

景气度回升趋势确立, 国产替代重点标的

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2019年三季度报, 前三季度实现营业收入61.1亿元, 同比增长9.85%, 实现归母净利润1.7亿元, 同比下滑48.8%, 扣非净利润0.8亿元, 同比下滑70.6%, 经营性现金流净额9.3亿元, 同比增长50.4%。其中三季度单季度实现营业收入22.7亿元, 同比增长27.9%, 归母净利润0.8亿元, 同比下滑30%, 扣非净利润0.6亿元, 同比下滑35.6%, 经营性现金流净额4.6亿元, 同比增长78.2%。
- **公司三季度收入有明显提升, 确立行业景气度趋势确立。** 半导体行业景气度提升已经确定。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, 智能手表智能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。
- **国产替代基本确立:** 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; 其次为华为供应芯片的厂商也在寻求国内封测厂商来降低运输成本和沟通测试成本。国内半导体封装产业在规模和技术上都有能力满足客户需求, 华天科技作为国内封装厂商龙头之一, 将明确受益。
- **产能利用率大幅提高是收入增长的核心动能。** 华天同时受益于行业景气度回升和进口替代趋势确定, 产能利用率逐渐提升, 目前天水厂产能利用率达到90%左右, 西安厂订单爆满, 部分产品出现砍单和涨价的情况, 昆山厂产能利用率爬升到70-80%, 其中TSV受益于摄像头和安防需求增长, 已经实现满产。
- **前三季度一次性费用较多, 所得税率提高。** 公司为收购unisem银行借款大幅增加, 导致前三季度财务费用达到9542万元, 该部分银行贷款已在逐步归还; 公司提前支付年终奖, 该费用在三季度计提; 公司收购unisem产生的相关费用包括印尼工厂关厂支付的遣散费用将分布在下半年计提。同时公司所得税率达到了23.2%, 对比去年同期提高了7.5个百分点。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预测公司2019-2021年三年归母净利润分别为3.7/5.4/7.4亿元, 目前PE39/27/19倍, 考虑到行业景气度持续提升, 公司业绩增长动力十足, 维持“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。

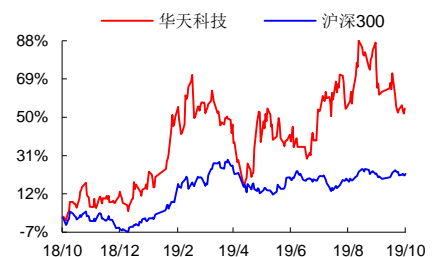
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7121.71	8921.71	11176.21	12267.45
增长率	1.60%	25.27%	25.27%	9.76%
归属母公司净利润(百万元)	389.83	369.59	536.79	738.71
增长率	-21.27%	-5.19%	45.24%	37.62%
每股收益EPS(元)	0.14	0.13	0.20	0.27
净资产收益率ROE	6.73%	5.57%	7.56%	9.54%
PE	37	39	27	19
PB	2.51	2.17	2.03	1.86

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)	143.03
总资产(亿元)	158.61
每股净资产(元)	2.79

相关研究

1. 华天科技(002185): 半导体封装行业的领军企业 (2019-08-30)

盈利预测

关键假设:

假设 1: 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 25.3%、25.3%、9.8%, 其中集成电路业务营业收入增速能够达到 0%、25%、10%, 2020 年高增长主要系来自华为或华为供应链订单较多。

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 1: 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	6858.0	8572.5	9429.7
	增速		0.0%	25.0%	10.0%
	成本	5,710.79	5760.7	7175.2	7855.0
	毛利率	16.7%	16.0%	16.3%	16.7%
LED	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
	毛利率	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
Unisem	收入		1800.0	2340.0	2574.0
	增速			30.0%	10.0%
	成本		1638.0	2129.4	2342.3
	毛利率		9.0%	9.0%	9.0%
合计	收入	7121.7	8921.7	11176.2	12267.5
	增速	1.6%	25.3%	25.3%	9.8%
	成本	5959.3	7647.2	9553.1	10445.8
	毛利率	16.3%	14.3%	14.5%	14.8%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 89.2、111.8 和 122.7 亿元, 归母净利润分别为 3.7、5.4 和 7.4 亿元, 对应 PE 分别为 39/27/19 倍。

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	8921.71	11176.21	12267.45	净利润	429.24	407.40	591.48	814.08
营业成本	5959.31	7647.22	9553.07	10445.81	折旧与摊销	739.29	431.70	431.70	431.70
营业税金及附加	28.27	36.14	45.65	84.65	财务费用	14.11	151.67	111.76	2.45
销售费用	79.90	105.19	125.09	137.22	资产减值损失	15.35	0.00	0.00	0.00
管理费用	262.43	517.46	670.57	674.71	经营营运资本变动	20.87	36.08	-143.16	-102.72
财务费用	14.11	151.67	111.76	2.45	其他	-85.83	1.03	-5.77	2.71
资产减值损失	15.35	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1133.03	1027.88	986.02	1148.22
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	投资活动现金流净额	-1449.53	0.00	0.00	0.00
营业利润	488.96	464.03	670.06	922.61	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
利润总额	480.31	460.50	666.33	918.12	股权融资	2.50	608.89	0.00	0.00
所得税	51.07	53.10	74.84	104.04	支付股利	-42.62	-77.97	-73.92	-107.36
净利润	429.24	407.40	591.48	814.08	其他	193.89	-548.53	-111.76	-2.45
少数股东损益	39.41	37.81	54.70	75.37	筹资活动现金流净额	2687.52	-601.26	-5.36	-55.43
归属母公司股东净利润	389.83	369.59	536.79	738.71	现金流量净额	2364.84	426.62	980.66	1092.79
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	3523.62	4504.28	5597.07	成长能力				
应收和预付款项	1194.87	1456.56	1828.12	2013.97	销售收入增长率	1.60%	25.27%	25.27%	9.76%
存货	1134.58	1456.81	1827.58	1995.85	营业利润增长率	-22.28%	-5.10%	44.40%	37.69%
其他流动资产	152.61	191.19	239.50	262.89	净利润增长率	-21.53%	-5.09%	45.19%	37.63%
长期股权投资	36.43	36.43	36.43	36.43	EBITDA 增长率	1.99%	-15.69%	15.86%	11.80%
投资性房地产	8.22	8.22	8.22	8.22	获利能力				
固定资产和在建工程	6080.18	5673.33	5266.48	4859.63	毛利率	16.32%	14.29%	14.52%	14.85%
无形资产和开发支出	195.98	171.61	147.24	122.87	三费率	5.00%	8.68%	8.12%	6.64%
其他非流动资产	542.82	542.35	541.87	541.39	净利率	6.03%	4.57%	5.29%	6.64%
资产总计	12442.68	13060.10	14399.71	15438.29	ROE	6.73%	5.57%	7.56%	9.54%
短期借款	2100.89	0.00	0.00	0.00	ROA	3.45%	3.12%	4.11%	5.27%
应付和预收款项	1702.64	2298.80	2868.87	3112.79	ROIC	6.67%	7.64%	9.97%	12.03%
长期借款	1373.78	2891.01	3071.33	3125.71	EBITDA/销售收入	17.44%	11.74%	10.86%	11.06%
其他负债	890.45	561.34	632.99	666.55	营运能力				
负债合计	6067.75	5751.15	6573.19	6905.05	总资产周转率	0.65	0.70	0.81	0.82
股本	2131.11	2740.00	2740.00	2740.00	固定资产周转率	1.40	1.63	2.20	2.63
资本公积	1130.56	1130.56	1130.56	1130.56	应收账款周转率	7.53	7.99	8.15	7.64
留存收益	2428.58	2720.21	3183.07	3814.43	存货周转率	4.63	5.87	5.80	5.45
归属母公司股东权益	5694.56	6590.77	7053.64	7684.99	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	718.18	772.88	848.25	资本结构				
股东权益合计	6374.93	7308.95	7826.52	8533.24	资产负债率	48.77%	44.04%	45.65%	44.73%
负债和股东权益合计	12442.68	13060.10	14399.71	15438.30	带息债务/总负债	57.26%	50.27%	46.73%	45.27%
					流动比率	1.26	2.56	2.60	2.82
					速动比率	1.01	2.00	2.04	2.25
					股利支付率	10.93%	21.10%	13.77%	14.53%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1242.37	1047.40	1213.52	1356.76	每股收益	0.14	0.13	0.20	0.27
PE	36.69	38.70	26.65	19.36	每股净资产	2.08	2.41	2.57	2.80
PB	2.51	2.17	2.03	1.86	每股经营现金	0.41	0.38	0.36	0.42
PS	2.01	1.60	1.28	1.17	每股股利	0.02	0.03	0.03	0.04
EV/EBITDA	9.12	12.51	10.14	8.31					
股息率	0.30%	0.55%	0.52%	0.75%					

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
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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