行业景气拐点确立，5G 大潮提供增长新动能

方正证券研究所证券研究报告

华天科技(002185)　　公司研究

电子行业　　公司投资价值分析报告

2019.12.2/推荐(首次)

首席电子分析师　兰飞

执业证书编号：S1220518070003

TEL：

E-mail　lanfei@foundersc.com

分析师：　贺茂飞

执业证书编号：S1220518090002

TEL：

E-mail　hemaofei@foundersc.com

联系人：

TEL：

E-mail：

历史表现：

数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

(1)行业景气度逐季回暖。回顾今年前三季度，公司利润逐个季度增加，19Q1 至 Q3，单季度利润分别为 1666 万元、6895 万元、8199 万元，净利润率分别为 1.0%、3.2%、3.6%。公司历史景气高点净利润率在 8%-10%。我们认为随着行业景气度的进一步提升，公司盈利能力有望向历史高点靠近。

(2)经营管理效率行业领先。相比较其他的封装测试厂商，华天在经营效率、盈利能力的表现都比较优异。华天的资产周转率、毛利率等财务指标比肩行业第一厂商，近三年毛利率分别为 18.04%、17.90%、16.32%，资产周转率为 0.74、0.82、0.65，经营管理效率在半导体封装行业处于领先地位。公司营收贡献主力的厂区集中在天水、西安等西部地区，人力成本优势明显，因此享有较同行更优的盈利能力。

(3)收购 Unisem，卡位 5G 射频前端芯片封装子赛道。Unisem 作为全球射频前端芯片封装的主要供应商，客户包括了射频前端龙头企业 Qorvo、Skyworks、Avago 等。5G 时代，射频前端芯片用量翻倍，配套封装需求迎来持续高成长。

(4)持续看好行业景气度提升及国产替代双重趋势。展望 2020 年，5G 换机潮启动、服务器需求回暖、存储芯片景气回暖三大趋势下，半导体封装行业进入上行期。此外，华为等厂商出于供应链安全的考量，封装供应链向大陆厂商倾斜，华天科技有望全面受惠订单转移。

投资建议：

半导体封装行业景气度持续向上，公司运营效率行业领先，在景气上行期盈利有望快速回升。预计公司 2019-2021 年收入分别为 86.0/99.8/116.8 亿元，归属母公司净利润分别为 2.9/6.6/9.2 亿元，EPS 分别为 0.11/0.24/0.34 元，P/E 分别为 55.95/24.89/17.83 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：

下游应用需求不及预期的风险；

竞争加剧毛利率下降风险；

中美贸易摩擦的负面影响。

请务必阅读最后特别声明与免责条款

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7121.71	8600.50	9981.73	11678.62
(+/-)(%)	1.60	20.76	16.06	17.00
净利润	389.83	294.32	661.65	923.46
(+/-)(%)	-21.27	-24.50	124.81	39.57
EPS(元)	0.14	0.11	0.24	0.34
P/E	42.24	55.95	24.89	17.83

数据来源：Wind、方正证券研究所

图表 1：可比公司市盈率估值情况

证券代码	证券简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				市盈率（倍）			
			TTM	2019E	2020E	2021E	TTM	2019E	2020E	2021E
002185.SZ	华天科技	164.67	2.55	3.58	6.24	7.65	71.59	46.02	26.39	21.54
600584.SH	长电科技	332.12	-11.39	0.94	5.43	9.83	-29.17	354.19	61.21	33.79
002156.SZ	通富微电	149.17	-0.42	0.42	3.20	4.94	-243.14	353.28	46.68	30.19
603005.SH	晶方科技	68.90	0.93	0.91	1.53	2.13	74.38	75.51	45.00	32.30

资料来源：Wind、方正证券研究所、盈利预测值来自 Wind 一致预期。

图表 2：华天科技收入拆分(百万元)

产品线	2018	2019E	2020E	2021E
集成电路				
销售收入	6,857.98	8,256.48	9,602.42	11,153.09
增长率	-0.42%	20%	16%	16%
毛利	1,147.34	1,279.53	1,734.30	2,215.67
毛利率	16.73%	15.50%	18.06%	19.87%
LED				
销售收入	263.73	344.02	379.31	525.54
增长率	114.17%	30%	10%	39%
毛利	1.49	1.94	2.52	3.27
毛利率	5.77%	6.00%	6.00%	6.00%
合计				
销售收入	7,121.71	8,600.50	9,981.73	11,678.62
增长率	1.60%	20.76%	16.06%	17.00%
毛利	1,160.84	1,281.47	1,736.82	2,218.94
毛利率	16.30%	14.90%	17.40%	19.00%

资料来源：：Wind、方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5579.06	4671.10	5693.89	7269.96
现金	3097.00	1498.97	2091.12	3121.33
应收账款	1017.48	1127.20	1308.23	1530.63
其它应收款	38.90	71.04	82.45	96.47
预付账款	32.99	40.52	45.65	52.37
存货	1134.58	1551.79	1748.10	2005.66
其他	258.11	381.57	418.34	463.51
非流动资产	6863.62	7046.51	7061.94	6909.92
长期投资	131.18	131.35	131.51	131.67
固定资产	6080.18	6260.61	6273.72	6119.51
无形资产	200.75	203.05	205.20	207.22
其他	451.51	451.51	451.51	451.51
资产总计	12442.68	11717.61	12755.83	14179.88
流动负债	4420.13	2758.15	3058.96	3453.81
短期借款	2100.89	0.00	0.00	0.00
应付账款	1301.62	1764.67	1987.91	2280.80
其他	1017.62	993.47	1071.04	1173.01
非流动负债	1647.62	1647.62	1647.62	1647.62
长期借款	1373.78	1373.78	1373.78	1373.78
其他	273.84	273.84	273.84	273.84
负债合计	6067.75	4405.77	4706.58	5101.43
少数股东权益	680.37	714.07	789.83	895.58
股本	2131.11	2740.00	2740.00	2740.00
资本公积	1130.56	1130.56	1130.56	1130.56
留存收益	2428.58	2722.90	3384.55	4308.01
归属母公司股东权益	5694.56	6597.77	7259.41	8182.88
负债和股东权益	12442.68	11717.61	12755.83	14179.88

现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1133.03	1044.41	1690.07	2128.12
净利润	429.24	328.02	737.41	1029.20
折旧摊销	739.29	906.54	1074.00	1241.45
财务费用	80.01	52.52	0.00	0.00
投资损失	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16
营运资金变动	-105.93	-251.16	-129.83	-151.02
其他	-9.42	8.66	8.66	8.66
投资活动现金流	-1449.53	-1097.92	-1097.92	-1097.92
资本支出	-1631.63	-1097.92	-1097.92	-1097.92
长期投资	-34.64	0.00	0.00	0.00
其他	216.74	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2687.52	-2153.41	0.00	0.00
短期借款	0.00	-2100.89	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-14.03	-14.03	-14.03
其他	2687.52	-38.50	14.03	14.03
现金净增加额	2371.02	-1598.03	592.15	1030.20

利润表	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7121.71	8600.50	9981.73	11678.62
营业成本	5959.31	7319.03	8244.91	9459.69
营业税金及附加	28.27	34.14	39.62	46.36
营业费用	79.90	111.81	119.78	140.14
管理费用	262.43	318.22	349.36	408.75
财务费用	14.11	-7.28	-44.60	-68.81
资产减值损失	15.35	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.16	0.16	0.16	0.16
营业利润	488.96	375.71	833.80	1160.31
营业外收入	7.56	0.00	0.00	0.00
营业外支出	16.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	480.31	367.05	825.15	1151.66
所得税	51.07	39.03	87.74	122.45
净利润	429.24	328.02	737.41	1029.20
少数股东损益	39.41	33.70	75.76	105.74
归属母公司净利润	389.83	294.32	661.65	923.46
EBITDA	1147.58	1164.81	1753.06	2222.81
EPS（元）	0.14	0.11	0.24	0.34

主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	0.02	0.21	0.16	0.17
营业利润	-0.22	-0.23	1.22	0.39
归属母公司净利润	-0.21	-0.24	1.25	0.40
获利能力				
毛利率	0.16	0.15	0.17	0.19
净利率	0.05	0.03	0.07	0.08
ROE	0.07	0.04	0.09	0.11
ROIC	0.05	0.03	0.08	0.12
偿债能力				
资产负债率	0.49	0.38	0.37	0.36
净负债比率	0.68	0.27	0.24	0.22
流动比率	1.26	1.69	1.86	2.10
速动比率	1.01	1.13	1.29	1.52
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.71	0.82	0.87
应收账款周转率	7.53	8.02	8.20	8.23
应付账款周转率	4.89	5.61	5.32	5.47
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.11	0.24	0.34
每股经营现金	0.41	0.38	0.62	0.78
每股净资产	2.08	2.41	2.65	2.99
估值比率				
P/E	42.45	55.95	24.89	17.83
P/B	2.91	2.50	2.27	2.01
EV/EBITDA	11.89	14.44	9.26	6.84

数据来源：wind 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com