心需求的大幅增加、AI 与 IOT 技术融合对智能终端产品的不断革新、存储器需求的恢复增长、汽车电子对高可靠性集成电路产品需求的提高, 半导体与 AI、IOT 技术融合和存储器、汽车电子对 IC 需求的上升或能增加封测行业 0.5% 的产值, 近 10 亿元。

**假设 2:** 美国贸易封锁使得国内如华为、海康威视等厂商的订单从国外转移回国内, 有利国内封测行业, 我们认为公司未来三年公司订单增速将达到 40.5%、25.4%、9.8%, 其中集成电路业务营业收入增速能够达到 10%、25%、10%;

**假设 3:** 5G 手机信号频率高、频带宽, 需要更多的射频前端芯片进行信号传输, Unisem 目前已经进入博通、思佳讯、Qorvo 的供应链, 预计未来两年射频芯片出货量快速提升, 营业收入增长分别能够达到 30%、10%。

表 2: 分业务收入及毛利率

| 单位: 百万元 |    | 2018A    | 2019E  | 2020E  | 2021E   |
|---------|----|----------|--------|--------|---------|
| 集成电路    | 收入 | 6,857.98 | 7543.8 | 9429.7 | 10372.7 |
|         | 增速 |          | 10.0%  | 25.0%  | 10.0%   |
|         | 成本 | 5,710.79 | 6336.8 | 7892.7 | 8640.5  |

| 单位: 百万元 |     | 2018A  | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|---------|-----|--------|---------|---------|---------|
| LED     | 毛利率 | 16.7%  | 16.0%   | 16.3%   | 16.7%   |
|         | 收入  | 263.73 | 263.7   | 263.7   | 263.7   |
|         | 增速  |        | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
|         | 成本  | 248.52 | 248.5   | 248.5   | 248.5   |
| Unisem  | 毛利率 | 5.8%   | 5.8%    | 5.8%    | 5.8%    |
|         | 收入  |        | 2200.0  | 2860.0  | 3146.0  |
|         | 增速  |        |         | 30.0%   | 10.0%   |
|         | 成本  |        | 2002.0  | 2602.6  | 2862.9  |
| 合计      | 毛利率 |        | 9.0%    | 9.0%    | 9.0%    |
|         | 收入  | 7121.7 | 10007.5 | 12553.5 | 13782.4 |
|         | 增速  | 1.6%   | 40.5%   | 25.4%   | 9.8%    |
|         | 成本  | 5959.3 | 8587.3  | 10743.8 | 11751.8 |
|         | 毛利率 | 16.3%  | 14.2%   | 14.4%   | 14.7%   |

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 100.1、125.5 和 137.8 亿元, 归母净利润分别为 4.7、7 和 8.2 亿元, EPS 分别为 0.17、0.26 和 0.30 元, 对应 PE 分别为 34、23 和 19 倍。

## 4.2 相对估值

我们选取了行业中与华天科技业务最为相近的三家公司, 分别是长电科技、通富微电、环旭电子, 2019 年三家可比公司平均 PE 为 88 倍。由于长电科技估值远高于另外两家可比公司, 参考意义不大, 剔除长电科技后两家可比公司 2019 年平均 PE 为 29.5 倍。华天科技未来最大的看点有: 1) 半导体行业周期回升, 同时公司的经营周期上升, 预计能够带动公司产能利用率提升, 收入增长; 2) 公司周期回升, 预计毛利率或有所改善; 3) 公司封装产线布局广泛, 几乎覆盖所有封装技术, 可满足不同客户需求; 4) 公司收购 Unisem 成功进入海外高端厂商供应链, 预计未来海外收入持续上升。

结合对标公司的估值和目前华天科技的业务布局和投产节奏, 我们看好公司未来出货量上升, 给予公司 2019 年 36 倍估值, 目标价 6.12 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 3: 可比公司估值

| 证券代码      | 可比公司 | 股价 (元) | EPS (元) |      |      |      | PE (倍) |        |       |       |
|-----------|------|--------|---------|------|------|------|--------|--------|-------|-------|
|           |      |        | 18A     | 19E  | 20E  | 21E  | 18A    | 19E    | 20E   | 21E   |
| 600584.SH | 长电科技 | 13.90  | -0.59   | 0.07 | 0.32 | 0.37 | -14.06 | 204.79 | 42.90 | 37.30 |
| 002156.SZ | 通富微电 | 8.48   | 0.11    | 0.20 | 0.34 | 0.46 | 64.80  | 41.86  | 25.03 | 18.28 |
| 601231.SH | 环旭电子 | 11.59  | 0.54    | 0.68 | 0.86 | 1.06 | 16.60  | 17.05  | 13.47 | 10.89 |
| 平均值       |      |        |         |      |      |      | 22.45  | 87.9   | 27.13 | 22.16 |

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

1) 受半导体行业景气状况影响的风险：公司所处行业受半导体行业的景气状况影响较大，公司经营状况与半导体行业的景气状况紧密相关，半导体行业发展过程中的波动将使公司面临一写的行业经营风险。另外，随着集成电路封装测试行业的竞争越来越激烈，也将加大公司的经营难度。

2) 产品生产成本上升的风险：公司产品主要原材料价格的波动会导致公司经营业绩出现波动。同时，随着近几年人力成本的持续上升，给公司的成本控制造成压力。针对上述风险，公司未来将继续优化生产工艺流程，加大工艺升级力度，提高设备利用率；强化节能降耗和材料消耗管理，降低经营成本；提高生产自动化、信息化水平，增强公司的盈利能力和抗风险能力。

3) 技术研发与新产品开发失败的风险：集成电路市场的快速发展和电子产品的频繁更新换代，使得公司必须不断加快技术研发和新产品开发步伐，如染公司技术研发能力和开发的新产品不能够满足市场和客户的需求，公司将面临技术研发和新产品开发失败的风险。

4) 5G 及消费电子发展不及预期：5G 建设发展不及预期，消费电子业务的出货量不及预期，导致上游封测行业的出货量不及预期。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                 |                 |                 |                 | 现金流量表 (百万元)       |                 |                |                |                |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
|               | 2018A           | 2019E           | 2020E           | 2021E           |                   | 2018A           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
| 营业收入          | 7121.71         | 10007.51        | 12553.45        | 13782.42        | 净利润               | 429.24          | 519.89         | 775.39         | 900.92         |
| 营业成本          | 5959.31         | 8587.29         | 10743.79        | 11751.83        | 折旧与摊销             | 739.29          | 431.70         | 431.70         | 431.70         |
| 营业税金及附加       | 28.27           | 40.54           | 51.27           | 95.10           | 财务费用              | 14.11           | 170.13         | 125.53         | 2.76           |
| 销售费用          | 79.90           | 118.00          | 140.51          | 154.17          | 资产减值损失            | 15.35           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 262.43          | 500.38          | 615.12          | 758.03          | 经营营运资本变动          | 20.87           | -26.71         | -161.07        | -115.29        |
| 财务费用          | 14.11           | 170.13          | 125.53          | 2.76            | 其他                | -85.83          | 1.03           | -5.77          | 2.71           |
| 资产减值损失        | 15.35           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>1133.03</b>  | <b>1096.03</b> | <b>1165.78</b> | <b>1222.79</b> |
| 投资收益          | 0.16            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 资本支出              | -1067.91        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | -381.62         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-1449.53</b> | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    |
| <b>营业利润</b>   | <b>488.96</b>   | <b>591.19</b>   | <b>877.23</b>   | <b>1020.54</b>  | 短期借款              | 1568.75         | -2100.89       | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | -8.66           | -3.53           | -3.73           | -4.49           | 长期借款              | 965.01          | 1517.23        | 180.32         | 54.38          |
| <b>利润总额</b>   | <b>480.31</b>   | <b>587.65</b>   | <b>873.50</b>   | <b>1016.05</b>  | 股权融资              | 2.50            | 608.89         | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 51.07           | 67.77           | 98.11           | 115.14          | 支付股利              | -42.62          | -77.97         | -94.33         | -140.74        |
| 净利润           | 429.24          | 519.89          | 775.39          | 900.92          | 其他                | 193.89          | -566.99        | -125.53        | -2.76          |
| 少数股东损益        | 39.41           | 48.25           | 71.70           | 83.41           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>2687.52</b>  | <b>-619.72</b> | <b>-39.54</b>  | <b>-89.11</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 389.83          | 471.64          | 703.68          | 817.50          | <b>现金流量净额</b>     | <b>2364.84</b>  | <b>476.31</b>  | <b>1126.24</b> | <b>1133.68</b> |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   |                 |                 |                 |                 | 财务分析指标            |                 |                |                |                |
|               | 2018A           | 2019E           | 2020E           | 2021E           |                   | 2018A           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
| 货币资金          | 3097.00         | 3573.32         | 4699.55         | 5833.23         | <b>成长能力</b>       |                 |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 1194.87         | 1633.88         | 2053.48         | 2262.77         | 销售收入增长率           | 1.60%           | 40.52%         | 25.44%         | 9.79%          |
| 存货            | 1134.58         | 1636.85         | 2055.63         | 2245.97         | 营业利润增长率           | -22.28%         | 20.91%         | 48.39%         | 16.34%         |
| 其他流动资产        | 152.61          | 214.46          | 269.01          | 295.35          | 净利润增长率            | -21.53%         | 21.12%         | 49.15%         | 16.19%         |
| 长期股权投资        | 36.43           | 36.43           | 36.43           | 36.43           | EBITDA 增长率        | 1.99%           | -3.97%         | 20.24%         | 1.43%          |
| 投资性房地产        | 8.22            | 8.22            | 8.22            | 8.22            | <b>获利能力</b>       |                 |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 6080.18         | 5673.33         | 5266.48         | 4859.63         | 毛利率               | 16.32%          | 14.19%         | 14.42%         | 14.73%         |
| 无形资产和开发支出     | 195.98          | 171.61          | 147.24          | 122.87          | 三费率               | 5.00%           | 7.88%          | 7.02%          | 6.64%          |
| 其他非流动资产       | 542.82          | 542.35          | 541.87          | 541.39          | 净利率               | 6.03%           | 5.19%          | 6.18%          | 6.54%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>12442.68</b> | <b>13490.43</b> | <b>15077.90</b> | <b>16205.85</b> | ROE               | 6.73%           | 7.01%          | 9.57%          | 10.17%         |
| 短期借款          | 2100.89         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA               | 3.45%           | 3.85%          | 5.14%          | 5.56%          |
| 应付和预收款项       | 1702.64         | 2581.29         | 3226.31         | 3501.81         | ROIC              | 6.67%           | 9.33%          | 12.44%         | 12.87%         |
| 长期借款          | 1373.78         | 2891.01         | 3071.33         | 3125.71         | EBITDA/销售收入       | 17.44%          | 11.92%         | 11.43%         | 10.56%         |
| 其他负债          | 890.45          | 596.68          | 677.75          | 715.65          | <b>营运能力</b>       |                 |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>6067.75</b>  | <b>6068.98</b>  | <b>6975.40</b>  | <b>7343.17</b>  | 总资产周转率            | 0.65            | 0.77           | 0.88           | 0.88           |
| 股本            | 2131.11         | 2740.00         | 2740.00         | 2740.00         | 固定资产周转率           | 1.40            | 1.83           | 2.48           | 2.96           |
| 资本公积          | 1130.56         | 1130.56         | 1130.56         | 1130.56         | 应收账款周转率           | 7.53            | 8.41           | 8.16           | 7.64           |
| 留存收益          | 2428.58         | 2822.26         | 3431.61         | 4108.38         | 存货周转率             | 4.63            | 6.16           | 5.80           | 5.46           |
| 归属母公司股东权益     | 5694.56         | 6692.82         | 7302.18         | 7978.94         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 53.95%          | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 680.37          | 728.62          | 800.32          | 883.74          | <b>资本结构</b>       |                 |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>6374.93</b>  | <b>7421.44</b>  | <b>8102.50</b>  | <b>8862.68</b>  | 资产负债率             | 48.77%          | 44.99%         | 46.26%         | 45.31%         |
| 负债和股东权益合计     | 12442.68        | 13490.42        | 15077.90        | 16205.85        | 带息债务/总负债          | 57.26%          | 47.64%         | 44.03%         | 42.57%         |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.26            | 2.43           | 2.50           | 2.70           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 1.01            | 1.87           | 1.93           | 2.13           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 10.93%          | 16.53%         | 13.40%         | 17.22%         |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                |                |                |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 0.14            | 0.17           | 0.26           | 0.30           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 2.08            | 2.44           | 2.67           | 2.91           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 0.41            | 0.40           | 0.43           | 0.45           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.02            | 0.03           | 0.03           | 0.05           |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                |                |                |
| 业绩和估值指标       |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                |                |                |
|               | 2018A           | 2019E           | 2020E           | 2021E           |                   |                 |                |                |                |
| EBITDA        | 1242.37         | 1193.01         | 1434.46         | 1455.00         |                   |                 |                |                |                |
| PE            | 40.70           | 33.64           | 22.55           | 19.41           |                   |                 |                |                |                |
| PB            | 2.79            | 2.37            | 2.17            | 1.99            |                   |                 |                |                |                |
| PS            | 2.23            | 1.59            | 1.26            | 1.15            |                   |                 |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 10.10           | 12.25           | 9.53            | 8.66            |                   |                 |                |                |                |
| 股息率           | 0.27%           | 0.49%           | 0.59%           | 0.89%           |                   |                 |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名      | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|---------|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽     | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 黄丽娟     | 地区销售副总监 | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅     | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 王慧芳     | 高级销售经理  | 021-68415861  | 17321300873 | whf@swsc.com.cn      |
|    | 涂诗佳     | 销售经理    | 021-68415296  | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn      |
|    | 杨博睿     | 销售经理    | 021-68415861  | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn      |
|    | 吴菲阳     | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 金悦      | 销售经理    | 021-68415380  | 15213310661 | jyue@swsc.com.cn     |
| 北京 | 张岚      | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 路剑      | 高级销售经理  | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn   |
| 广深 | 王湘杰     | 销售经理    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 余燕伶     | 销售经理    | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn      |
|    | 陈霄 (广州) | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |