

## 先进封装引领发展，前瞻布局增长可期

## 增持|维持

——华天科技(002185)公司点评报告

### 事件:

公司发布2020年半年度报告，上半年实现销售总收入37.15亿元，较去年同期减少3.25%；实现归属于母公司股东的净利润2.67亿元，同比增长211.85%。

### 报告要点:

#### ● 上半年业绩符合预期，全年有望维持高增长

上半年虽受疫情影响，公司积极维护与客户间沟通，加强订单跟踪，新开发客户88家，保障订单总体稳定。公司上半年实现营业收入37.15亿元，与去年同期基本持平。得益于客户订单大幅增长及相关成本费用下降，公司上半年实现归母净利润2.67亿元，同比增长211.85%。公司在近年来稳定推进现有集成电路封装业务的同时，积极扩展高性能计算、汽车电子等新业务领域，取得了显著成效。随着5G、人工智能、物联网等下游新应用对先进封装技术的强劲需求，公司将充分受益，全年维持高增长态势。

#### ● 公司积极布局先进封装，未来发展前景乐观

公司重视新产品、新技术、新工艺的研发，研发支出金额逐年增加，上半年公司研发费用为1.997亿元，同比增长15.41%，已自主研发出了SiP、FC、TSV、MEMS、Bumping、Fan-Out、WLP等高端封装技术和产品。同时，公司致力于先进封装基地的建设和布局，近年来先后投资扩建了昆山、宝鸡、南京等基地，打通了CIS芯片、存储器、射频等多种高端产品的生产线。预计公司的产品种类和市占率会进一步增加，市场竞争力和盈利能力也会进一步增强。

#### ● 先进封装市场需求强劲，TSV封装回暖在即

国内半导体封装行业自2019年下半年以来逐步回暖，未来有望随着新型应用领域和先进封装技术的发展进入新一轮增长。据智研咨询2019-2020 CIS市场需求持续爆发，增速达25%，预计未来将延续高景气度，带动产业链各个环节高速增长。公司的昆山基地主攻TSV-CIS封装技术，产品受益于强劲外部需求量价齐升，公司未来市场空间巨大，有望迎来业绩拐点。

#### ● 投资建议与盈利预测

预计2020-2022年营收97.56/114.98/133.48亿元，归母净利润6.79/8.84/10.88亿元，当前市值对应2020-2022年PE分别为64/49/40倍，考虑公司作为国内行业龙头将优先受益于国产替代，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

1) 海外业务受疫情影响不及预期；2) 公司产能扩张不及预期；3) CIS市场需求量不及预期。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7121.71	8103.49	9755.51	11498.48	13348.41
收入同比(%)	1.60	13.79	20.39	17.87	16.09
归母净利润(百万元)	389.83	286.79	678.63	884.36	1087.99
归母净利润同比(%)	-21.27	-26.43	136.62	30.32	23.03
ROE(%)	6.85	3.69	8.10	9.64	10.73
每股收益(元)	0.14	0.10	0.25	0.32	0.40
市盈率(P/E)	112.04	152.29	64.36	49.39	40.14

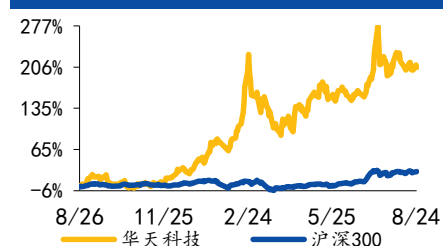
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

当前价: 15.94元

### 基本数据

52周最高/最低价(元): 19.66 / 5.13  
A股流通股(百万股): 2739.13  
A股总股本(百万股): 2740.00  
流通市值(百万元): 43661.69  
总市值(百万元): 43675.66

### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

### 相关研究报告

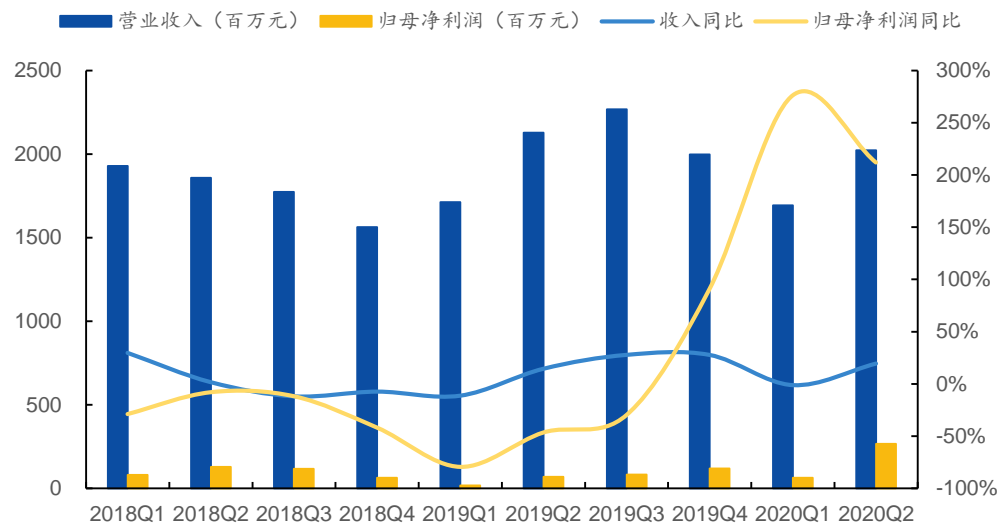
### 报告作者

分析师 贺茂飞  
执业证书编号 S0020520060001  
电话 021-51097188  
邮箱 hemaofei@gyzq.com.cn

## 1. 上半年收入符合预期

公司发布 2020 半年报，上半年实现营业收入为 37.15 亿元，同比减少 3.25%；实现归属于母公司股东的净利润 2.67 亿元，同比增长 211.85%。

图 1：公司分季度营业收入、归母净利润（百万元）及同比增长率

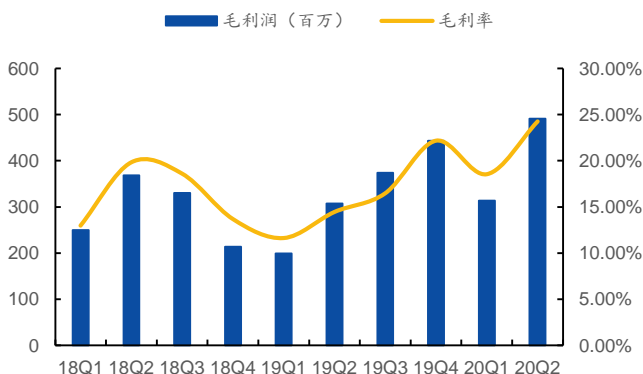


资料来源：WIND，国元证券研究中心

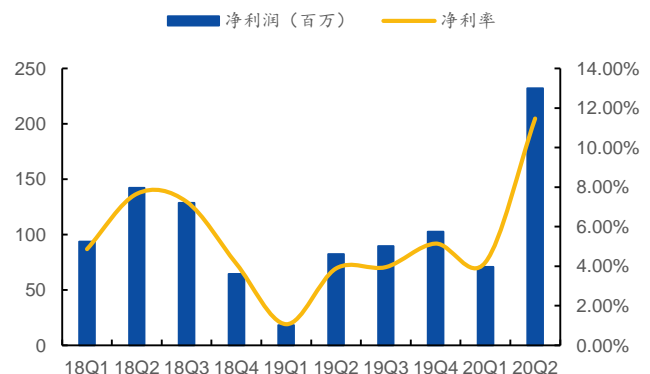
2020 年上半年公司毛利润和净利润分别为 8.05 亿元和 3.03 亿元，毛利率 21.67%。整体来看，公司盈利水平良好，营业收入和利润水平符合预期，主要是因为 2020 年上半年半导体产业国产替代进程加速，市场景气度较 2019 年同期有大幅提升，公司订单有明显增长。我们认为，未来在 5G、人工智能、物联网等新应用的带动下，半导体封测市场将逐步回暖，公司有望凭借自身多年的技术积淀和在行业内的领先地位，保持全年业绩高速增长。

图 2：公司分季度毛利润（百万元）及毛利率水平

图 3：公司分季度净利润（百万元）及净利率水平



资料来源：WIND，国元证券研究中心



资料来源：WIND，国元证券研究中心

## 2. 加强研发扩大产能，积极布局先进封装

公司重视新产品和新技术的研究开发。近几年来，公司不断加强先进封装技术和产品的研发力度，研发支出金额逐年增加，上半年研发支出为 2 亿元，目前已自主研发出了 BGA、MCM (MCP)、SiP、FC、TSV、MEMS、Bumping、Fan-Out、WLP 等高端封装技术和产品。另外，公司积极进行先进封装厂房建设，先后投资扩建了昆山、宝鸡、南京等基地。新建项目打通了 CIS 芯片、存储器、MEMS 等多种高端产品的生产线，可进一步扩展公司业务领域，提升核心业务的技术含量与市场附加值，为公司带来新的利润增长点。

**多基地布局构筑公司竞争优势。**目前公司已形成从天水出发，东进西安、长三角的黄金走廊，各基地市场定位不同，具备各自的区域生产成本和人才优势。其中西安基地专注于 SiP 等中高端封装领域，2019 年营收 21.6 亿元，占公司总营收的 26%，净利润达 1.4 亿元，占公司总净利润的 48%，是公司盈利的重要来源；昆山基地专注于高端封装领域，可提供具有全球领先水平的 3D 封装 Bumping 与 TSV 技术的晶圆级集成电路封装，是公司未来发展重点。南京基地主要进行存储器、MEMS、人工智能等集成电路产品的封装测试，已于今年 7 月 18 日正式投产，将有效提高公司先进封装测试产能，助力公司成为全球封装市场的有力竞争者。

表 1：华天科技主要基地

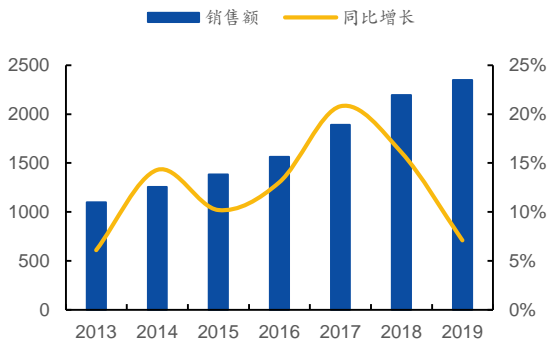
基地	市场定位	封装技术	2019 营收 (百万元)	2019 净利润 (百万元)
天水总部	中低端	DIP、SOP、LED 封装等	-	-
西安基地	中高端	QFN/DFN、MEMS、SiP 等	2163.24	142.01
昆山基地	高端	TSV、Bumping、Fan-Out 等	593.55	-22.81
南京基地	高端	人工智能、存储器、MEMS 等	-	-
Unisem	中高端	WLCSP、MEMS 封装等	2125.3	-17.43

资料来源：公司官网，WIND，国元证券研究中心整理

## 3. 先进封测需求强劲，TSV 封装回暖在即

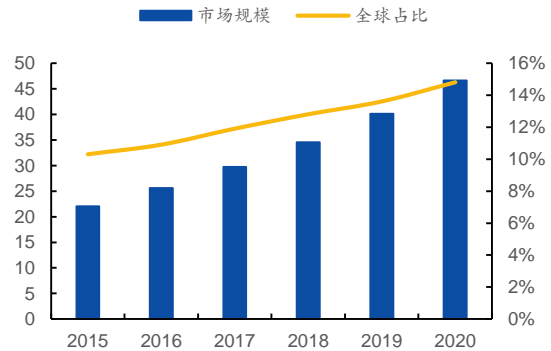
封测行业景气度回升，先进封测驱动新增长。近两年我国封测行业规模增速放缓，但受益于 5G、人工智能、物联网等新应用的带动，行业景气度自 2019 年下半年以来逐步回升。中国半导体行业协会数据显示，2019 年我国半导体封测市场达 2349.7 亿元，同比增长 7.10%，未来随着新型应用领域的发展有望保持高增长。另外，先进封测技术取代趋势日益显著，将推动国内封测行业进入新一轮增长。根据 Yole 数据，中国先进封装市场规模及全球占比稳步提升，预计 2020 年将增长至 46.64 亿美元，占全球的 14.80%。

图 4：我国半导体封测市场规模（亿元）及增速



资料来源：中国半导体行业协会，国元证券研究中心

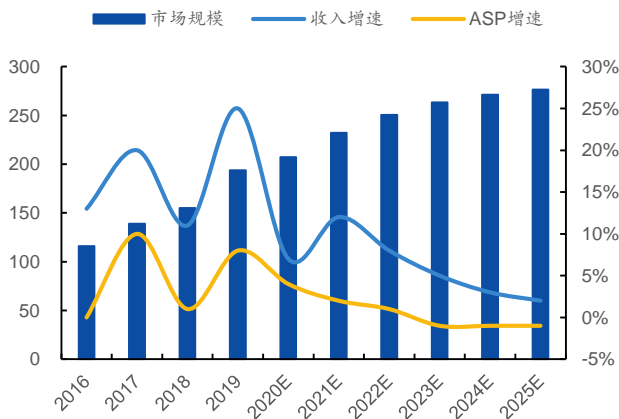
图 5：我国先进封测市场规模（亿美元）及占全球比例



资料来源：Yole，国元证券研究中心

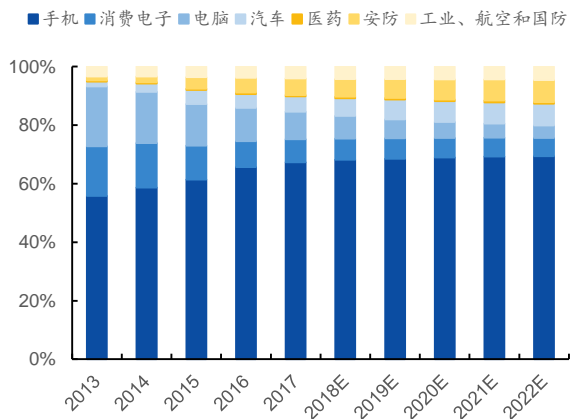
**CIS 供不应求，昆山厂迎来量价齐升。**2019 年全球 CMOS 图像传感器市场需求大幅提升，带动了产品价格及产业链各个环节的价格大幅上调，ASP 增速高达 8%，市场规模同比增长 25% 至 193.72 亿美元，领跑半导体细分领域。从应用领域来看，CIS 下游主要是手机、消费、电脑、汽车、医药、安防、工业等领域，其中汽车市场增速最快，预计未来五年会继续保持两位数增长率，将成为 CIS 最大增量市场；智能手机目前仍是 CIS 最大应用领域，虽然年出货量正在趋稳，但手机后置的多摄像头趋势明显，也极大地推动了 CIS 市场的爆发。预计未来 CIS 市场受到智能手机、汽车电子等下游应用的驱动，将继续保持较高的增长率。

图 6：全球 CIS 市场规模（亿美元）及规模、ASP 增速



资料来源：Yole，国元证券研究中心

图 7：全球 CIS 下游市场构成



资料来源：Yole，国元证券研究中心

公司的昆山基地布局 TSV 多年，TSV-CIS 产品封装技术处于国内领先水平，已在消费及安防领域实现了批量供货，汽车领域也已具备量产条件。目前公司 CIS 产品产能每月约 2.5 万片，在市场需求带动下，未来产能还将进一步释放，公司有望量价齐升，迎来业绩拐点。

#### 4. 风险提示

- 1) 海外业务受疫情影响不及预期；
- 2) 公司产能扩张不及预期；
- 3) CIS 市场需求量不及预期

**财务预测表**

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	5579.06	4821.60	6822.63	9042.65	11465.55	
现金	3097.00	2128.28	3798.13	5495.96	7365.07	
应收账款	1017.48	1315.14	1583.25	1866.13	2166.36	
其他应收款	38.90	21.13	25.44	29.98	34.80	
预付账款	32.99	45.73	51.83	60.81	70.16	
存货	1134.58	1072.68	1215.80	1426.40	1645.76	
其他流动资产	258.11	238.64	148.18	163.37	183.40	
<b>非流动资产</b>	6863.62	11223.37	10183.97	9263.03	8333.88	
长期投资	36.43	36.98	36.98	36.98	36.98	
固定资产	5679.49	8516.55	7790.39	6792.10	5683.84	
无形资产	177.41	431.36	661.77	892.19	1122.60	
其他非流动资产	970.29	2238.47	1694.83	1541.76	1490.46	
<b>资产总计</b>	12442.68	16044.97	17006.61	18305.68	19799.42	
<b>流动负债</b>	4420.13	4058.52	4303.68	4650.71	5014.90	
短期借款	2100.89	1470.80	1470.80	1470.80	1470.80	
应付账款	1301.62	1496.91	1696.63	1990.52	2296.64	
其他流动负债	1017.62	1090.80	1136.24	1189.38	1247.45	
<b>非流动负债</b>	1647.62	2067.45	2157.94	2300.02	2439.09	
长期借款	1373.78	1505.76	1637.73	1769.71	1901.69	
其他非流动负债	273.84	561.70	520.21	530.31	537.40	
<b>负债合计</b>	6067.75	6125.97	6461.62	6950.73	7453.99	
少数股东权益	680.37	2150.89	2165.37	2184.24	2207.45	
股本	2131.11	2740.00	2740.00	2740.00	2740.00	
资本公积	1130.56	2162.20	2162.20	2162.20	2162.20	
留存收益	2428.58	2821.52	3459.05	4246.16	5207.41	
归属母公司股东权益	5694.56	7768.11	8379.62	9170.71	10137.98	
<b>负债和股东权益</b>	12442.68	16044.97	17006.61	18305.68	19799.42	
<b>现金流量表</b>						
单位:百万元						
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金流</b>	1133.03	1765.03	1985.19	1979.93	2115.17	
净利润	429.24	292.91	693.11	903.23	1111.21	
折旧摊销	739.29	1215.75	1171.69	1207.80	1225.85	
财务费用	14.11	118.99	135.32	75.94	12.44	
投资损失	-0.16	-16.80	-16.80	-16.80	-16.80	
营运资金变动	-105.93	12.25	-110.11	-202.32	-218.24	
其他经营现金流	56.48	141.92	111.97	12.08	0.70	
<b>投资活动现金流</b>	-1449.53	-3982.90	-244.87	-244.87	-244.87	
资本支出	1635.95	1955.72	0.00	0.00	0.00	
长期投资	34.64	6.74	0.00	0.00	0.00	
其他投资现金流	221.07	-2020.43	-244.87	-244.87	-244.87	
<b>筹资活动现金流</b>	2687.52	1091.63	-70.46	-37.23	-1.18	
短期借款	1568.75	-630.08	0.00	0.00	0.00	
长期借款	965.01	131.98	131.98	131.98	131.98	
普通股增加	0.00	608.89	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	2.50	1031.64	0.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	151.27	-50.80	-202.44	-169.21	-133.16	
<b>现金净增加额</b>	2364.84	-1115.89	1669.85	1697.83	1869.11	

**利润表**

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	7121.71	8103.49	9755.51	11498.48	13348.41	
营业成本	5959.31	6780.29	7684.94	9016.12	10402.67	
营业税金及附加	28.27	37.79	45.49	53.62	62.25	
营业费用	79.90	112.89	168.77	198.92	230.93	
管理费用	262.43	366.92	519.97	589.87	711.47	
研发费用	383.51	402.11	536.55	632.42	742.17	
财务费用	14.11	118.99	135.32	75.94	12.44	
资产减值损失	-15.35	-72.34	-9.60	0.00	0.00	
公允价值变动收益	0.00	-7.18	-7.18	-7.18	-7.18	
投资净收益	0.16	16.80	16.80	16.80	16.80	
<b>营业利润</b>	488.96	356.40	846.85	1104.37	1359.26	
营业外收入	7.56	7.76	7.76	7.76	7.76	
营业外支出	16.22	5.18	5.18	5.18	5.18	
<b>利润总额</b>	480.31	358.98	849.44	1106.95	1361.84	
所得税	51.07	66.07	156.33	203.72	250.63	
<b>净利润</b>	429.24	292.91	693.11	903.23	1111.21	
少数股东损益	39.41	6.12	14.48	18.87	23.21	
<b>归属母公司净利润</b>	389.83	286.79	678.63	884.36	1087.99	
EBITDA	1242.37	1691.14	2153.87	2388.12	2597.55	
EPS (元)	0.18	0.10	0.25	0.32	0.40	

**主要财务比率**

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.60	13.79	20.39	17.87	16.09
营业利润(%)	-22.31	-27.11	137.61	30.41	23.08
归属母公司净利润(%)	-21.27	-26.43	136.62	30.32	23.03
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.32	16.33	21.22	21.59	22.07
净利率(%)	5.47	3.54	6.96	7.69	8.15
ROE(%)	6.85	3.69	8.10	9.64	10.73
ROIC(%)	6.63	3.58	7.91	10.30	13.05
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.77	38.18	37.99	37.97	37.65
净负债比率(%)	63.73	53.81	53.06	51.23	49.54
流动比率	1.26	1.19	1.59	1.94	2.29
速动比率	1.00	0.92	1.29	1.63	1.95
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.65	0.57	0.59	0.65	0.70
应收账款周转率	7.01	6.49	6.30	6.24	6.19
应付账款周转率	4.09	4.85	4.81	4.89	4.85
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.10	0.25	0.32	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.64	0.72	0.72	0.77
每股净资产(最新摊薄)	2.08	2.84	3.06	3.35	3.70
<b>估值比率</b>					
P/E	112.04	152.29	64.36	49.39	40.14
P/B	7.67	5.62	5.21	4.76	4.31
EV/EBITDA	37.61	27.63	21.70	19.57	17.99

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188