

2010年9月30日

华天科技

西部地区的封装明星

A
未有评级

002185.SZ-人民币 10.42

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

华天科技是国内第三大的集成电路封装企业,目前集成电路封装能力50亿块/年。公司持续改善产品结构,自主开发的BGA/LBGA等高端封装已经在水有了小规模生产。西安天胜将在十月底设备安装就位,我们预计西安项目达产后产能将达到15亿块以上,主要进行BGA、TSSOP、DFN和QFN等高端封装。公司地处西北拥有成本优势。公司已经开发出国内领先的铜制程工艺,现在应用于30%的产能。我们认为公司2010-12年营业收入复合增长率将达到30%以上。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

| | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|----------------|------|-----|-----|------|
| 绝对(%) | 26 | (1) | 26 | 119 |
| 相对新华富时A50指数(%) | 52 | 2 | 23 | 133 |

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 373.23 |
| 流通股(%) | 62.64 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 24.36 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 115 |
| 净负债比率(%) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 天水华天微电子股份有限公司 | 37.36 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李鹏是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

主要发现:

- **公司产品结构持续改善。**公司自主研发了BGA高端封装技术,并且已经在水开始小规模生产出货。西安天胜封装设备将于10月底完全就位,高端封装将在西安进行大规模生产。我们认为西安天胜在2011年下半年完全达产后高端封装能力将达到15亿-20亿块左右。
- **低于同行业的人工、水电成本。**华天科技地处西部,人工及水电成本远远低于内地同业。据我们调研发现,华天科技产线工人实得工资平均水平应在1,500-1,600元/月,低于沿海和长三角地区的实得工资2,000元/月至少25%。公司实际用电价格约在0.51元/度,用水2.1元/吨,远低于沿海地区。
- **铜线制程进展顺利,目前占产能的30%。**公司自主开发的铜压线制程已经规模化应用于低端封装,目前占全部产能的30%。公司预计铜线制程将在今后占中低端产能的60%,大幅节约生产成本。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

| 年结日: 12月31日 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入(百万元) | 742.5 | 777.4 | 1176.2 | 1526.2 | 1885.6 |
| 增长率(%) | 33.0 | 4.7 | 51.3 | 29.8 | 23.5 |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 68.5 | 77.1 | 134.4 | 187.5 | 236.5 |
| 增长率(%) | (15.3) | 12.5 | 74.2 | 39.5 | 26.1 |
| 每股收益(元) | 0.26 | 0.27 | 0.36 | 0.50 | 0.63 |
| 市盈率(倍) | 39.7 | 38.8 | 28.9 | 20.7 | 16.4 |
| 每股经营现金流量(元) | 0.34 | 0.81 | 0.65 | 0.56 | 0.84 |

资料来源: 公司数据及万得资讯

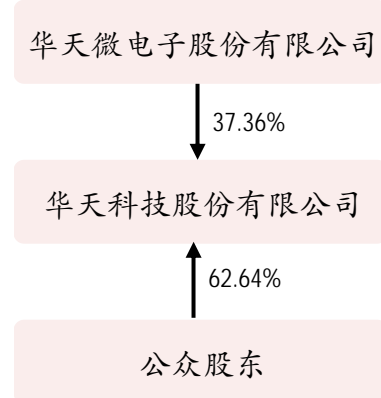
中银国际研究可在彭博BOCR<GO>, thomsonreuters.com以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

公司简介及股权结构

华天科技是军转民企业，具有良好的技术背景。控股公司是天水华天微电子股份有限公司，持有股份 37.36%，实际控制人为董事长肖胜利等。

图表 2. 华天科技的股权结构



资料来源：公司数据

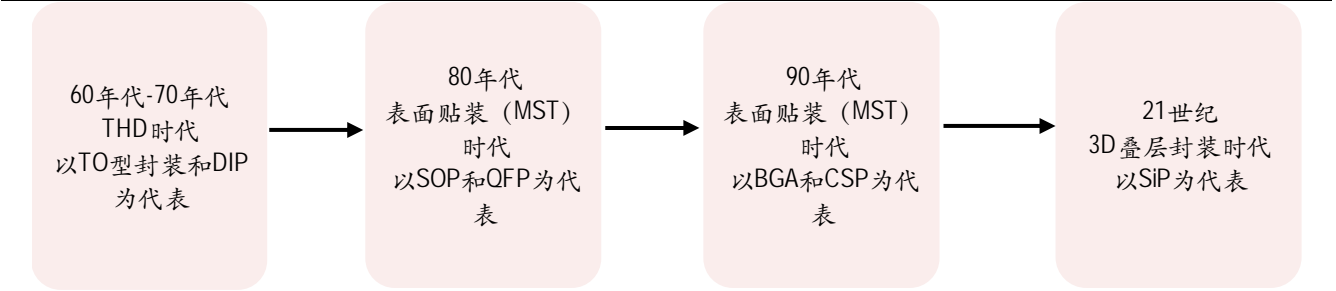
华天科技是国内第三大集成电路封装企业，封装能力从 2004 年的 10 亿块增长到目前的 50 亿块。公司的主营业务包括半导体集成电路、混合集成电路、电源模块等电路封装测试。公司的主要生产方式是来料加工形式。目前公司中高低端封装比例约为 20%、50%、30%。

公司产品主要内销，主要客户为国内 IC 设计公司包括中星微、士兰微、时代民芯等。同时，公司正在开发国外客户，近两年来外销增长迅速，达到 50%-60%。目前公司的国外客户主要来自台湾、日本和韩国。公司正在积极尝试争取欧美客户。

自主研发改善产品结构、降低成本

半导体封装技术是伴随器件的发展而发展，随着器件集成度的提高，封装技术也向着高密度、高脚位、薄型化和小型化发展。

图表 3. 半导体封装技术的演进



资料来源：公司数据

公司目前拥有 300 人的研发团队，大多拥有本科以上学历，公司还为技术人才提供了房屋安置等优惠条件。公司未来将把研发团队转移至西安，我们认为这将有利于公司就近招聘西安交通大学和兰州大学等著名学府的高端人才，进一步加强企业的研发能力。

公司依靠自有团队，自主研发出了 BGA 等高端封装技术，并且已经在水天生产基地实现量产。BGA 封装技术传统应用于 CPU、存储，现在 BGA 封装技术应用已经扩展到了电子书、高清电视机顶盒、手机等，拥有广阔的市场空间。公司在未来将把高端封装生产线放在西安，预计西安天胜将在今年 10 月底安装设备完毕，产能预计将达到 15 亿块以上。我们预计西安天胜产能将在 2011 年下半年完全释放。

我们粗略估算 BGA 高端封装的毛利率将接近 30%，同时单价远高于目前中低端封装产品，我们认为 BGA 等高端产能的释放将帮助公司改善产品结构、提高产品单价和毛利率。

公司目前已经研发 3D 封装技术，正在进行技术测试，是国内少数掌握 3D 封装技术的企业之一。

铜线制程已经成为了封装产业的发展趋势。公司通过自主研发开发出了适应各种规格铜线和封装品质的压焊工艺，该工艺达到国内领先、国际先进的水平。公司铜线键合技术可应用于 TO、DIP、SOP、SSOP、TSSOP、QFN、QFP、LQFP 等产品，目前铜线工艺已经应用到公司 30% 的产能，公司预计未来铜制程工艺应用将占到中低端产能的 60%。

我们认为，用铜线代替金线将帮助公司节约成本、提高毛利率。按行业估计，一般用铜线代替金线将节约成本 20%。由于铜线高于金线的损耗，我们认为铜线代替金线至少可以节约成本 15% 左右。

公司已经切入高端 SiP 封装领域,掌握了 DAF、die to die 和 over die 等技术, SiP 封装技术已经可以应用于 RF-SIM 卡封装。作为未来技术储备, SiP 将帮助公司迎接集成电路封装产业升级带来的发展机遇。

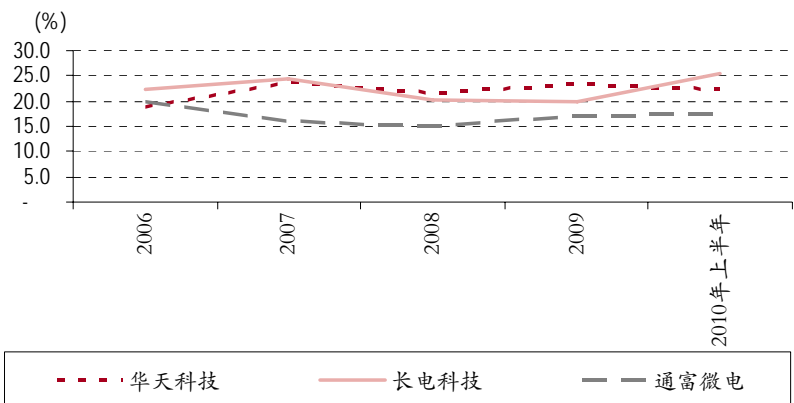
地处西部拥有成本优势

公司目前的生产基地处于甘肃天水,生产要素成本远低于内陆地区。据我们调研得出数据,华天科技生产线工人平均实得月工资水平在 1,500 元-1,600 元之间,相较于沿海和长三角地区工人实得月工资 2,000 元以上,至少低 25%。

公司实际水电价格也远低于东部地区。公司实际用电价格在 0.51 元/度,用水价格在 2.1 元/吨,远低于东部地区。

低廉的人工和水电价格使公司在封装价格方面具有竞争优势,同时也帮助公司维持较高的毛利率。

图表 4. 国内三大 IC 封装企业毛利率情况



资料来源: 公司数据

半年报业绩出色, 下半年仍然维持高增长

2010 年上半年上市公司实现净利润 5,986 万元, 同比增长 191.0%; 合并营业收入为 5.5 亿元, 同比增长 81.7%, 主要得益于电子行业景气度维持高位、下游消费电子需求火爆和公司期间费用率降低。

公司上半年毛利率为 22.4%，基本维持稳定。半年报费用率从 2009 年年报中的 11.4% 下降至 9.5%，主要是得益于销售规模快速提升，使销售费用率和管理费用率分别比 2009 年年报下降了 40 个基点和 192 个基点。我们认为在未来西安项目达产后，公司的费用率有进一步降低的空间。

图表 5. 公司费用率变化情况

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 年上半年 |
|--------------|------|------|--------|--------|-----------|
| 销售费用率(%) | 2.09 | 1.65 | 1.83 | 2.10 | 1.62 |
| 管理费用率(%) | 3.75 | 5.81 | 9.02 | 9.47 | 7.49 |
| 财务费用率(%) | 1.52 | 1.63 | (0.94) | (0.15) | 0.39 |
| 期间费用率(%) | 7.36 | 9.09 | 9.91 | 11.42 | 9.49 |
| 销售费用(人民币 百万) | 10.7 | 11.3 | 13.6 | 16.4 | 8.9 |
| 管理费用(人民币 百万) | 19.2 | 39.6 | 67.0 | 73.6 | 41.1 |
| 财务费用(人民币 百万) | 7.8 | 11.1 | (7.0) | (1.2) | 2.1 |

资料来源：公司数据

公司目前产线处在满产状态，未来至 2010 年年末的订单清晰度较高，处于饱和状态。公司预计 1-3 季度归属于上市公司股东净利增长 85%-115%。

初步结论

公司地处西部，相较于同业公司在人力、水电成本方面都拥优势。同时公司拥有极强的自主研发能力，是国内极少数拥有高端技术开发能力的封装测试企业。公司是高科技企业，在 2004-2006 年间享受“两免三减半”税收优惠，目前公司享受优惠所得税率 15%，我们认为未来国家继续扶持集成电路产业的情况下，国家有可能继续给予公司更优惠税收政策。公司目前市盈率较低，股价低估，股价有上涨空间。

投资风险

公司处于电子行业中游，受电子行业景气度影响较大，如果电子行业景气度不能持续，将影响公司盈利能力。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371