

## 丘钛科技 (1478 HK)

评级：增持；目标价：HK\$7.26

### 18年令人失望，19年奋力追赶

#### 2018年发盈警，净利同比下跌96.7%

丘钛科技经历令人失望的2018年，早于今年1月已发盈警，预视盈利状况欠佳。全年总营收为8,135百万元人民币，同比仅增2.5%；摄像头模组（CCM）和指纹识别模组（FPM）分别同比增长6.7%和同比下跌9.7%；公司整体毛利率为4.3%，同比下跌6.8个百分点，主要由于：（1）产品结构优化需时；（2）市场竞争激烈，价格竞争持续；期内净利润同比下跌96.7%至14.4百万元人民币，主要由于：（1）毛利率下跌；（2）汇兑亏损；（3）联营公司录得亏损。

#### CCM出货量理想，唯价格竞争持续

CCM全年同比仅增6.7%，逊于预期的11%。公司产品结构优化逊预期，低像素摄像头模块出货量占比比较大，导致毛利率和ASP均有所恶化，分别同比下跌30.3%和下跌7个百分点。我们估计双摄和三摄将会在2019年加快下放至中低端手机，渗透率估计分别达56%和7%。我们对CCM业务的看法审慎乐观，预期19年出货量同比增长30%，但由于摄像头分开采购情况仍然持续，估计短期可能仍对毛利率和ASP构成压力。

#### 屏下指纹识别成新潮流

FPM全年出货量同比大增33.2%，指纹识别模块销售收入同比下跌约9.7%，主要由于指纹识别模块ASP同比下跌32.2%。光学式屏下指纹识别模块将逐渐取代涂层式指纹识别，因为光学式屏下指纹可以配合全面的发展潮流，公司在下半年开始出货，待占比提升可拉动ASP和舒缓毛利率受压情况。我们预计19年FPM出货量同比增20%。

#### 增加资本开支以改善产能

公司为进一步加强产品结构的调整，增加了19年资本开支的预算至7亿元人民币，主要用于：（1）将CCM的产能从18年底的35KK/月逐步提升至19年底的50KK/月；（2）在印度北方邦联建厂，预期产能达4KK/月；（3）加强COB制程、测试、物流和自动化水平。我们认为公司增加资本开支可以加强工艺，提升生产效率，以满足客户对产能方面需求。

**投资建议：**我们预计19/20的收入为108.3亿/133.6亿人民币，净利润提升至3.7亿/4.9亿人民币，主要考虑公司产能提升和产品结构优化。我们调整DCF模型后，给予新目标价7.26港元，对应19/20年19.1/14.5倍市盈率，维持「增持」评级。

**风险提示：**（1）市场竞争加剧；（2）全球手机市场需求放缓；（3）汇率波动

图表1：主要财务数据（更新于2019年3月28日）

(百万人民币)	真实 17财年	真实 18财年	预测 19财年	预测 20财年	预测 21财年
总收入	7,939	8,135	10,832	13,360	15,726
增长率：	59.1%	2.5%	33.2%	23.3%	17.7%
经营利润	543	70	466	605	786
增长率：	146.5%	-87.1%	565.0%	29.8%	30.1%
股东净利润	436	14	369	485	644
增长率：	128.4%	-96.7%	2462.2%	31.4%	33.0%
毛利率：	11.1%	4.3%	8.0%	8.6%	9.5%
经营利润率：	6.8%	0.9%	4.3%	4.5%	5.0%
每股盈利(元人民币)	0.38	0.01	0.32	0.43	0.57
每股资产净值(元人民币)	1.88	1.85	2.17	2.60	3.16

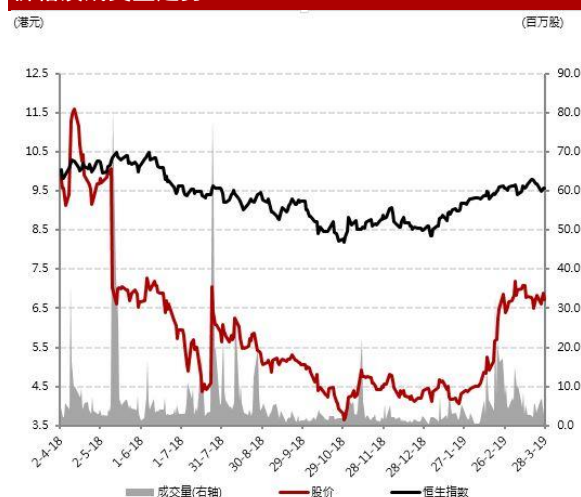
来源：中泰国际研究部

#### 公司基本资料 (更新至2019年3月28日)

最新价：	6.72	(港元)
市值：	76.05	(亿港元)
流通股比例(%)：	32.42	
已发行总股本(百万)：	1,131.72	(百万股)
52周价格区间：	3.58-11.88	(港元)
3个月平均每日成交：	33.07	(百万港元)
主要股东：	He Ningning	占66.46%

来源：彭博

#### 价格及成交量走势



来源：彭博

#### 相关报告

“高端产品将推动利润率上升” -20171130  
最坏时机或已过去，下半年发力追赶-20180829

#### 分析师

许汉豪(Norman Hui)  
Norman.hui@ztsc.com.hk

图表 2 : 丘钛科技 ( 1478 HK ) 2018 年财务数据

	2018 年	2017 年	同比变化	同比变化原因
摄像头模组	6,272,686	5,895,723	6%	平均销售单价同比下跌约 30.3%
指纹识别模组	1,832,022	2,035,063	-10%	平均销售单价同比下跌约 32.2%
其他	30,453	8,172	273%	
收益	8,135,161	7,938,958	2%	
收益成本	(7,782,053)	(7,056,225)	10%	(i) 原材料成本增加 6.8% ; (ii) 人工成本同比增加 37.8% ; (iii) 折旧费用同比增加 72.4%
毛利	353,108	882,733	-60%	(i) 产品结构优化进展未如预期 ; (ii) 涂层式指纹识别模组的销售价格下跌 ; (iii) 人民币兑美元汇率大幅下跌
毛利率	4%	11%	-7%	
其他收入	133,113	35,099	279%	(i) 各级地方政府授予的补贴或奖励
其他净亏损	(50,223)	(23,931)	110%	外汇亏损
销售及分销开支	(18,562)	(16,045)	16%	(i) 销售人员增加 ; (ii) 交际应酬费用增加
行政及其他经营开支	(81,201)	(64,955)	25%	(i) 员工薪酬增加 ; 及 (ii) 去年基数教大 , 因确认客户减值亏损
研发开支	(266,198)	(269,556)	-1%	研发投入 , 以及优化生产自动化水平。
营运溢利	70,037	543,345	-87%	
融资成本	(44,146)	(16,912)	161%	银行借款同比增长及美元借款利率上升
应占联营公司亏损	(24,561)	(16,918)	45%	新巨科技录得亏损
除税前 ( 亏损 ) / 溢利	1,330	509,515	-100%	
所得税开支	13,069	(73,238)	-118%	
归属母公司溢利	14,399	436,277	-97%	

来源 : 公司资料 , 中泰国际研究部

图表 3 : 丘钛科技 ( 1478 HK ) 财务报表 (年结: 12 月 31 日 ; 百万人民币)

损益表						财务分析					
2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	
财务年度截至 <12 月 31 日 >						财务年度截至 <12 月 31 日 >					
实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测	
营业收入	7939	8135	10832	13360	15726	盈利能力					
营业成本	7056	7782	9966	12208	14232	经营利润率(%)	6.8%	0.9%	4.3%	4.5%	5.0%
毛利	883	353	867	1152	1494	净利率(%)	5.5%	0.2%	3.4%	3.6%	4.1%
营业利润	543	70	466	605	786	营运表现					
除税前溢利	509	1	415	545	724	毛利率(%)	11.1%	4.3%	8.0%	8.6%	9.5%
所得税	73	-13	46	60	80	营业利润率(%)	6.8%	0.9%	4.3%	4.5%	5.0%
归属净利润	436	14	369	485	644	净利率(%)	5.5%	0.2%	3.4%	3.6%	4.1%
增长						回报率					
总收入(%)	59.1%	2.5%	33.2%	23.3%	17.7%	ROAA(%)	8.2%	0.2%	5.1%	5.6%	6.3%
营业利润(%)	146.5%	-87.1%	565.0%	29.8%	29.8%	ROAE(%)	23.5%	0.7%	16.1%	17.9%	19.7%
净利润(%)	128.4%	-96.7%	2462.2%	31.4%	33.0%	现金流量表					
资产负债表	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	
财务年度截至 <12 月 31 日 >	实际	实际	预测	预测	预测	财务年度截至 <12 月 31 日 >	实际	实际	预测	预测	预测
固定资产	1481	1889	2516	2659	2808	经营业务产生现金净额					
无形资产	1	1	1	1	1	已付所得税	-73	13	-46	-60	-80
其他非流动资产	471	321	321	337	253	营运活动现金流	2222	-173	1071	581	755
非流动资产合计	1953	2211	2850	3008	3078	资本开支	-949	-500	-700	-200	-200
应收款	2035	3031	3229	3983	4688	投资活动现金流	-2119	387	-702	-206	-200
银行借款	1078	1178	1214	1250	1287	融资活动现金流	312	-584	35	36	37
现金及现金等价物	465	100	484	882	1475	现金变化	414	-370	404	411	593
流动资产合计	4147	4229	5064	6434	7928	期初持有现金	65	465	100	484	883
总资产	6100	6440	7913	9443	11006	汇率影响	-14	5	-20	0	0
应付账款及其他应付款	2830	3061	4076	5028	5918	期末持现金	465	100	484	883	1475
借款	1078	1178	1214	1250	1287						
负债合计	3955	4336	5441	6486	7405						
股东权益合计	2146	2102	2471	2955	3600						

来源：中泰国际研究部

图表 4：丘钛科技 ( 1478 HK ) 贴现现金流估值

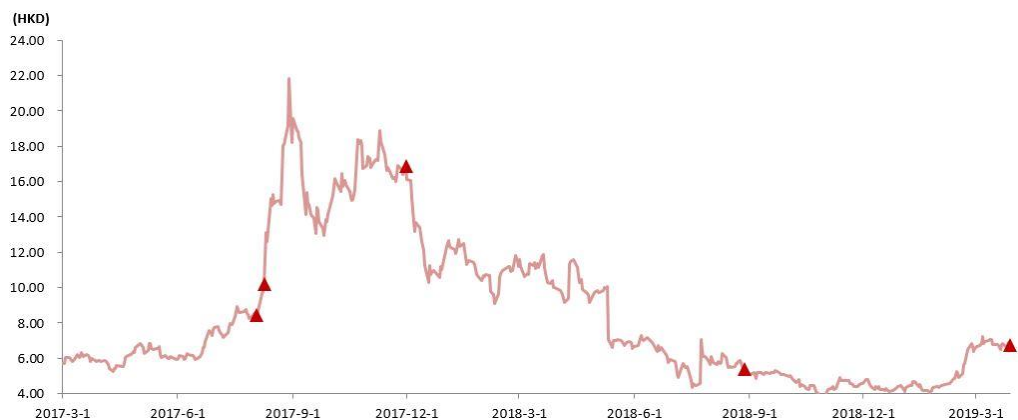
DCF 模型 ( 百万人民币 )	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
经营现金流	1,071	581	755								
利息	51	60	62								
税率	0	0	0								
资本支出	-700	-200	-200								
资本运营变动	-	-	-								
年增长率	-168%	4%	41%	25%	18%	10%	5%	2%	1%	1%	1%
自由现金流	416	434	610	763	900	990	1,040	1,061	1,071	1,082	3,661
自由现金流现值	376	354	449	507	540	536	508	468	426	389	1,187
现金流折现总和	8,213										
净金融资产	(1,182)										
权益总值	7,030										
发行股份	1,138										
每股价格 ( 港元 )	7.26										

参数假设	
借款利率 ( 税前 )	2.0%
税率	11.0%
债务成本	1.8%
无风险利率	3.5%
风险溢价	10.4%
贝塔	1.0
权益成本	14.1%
债权比率	0.37
加权平均资本成本	10.8%
永续增长	1.0%

来源：中泰国际研究部

# 历史建议和目标价

丘钛科技(1478 HK)股价表现及评级时间表



来源：彭博·中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2017/8/3	HK\$8.44	「买入」(首次评级)	HK\$10.6
2	2017/8/9	HK\$10.22	「买入」(无变动)	HK\$12.6
3	2017/11/30	HK\$16.9	「买入」(无变动)	HK\$19.9
4	2018/8/28	HK\$5.38	「买入」→「增持」(调整)	HK\$6.01
5	2019/3/28	HK\$6.72	「增持」(无变动)	HK\$7.26

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

# 公司及行业评级定义

## 公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达 20%以上

增持：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于 5%和 20%之间

中性：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~5%之间

卖出：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-10%以上

## 行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。