

2020年04月28日

华天科技 (002185.SZ)

动态分析

行业回暖毛利率逐季提升，中长期趋势乐观

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2019 年年度报告，全年实现营业收入 81.0 亿元，同比增长 13.8%，毛利率 16.3%，同比持平，归属母公司净利润为 2.9 亿元，同比下降 26.4%，每股净利润 0.1134 元，同比下降 30.8%。第四季度公司实现营业收入为 20.0 亿元，同比增长 27.8%，归属上市公司股东净利润同比增长 91.0% 为 1.2 亿元。2019 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.15 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。2020 年第一季度，营业收入同比下降 1.1% 为 16.9 亿元，毛利率同比提升 8.5 个百分点为 22.2%，归属于上市公司股东的净利润同比增长 276.1% 为 6,265.5 万元。

◆ **下半年行业回暖全年增收，毛利率和净利润逐季改善：**2019 年全年销售收入增长 13.8% 为 81.0 亿元，2019 年上半年集成电路行业需求低迷，公司产能利用率较低，业绩表现疲软，下半年开始在 5G 商用、国产化替代驱动下，行业景气度回升，公司订单回升，产能利用率逐步提高，毛利率也随之逐季改善，至 19Q4 达到 22.2%。全年增收但不增利，由于前三季度净利润均同比下滑影响全年净利润水平，但是净利润同比增速逐季改善，19Q4 同比大幅增长 91.0%。

◆ **内生外延同步发展，期间费用率上升：**2019 年公司销售、管理和财务费用率均同比增加，研发费用率保持平稳，由于公司 2019 年收购马来西亚 Unisem 并纳入合并报表，完成华天南京一期项目厂房建设，华天宝鸡产线投产，华天昆山新厂房建设等一系列新增布局，综合费用率提升。公司通过内生长和外延并购一方面完善产业和产能布局，另一方面推进国际化布局实现跨越式发展。

◆ **2020 年一季度净利润同比大增，长期市场份额有望扩大：**公司 2020 年第一季度收入小幅下降 1.1%，净利润同比大增 276.1%。由于行业延续 19H2 景气度，公司订单饱满，一定程度上抵御新冠疫情的冲击，但短期内疫情持续发展，仍然面临不确定性风险。综合考虑，公司 2020 年目标为实现营收 90 亿元。长周期来看，疫情短期扰动不改变行业需求上行预期，公司在技术层面逐步完善 TSV、Fan-Out 等产品开发和量产，产能布局上加快华天南京、华天宝鸡等项目建设和投产，发挥 Unisem 全球化优势。我们认为公司在不断扩张规模和加大研发的基础上有望实现市场份额进一步扩张。封测端作为国内半导体行业全球竞争力较强的板块，我们对公司未来成长保持乐观预期。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.18、0.24 和 0.27 元。净资产收益率分别为 6.2%、7.8% 和 7.9%，维持买入-B 建议。

◆ **风险提示：**宏观经济不及预期带来的终端需求下降风险；公司在先进封装技术能力的提升速度不及客户预期；Unisem 商誉减值风险；疫情持续增加不确定性。

电子元器件 | 半导体 III

投资评级

买入-B(维持)

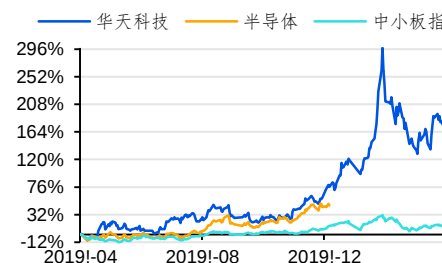
股价(2020-04-27)

11.57 元

交易数据

总市值（百万元）	31,701.84
流通市值（百万元）	31,691.70
总股本（百万股）	2,740.00
流通股本（百万股）	2,739.13
12 个月价格区间	0.00/17.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.1	25.62	136.84
绝对收益	11.79	22.95	149.13

分析师

蔡景彦
SAC 执业证书编号：S0910516110001
caijingyan@huajinsc.cn
021-20377068

报告联系人

郑超君
zhengchaojun@huajinsc.cn
021-20377169

相关报告

华天科技：市场需求疲弱影响半年业绩，期待旺季改善 2019-08-29

华天科技：短期行业市场面临挑战，内生外延扩张应对 2019-05-01

华天科技：短期波动面临压力，着眼未来夯实基础 2018-10-30

华天科技：短期波动不改长期行业公司竞争力向好趋势 2018-08-26

华天科技：2017 年营收利润同比扩张，先进封装未来值得期待 2018-03-27

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,122	8,103	8,883	9,907	10,516
YoY(%)	1.6	13.8	9.6	11.5	6.1
净利润(百万元)	390	287	487	666	733
YoY(%)	-21.3	-26.4	69.7	36.8	10.1
毛利率(%)	16.3	16.3	18.5	18.9	18.9
EPS(摊薄/元)	0.14	0.10	0.18	0.24	0.27
ROE(%)	6.8	3.7	6.2	7.8	7.9
P/E(倍)	81.3	110.5	65.1	47.6	43.3
P/B(倍)	5.6	4.1	4.1	3.7	3.4
净利率(%)	5.5	3.5	5.5	6.7	7.0

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、财务数据分析.....	4
（一）全年增收不增利，经营现金流大幅增加.....	4
（二）2019 年四季度毛利率和净利润大幅改善.....	6
（三）2020 年一季度净利润表现亮眼.....	6
（四）未来发展战略及经营计划：内生外延协调发展.....	7
二、盈利预测及投资建议.....	8
三、风险提示.....	9

图表目录

图 1：过往 3 年营业收入及增长率.....	4
图 2：过往 3 年净利润及增长率.....	4
图 3：过往 3 年主要盈利能力比率.....	4
图 4：过往 3 年主要费用率变动.....	4
图 5：过往 3 年运营效率.....	5
图 6：过往 3 年主要回报率.....	5
图 7：过往 3 年负债率.....	5
图 8：过往 3 年短期偿债能力.....	5
图 7：过往 3 年经营活动净现金与净利润.....	5
图 8：过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额.....	5
图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率.....	6
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率.....	6
图 11：过往 12 个季度盈利能力.....	6
图 12：过往 12 个季度主要费用率.....	6
表 1：收入及毛利率的业务分布.....	8

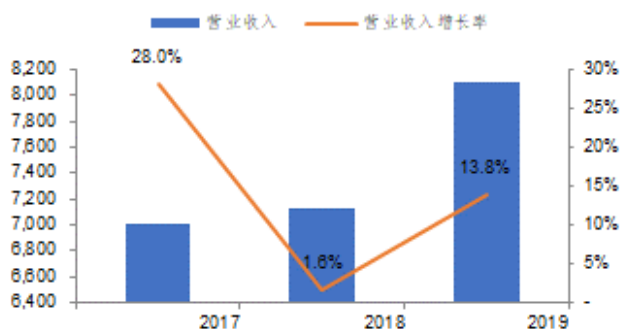
一、财务数据分析

公司 2019 年销售收入同比增长 13.8% 为 81.0 亿元，毛利率水平同比持平为 16.3%，归属母公司净利润同比下降 26.4% 为 2.9 亿元，每股净利润同比下降 30.8% 为 0.1134 元。2019 年下半年开始 5G 和国产替代驱动因素下，行业景气度回升，公司产能利用率逐步提升，全年实现收入增长。全年毛利率逐季提升，四季度净利润增速大幅改观。

（一）全年增收不增利，经营现金流大幅增加

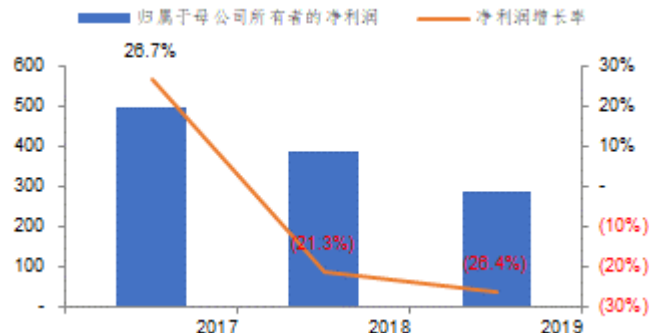
公司 2019 年全年销售收入 81.0 亿元，同比增长 13.8%。2019 年上半年，行业总体呈现需求低迷态势，下半年开始在 5G 商用、国产替代等有利因素带动下，行业景气度回升，公司产能利用率逐步提高，全年收入实现增长。2019 年公司归属上市公司股东净利润为 2.9 亿元，同比下降 26.4%，每股净利润 0.1134 元，同比下降 30.8%，上半年净利润同比下滑较多影响了全年利润。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

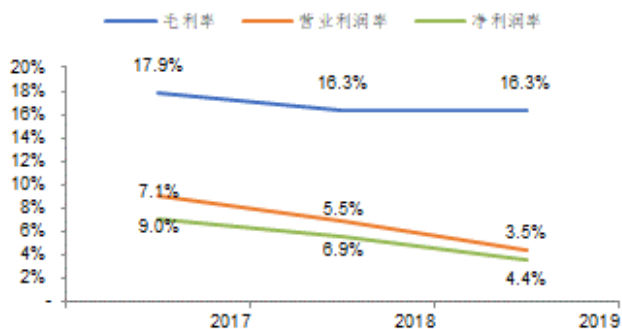
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

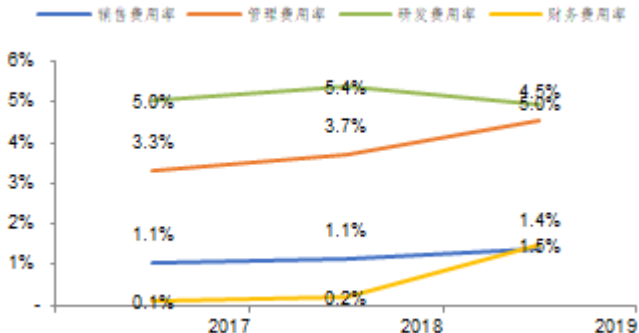
公司 2019 年全年毛利率同比持平为 16.3%，营业利润率和净利润率分别同比下滑 2.5 和 2.0 个百分点，为 4.4% 和 3.5%。2019 年销售费用和管理费用率分别同比上升 0.3 和 0.8 个百分点为 1.4% 和 4.5%，研发费用率同比下降 0.4 个百分点为 5.0%，财务费用率同比上升 1.3 个百分点为 1.5%，由于借款增加产生更多利息费用。期间费用率上升影响了营业利润率和净利率下滑。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

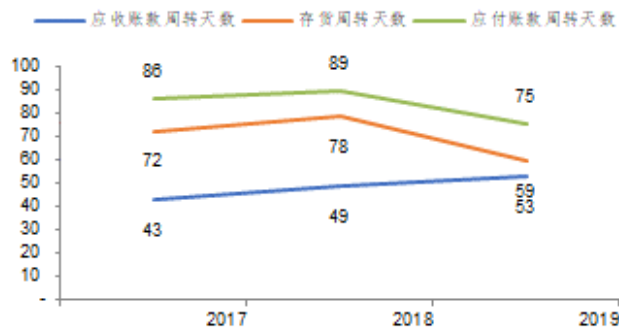
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

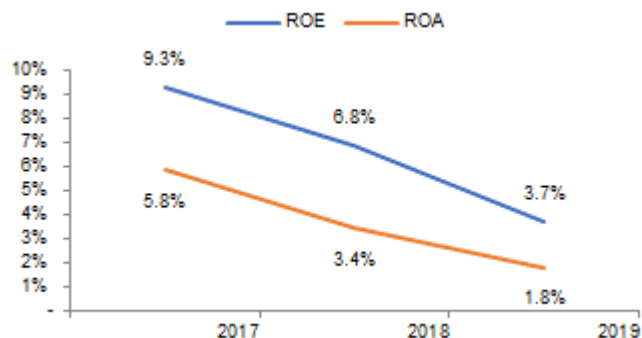
2019 年公司应收账款周转天数同比增加 4 天为 53 天,存货周转天数和应付账款周转天数分别同比减少 19 和 14 天为 59 和 75 天,整体的周转率有所提升,经营效率改善。公司 2019 年的 ROE 和 ROA 分别同比下降 3.1 和 1.6 个百分点分别为 3.7%和 1.8%,净利润下滑影响了回报率。

图 5: 过往 3 年运营效率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

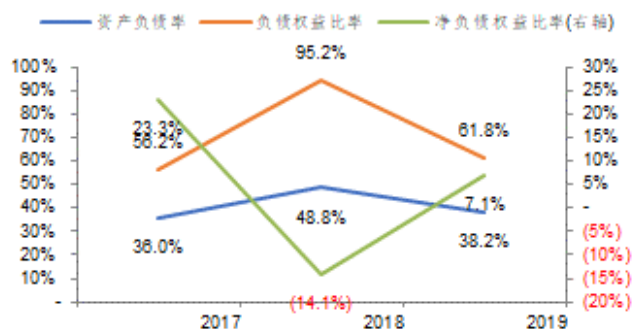
图 6: 过往 3 年主要回报率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

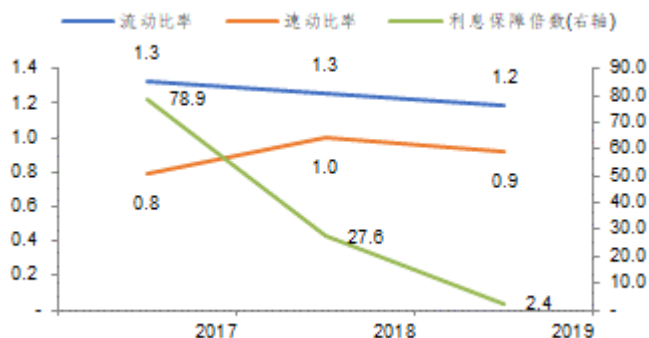
2019 年公司的资产负债率和负债权益比率分别同比下降 10.6 和 33.4 个百分点为 38.2%和 61.8%,净负债权益比率为 7.1%,公司整体负债率水平显著下降,资本结构优化。

图 7: 过往 3 年负债率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

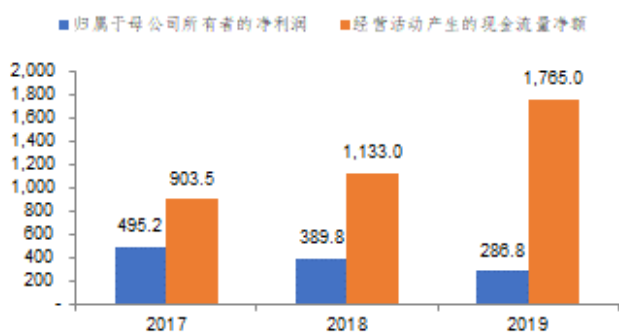
图 8: 过往 3 年短期偿债能力



资料来源: Wind, 华金证券研究所

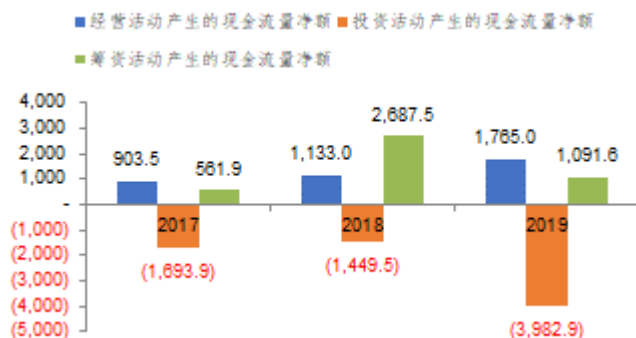
短期偿债能力方面,2019 年流动比率、速动比率分别为 1.2 和 0.9,基本持平,利息保障倍数为 2.4,显著下降,主要原因为 2019 年银行借款增加带来的利息费用增加。

图 9: 过往 3 年经营活动净现金与净利润



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额



资料来源: Wind, 华金证券研究所

从现金流情况看，公司 2019 年经营性现金流净额同比增加 55.8% 为 17.7 亿元，主要系销售收到的现金增加，公司经营现金流水平保持健康。

（二）2019 年四季度毛利率和净利润大幅改善

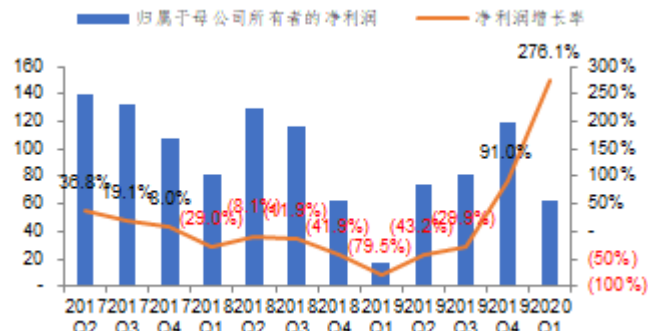
2019 年第四季度公司实现营业收入同比增长 27.8% 为 20.0 亿元，归属上市公司股东净利润同比增长 91.0 为 1.2 亿元。2019 年四季度，行业市场景气度回暖，公司收入和利润同步增长，其中净利润大幅增加，扭转了前三季度持续下滑的局面。

图 11：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

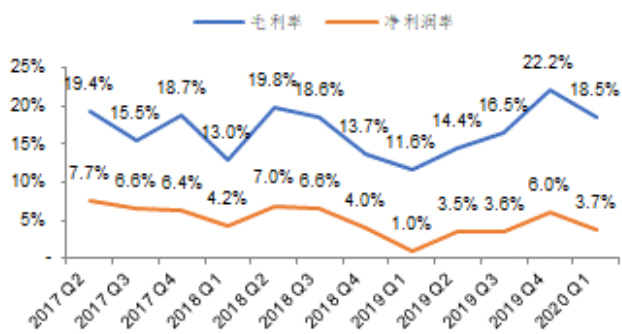
图 12：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

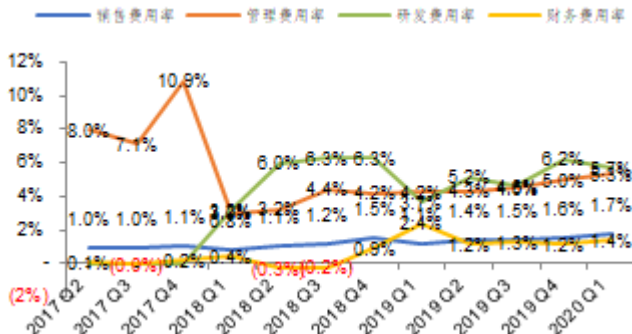
2019 年第四季度，公司毛利率同比提升 8.5 个百分点为 22.2%，营业利润率和净利润率分别同比增加 2.5 和 2.0 个百分点为 5.6% 和 6.0%。2019 年下半年公司产能利用率逐步提高，毛利率逐季回升。费用率方面，管理费用率同比提升 0.8 个百分点为 5.0%，其他期间费用率保持平稳。

图 13：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）2020 年一季度净利润表现亮眼

公司披露了 2020 年第一季度业绩报告，销售收入同比下降 1.1% 为 16.9 亿元，毛利率同比上升 6.9 个百分点为 18.5%，归属上市公司股东净利润为 6,265.5 万元，同比增长 276.1%。2020 年一季度市场景气度较 2019 年同期大幅提升，公司订单饱满。但是，由于受疫情影响公司主要

生产基地春节后复工时间较原计划均大幅延后，对一季度业绩造成了较大影响。受以上因素综合影响，一季度收入小幅下滑，归母净利大幅增长。

（四）未来发展战略及经营计划：内生外延协调发展

公司在扩大和提升现有集成电路封装业务规模与水平的同时，大力发展 BGA、MCM（MCP）、SiP 等高端封装技术和产品，扩展业务领域，努力提高市场份额和盈利能力。同时，有效实施并购重组和股权收购工作，不断完善公司产业发展布局，稳步推进国际化进程，以期取得跨越式发展。

2020 年鉴于疫情对全球影响，公司生产经营目标为全年实现营收 90 元，主要开展以下工作：

（1）坚持“以客户为中心，为客户创造价值”的管理理念，做好产能与订单匹配，服务好国际客户和重点客户，确保已有客户订单稳定与增长。同时加大拓展力度，积极争取潜在客户产品导入，扩大市场份额。

（2）继续与 Unisem 公司协作，进一步拓展公司在射频和汽车电子等领域的市场优势，形成合力，发挥整体优势。

（3）加快华天南京一期项目设备安装，做好华天南京投产和客户导入以及封装产品快速上量工作。

（4）以华为为标杆，加强与华为数字化转型咨询合作，借鉴华为成熟的方法论和管理实践，切实实施好华天科技数字化转型规划咨询项目。

二、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.18、0.24 和 0.27 元。净资产收益率分别为 6.2%、7.8% 和 7.9%，维持买入-B 建议。

盈利预测主要基于如下假设：

业务收入方面，天水厂收入占比为核心，以传统封装业务为主，收入增速相对稳健；西安和昆山厂由先进封装产品构成，预计 2020 年收入增速恢复；Unisem 由于海外疫情冲击 2020 年收入受到冲击，2021 年增速提升，而后进入平稳发展。

毛利率方面：随着公司需求增加，产能利用率逐步提升，毛利率相应得到改善。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	7,121.7	8,103.5	8,882.9	9,907.3	10,515.5
YoY	1.6%	13.8%	9.6%	11.5%	6.1%
西安	2,673.9	2,163.2	2,443.9	2,821.1	3,088.7
昆山	635.6	593.5	734.4	822.6	898.3
天水(母公司)	3,558.0	3,153.6	3,503.5	3,800.0	3,950.1
迈克光电子	93.7	66.3	79.5	95.4	114.5
Unisem	-	1,933.2	1,920.7	2,157.3	2,242.5
其他及抵消	160.6	193.6	200.9	211.0	221.5
毛利率	16.3%	16.3%	18.5%	18.9%	18.9%
集成电路	16.7%	16.4%	18.6%	19.0%	19.0%
LED	5.8%	13.7%	12.0%	12.0%	12.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司整体费用率水平保持基本稳定，技术研发和新建基地的产能建设仍然是主要支出方向。公司产能扩张逐步预计逐步放缓，资本开支规模保持平稳。

三、风险提示

宏观经济不及预期带来的终端需求下降风险；

公司在先进封装技术能力的提升速度不及客户预期；

Unisem 商誉减值风险；

疫情持续增加不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5579	4822	5680	5728	6496	营业收入	7122	8103	8883	9907	10516
现金	3097	2128	2509	2457	3084	营业成本	5959	6780	7240	8036	8526
应收票据及应收账款	1123	1315	1243	1676	1411	营业税金及附加	28	38	39	43	47
预付账款	33	46	40	55	47	营业费用	80	113	124	129	143
存货	1135	1073	1694	1343	1737	管理费用	262	367	402	421	466
其他流动资产	192	260	194	198	217	研发费用	384	402	486	510	535
非流动资产	6864	11223	11648	10994	10446	财务费用	14	119	121	108	76
长期投资	36	37	37	37	37	资产减值损失	101	37	42	44	45
固定资产	5679	8517	8944	8542	8095	公允价值变动收益	0	-7	-2	-3	-4
无形资产	177	431	406	376	346	投资净收益	0	17	7	8	11
其他非流动资产	970	2238	2262	2039	1968	营业利润	489	356	581	793	870
资产总计	12443	16045	17329	16722	16942	营业外收入	8	8	6	7	7
流动负债	4420	4059	5481	4163	3597	营业外支出	16	5	8	10	8
短期借款	2101	1471	2441	1207	733	利润总额	480	359	580	790	869
应付票据及应付账款	1544	1690	1956	2120	2108	所得税	51	66	87	119	130
其他流动负债	775	898	1084	836	757	税后利润	429	293	493	672	739
非流动负债	1648	2067	1870	1906	1948	少数股东损益	39	6	6	6	6
长期借款	1374	1506	1506	1506	1506	归属母公司净利润	390	287	487	666	733
其他非流动负债	274	562	364	400	442	EBITDA	1236	1690	1678	2236	2188
负债合计	6068	6126	7351	6069	5545	主要财务比率					
少数股东权益	680	2151	2151	2151	2151	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	2131	2740	2740	2740	2740	成长能力					
资本公积	1131	2162	2162	2162	2162	营业收入(%)	1.6	13.8	9.6	11.5	6.1
留存收益	2429	2822	2903	3575	4314	营业利润(%)	-22.3	-27.1	63.0	36.4	9.7
归属母公司股东权益	5695	7768	7827	8502	9246	归属于母公司净利润(%)	-21.3	-26.4	69.7	36.8	10.1
负债和股东权益	12443	16045	17329	16722	16942	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	16.3	16.3	18.5	18.9	18.9
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	5.5	3.5	5.5	6.7	7.0
经营活动现金流	1133	1765	1181	2357	1844	ROE(%)	6.8	3.7	6.2	7.8	7.9
净利润	429	293	493	672	739	ROIC(%)	6.8	3.7	5.4	7.2	7.9
折旧摊销	739	1216	987	1342	1246	偿债能力					
财务费用	80	161	121	108	76	资产负债率(%)	48.8	38.2	42.4	36.3	32.7
投资损失	-0	-17	-7	-8	-11	流动比率	1.3	1.2	1.0	1.4	1.8
营运资金变动	-106	12	-262	63	-178	速动比率	1.0	0.9	0.7	1.1	1.3
其他经营现金流	-9	100	-150	181	-29	营运能力					
投资活动现金流	-1450	-3983	-1614	-662	-671	总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
筹资活动现金流	2688	1092	814	-1749	-545	应收账款周转率	8.6	7.5	6.9	7.7	7.4
						应付账款周转率	4.2	4.1	4.8	4.4	4.4
每股指标 (元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.10	0.18	0.24	0.27	P/E	81.3	110.5	65.1	47.6	43.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.64	0.43	0.86	0.67	P/B	5.6	4.1	4.1	3.7	3.4
每股净资产(最新摊薄)	2.08	2.84	2.86	3.10	3.37	EV/EBITDA	7.4	13.5	20.7	15.0	14.8

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn