

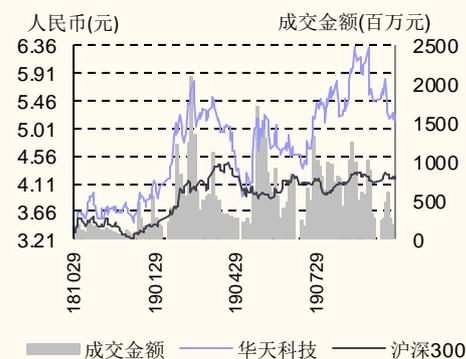
华天科技 (002185.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.22 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	27.40
已上市流通 A 股(亿股)	27.40
总市值(亿元)	143.03
年内股价最高最低(元)	5.81/5.13
沪深 300 指数	3897
中小板综	9151



相关报告

1. 《芯片封测行业竞争加剧，外延扩张打开新天地-华天科技 2018 年...》，2019.4.30
2. 《成功并购 Unisem，备战先进封装时代-华天科技 2019 年一...》，2019.4.1
3. 《半导体行业开始复苏，先进封装潜力即将释放-华天科技业绩快报点...》，2019.3.1
4. 《决胜先进封装时代：黎明将至，新周期重启-华天科技深度报告》，2018.12.28

范彬泰 联系人
fanbintai@gjzq.com.cn

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

公司业绩拐点确认，封测行业即将迎来复苏

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.232	0.183	0.112	0.195	0.228
每股净资产(元)	2.51	2.67	2.05	2.17	2.31
每股经营性现金流(元)	0.42	0.53	0.34	0.57	0.65
市盈率(倍)	36.67	22.20	46.60	26.78	22.90
净利润增长率(%)	26.67%	-21.27%	-21.26%	73.99%	16.97%
净资产收益率(%)	9.26%	6.85%	3.91%	6.44%	7.06%
总股本(百万股)	2,131.11	2,131.11	2,740.00	2,740.00	2,740.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 华天科技在 2019 年 Q3 实现营收约 22.7 亿，同比增长 27.9%，环比提升 6.5%，前三季度营收同比增长约 10%。第三季度归母净利润约 8200 万，同比下降约 30%，扣非后同比下降约 36%。

经营分析

- 公司业绩拐点确认，营收录得连续两个季度同比增长：公司营收高增长的背后，一方面由于公司收购的 Unisem 从 2019 年 2 月开始并表，贡献了部分增量营收，另一方面由于华为海外订单的回流以及公司新客户的导入，使得今年三季度公司各个工厂的产能利用率均实现了大幅回升，公司毛利率已经从 2019 年 Q1 的 11.6% 大幅拉升至 16.5%。
- 收购 Unisem 导致利息费用支出较多，拖累公司利润释放：公司在 2019 年 1 月收购了马来西亚封测厂商 Unisem，耗资总计 23 亿获得了 58% 的持股比例，所需资金中 18 亿元通过负债筹集，导致利息费用大幅上升。此外无形资产的摊销费用预计也从 2018 年的 1087 万增长至今年的 4000 万左右。2019 年 6 月公司完成配股，预计募集资金将于四季度替换约 6.48 亿的有息负债，按照公司年利率 4.75% 的资金成本，预计此次完成置换后每年将节省利息费用共计达到 3100 万左右。
- 封测行业即将进入景气上行周期，上调营收和毛利率的预测：随着 5G 手机开始上市以及国内半导体下游产业的复苏，我们上调了公司 2019 年 2020 年和 2021 年的营业收入，调整幅度分别为 4.97%，6.27% 和 6.35%。由于封测行业已经复苏，华天科技各个产线的产能利用率大幅提升，行业降价竞争抢单的阶段已经转变为供不应求，所以 2019-2021 年的毛利率的上调幅度分别为 0.27%，4.80% 和 4.85%。

盈利调整

- 由于今年费用支出超出预期，所以我们将 2019 年归母净利润略微下调 7%，2020-2021 年分别上调 16% 和 10%。2019-2021 年 EPS 依次为 0.12 元、0.21 元和 0.25 元，由于配股的影响，分别摊薄了 28%，10% 和 16%。

投资建议

- 目前股价对应 2019-2021 年摊薄后 EPS 分别为 47x，27x 和 23x，给予“增持”评级。

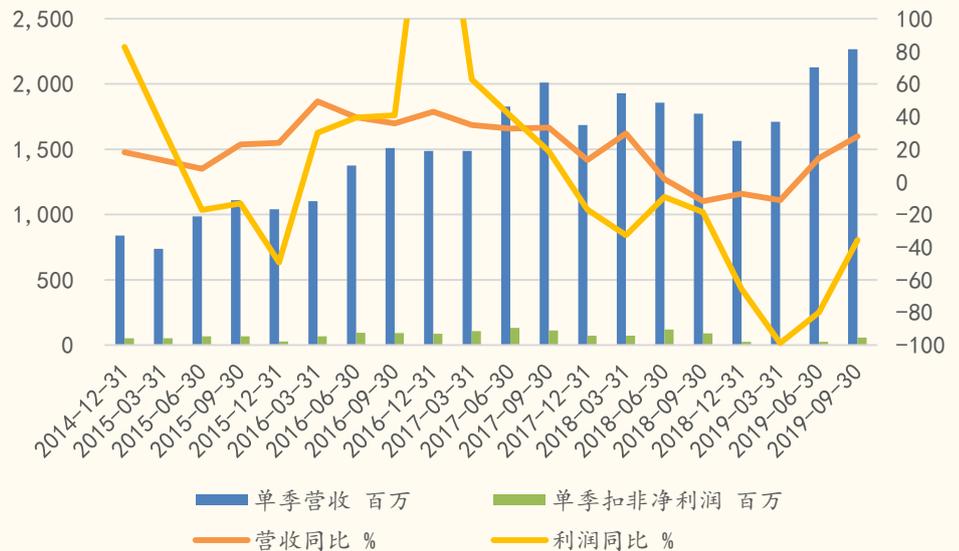
风险提示

- 2019Q4 处于 4G 向 5G 切换期，手机厂商订单下滑；中美贸易摩擦重启。

一、公司业绩拐点确认，营收录得连续两个季度同比增长

截止 2019 年三季度，华天科技单季度营收已经实现了连续两个季度的正增长，利润端虽然还是在同比下滑，但是下滑幅度也连续两季逐渐缩窄，公司业绩拐点已经确认。公司营收高增长的背后，一方面由于公司收购的 Unisem 从 2019 年 2 月开始并表，贡献了部分增量营收，另一方面由于华为海外订单的回流以及公司新客户的导入，今年三季度公司各个工厂的产能利用率均实现了大幅回升，使得营收表现比较亮眼。

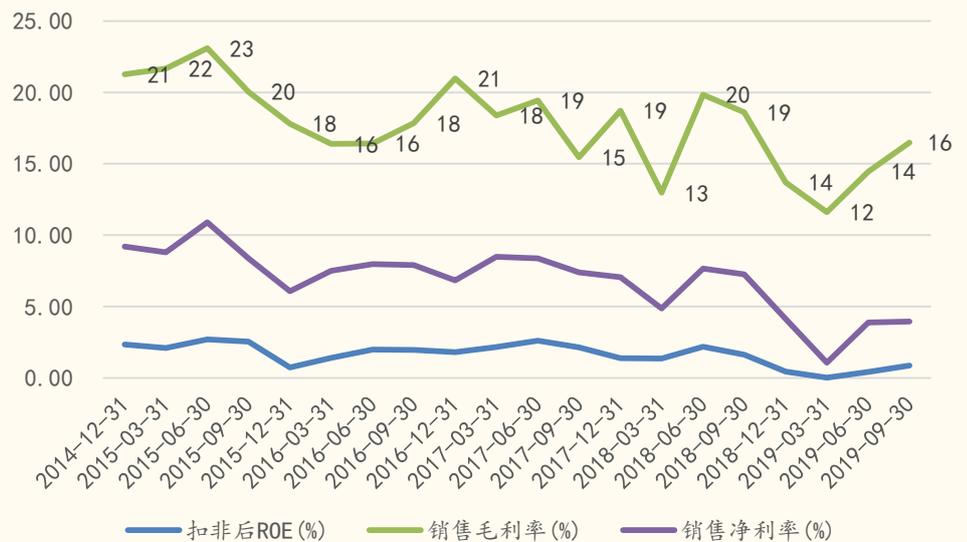
图表 1：华天科技单季度营收和扣非归母净利润同比变动趋势



来源：wind，国金证券研究所

虽然净利润仍然同比下降，但是公司产能利用率的回升以及行业景气度重回高位使得公司毛利率已经开始明显的触底回升，从 Q1 的 11.6% 大幅拉升至 16.5%。净利润率也有微幅改善，从 2019 年 Q2 的 3.9% 提升至 4%。

图表 2：华天科技单季度毛利率、净利率以及扣非 ROE 变动趋势 (%)



来源：wind，国金证券研究所

营收和利润的大幅改善，背后的逻辑在于公司的经营性资产周转率有明显的提升。其中存货周转月数已经从 2019 年 Q1 的 2.8 个月大比例下降至 Q2 的 2.2 个月和 Q3 的 2.3 个月，应收账款周转月数也从今年 1 季度 2.1 个月下降至

1.9 个月。经营效率的大幅改善也反映在现金流开始改善，公司净现金/权益指标也出现明显的触底反弹。

图表 3：华天科技单季度存货和应收账款周转月数，净现金/Equity



来源：wind，国金证券研究所

二、收购 Unisem 导致利息费用支出较多，拖累公司利润释放

虽然 2019 年三季度营收大幅增长 28%，但是利润仍然下滑 30%，原因在于今年费用支出大幅增加。公司在 2019 年 1 月收购了马来西亚封测厂商 Unisem，耗资总计 23 亿获得了 58% 的持股比例，所需资金中 18 亿元通过公司或子公司向招商银行股份有限公司融资筹集，其余由公司自有资金解决。为了取得足够的资金收购，公司债务大比例增长，短期借款余额高达 18 亿元，长期借款高达 14 亿，分别同比增长 20% 和 70%，这也导致单季度利息费用增长 130%，如果按照公司 4.75% 的利率测算，这部分有息债务带来的每年利息费用高达 1.52 亿元。

为了缓解大幅增加的债务压力，公司于 2019 年 6 月发布配股公告，以 2.72 元/股完成配售 608,890,830 股以后，公司的股份总数从 2,131,112,944 股增加至 2,740,003,774 股，募集总资金达到 16.4 亿元。根据公司配股募集公告，此次资金投向用于置换前期有息债务和补充流动资金。其中公司拟使用募集资金 18,180 万元向华天昆山增资，置换其原有的有息债务，另外拟使用募集资金 46,600 万元通过对华天西安提供借款的方式置换有息债务，总计置换此前有息债务达到 6.48 亿元，剩下的资金用于补充流动资金。按照公司年利率 4.75% 的资金成本测算，公司此次完成置换后，每年将节省利息费用共计达到 3100 万左右。

除了利息费用大幅增长以外，由于收购 Unisem 实现并表以后，公司的无形资产从 2018 年底的 1.77 亿增长至 2019 年第三季度的 4.08 亿，无形资产的摊销费用预计也从 2018 年的 1087 万增长至今年的 4000 万左右，进一步拉高公司全年的费用率水平，对于利润的释放形成了较大的压力。

图表 4：华天科技无形资产摊销

	2016-12-31	2017-06-30	2017-12-31	2018-06-30	2018-12-31	2019-06-30
报告期	年报	中报	年报	中报	年报	中报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
无形资产-原值	238.72	238.40	231.40	233.32	256.54	478.51
无形资产-累计摊销	59.51	64.68	68.01	72.59	79.13	106.16
无形资产-减值准备						
无形资产-净额	179.21	173.72	163.38	160.73	177.41	372.35

来源：wind，国金证券研究所

三、盈利预测与调整

关键假设调整：

1、随着 5G 手机上市销售以及国内半导体下游产业的复苏，我们上调了公司 2019,2020 和 2021 年的营业收入，调整幅度分别为 4.97%，6.27%和 6.35%。

2、由于封测行业已经复苏，华天科技各个产线的产能利用率大幅提升，行业降价竞争的阶段已经转变为供不应求，所以将 2019-2021 年的毛利率进行上调。

3、利润端由于今年费用支出超出预期，所以 2019 年归母净利润略微下调 7.7%，随着有息债务的置换和偿还，叠加行业未来两年的高景气度，2020-2021 年归母净利润分别上调 15.5%和 8.4%。

4、公司于 2019 年 6 月份完成配股，发行总股数有所增加，对应的 2019-2021 年 EPS 分别摊薄了 28%，10%和 16%。

图表 5：各项关键财务指标调整幅度汇总

	2019E	2020E	2021E
原营收 百万	8,665	9,811	10,849
调整后营收	9,096	10,426	11,538
调整幅度 %	4.97%	6.27%	6.35%
原毛利率 %	16.08%	16.84%	16.87%
调整后毛利率	16.12%	17.64%	17.69%
调整幅度 %	0.27%	4.80%	4.85%
归母净利润 百万	333	462	576
调整后归母净利润	307	534	625
调整幅度 %	-7.7%	15.5%	8.4%
EPS 元	0.16	0.22	0.27
调整后 EPS	0.11	0.19	0.23
调整幅度 %	-28%	-10%	-16%

来源：分析师预测，国金证券研究所

图表 6：华天科技分产线盈利预测

营业收入 (CNY\$mn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
集成电路业务收入	6,887	6,858	6,540	7,715	8,675
天水厂	3,481	3,548	3,531	3,954	4,350
西安厂	2,617	2,674	2,246	2,808	3,229
昆山厂	789	636	763	953	1,096
LED	123	264	289	329	362
Unisem		2,180	2,268	2,381	2,500
营业总收入	7,010	7,122	9,096	10,426	11,538
同比 %					
集成电路业务收入	29%	0%	-5%	18%	12%
天水厂	22%	2%	-1%	12%	10%
西安厂	65%	2%	-16%	25%	15%
昆山厂	-11%	-19%	20%	25%	15%
LED	-15%	114%	10%	14%	10%
Unisem			4%	5%	5%
营业总收入	28%	2%	28%	15%	11%
毛利率 %					
集成电路业务	18.18%	16.73%	17.00%	19.00%	19.00%
LED	1.78%	5.77%	5.00%	5.00%	5.00%
Unisem			15.00%	15.00%	15.00%
总毛利率	17.90%	16.32%	16.12%	17.64%	17.69%

来源：公司公告，国金证券研究所

四、风险提示

1、三季度为半导体行业旺季，整体产能利用率明显提升，四季度产能利用率会略微下降，而且由于今年是 4G 手机向 5G 手机过渡期，所以四季度智能手机品牌新建订单需求可能会下降，对于封测厂商的产能利用率有所影响。

2、虽然中美贸易战阶段性缓和，但是并不排除未来在半导体行业重新开战的可能，一旦贸易战对于电子终端产品需求形成抑制，公司的订单有可能受到影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	5,475	7,010	7,122	9,096	10,426	11,538
增长率		28.0%	1.6%	27.7%	14.6%	10.7%
主营业务成本	-4,487	-5,755	-5,959	-7,630	-8,586	-9,496
%销售收入	82.0%	82.1%	83.7%	83.9%	82.4%	82.3%
毛利	988	1,255	1,162	1,466	1,840	2,041
%销售收入	18.0%	17.9%	16.3%	16.1%	17.6%	17.7%
营业税金及附加	-20	-31	-28	-36	-42	-46
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-61	-74	-80	-109	-115	-127
%销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%
管理费用	-502	-584	-646	-773	-886	-981
%销售收入	9.2%	8.3%	9.1%	8.5%	8.5%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	405	566	408	548	797	888
%销售收入	7.4%	8.1%	5.7%	6.0%	7.6%	7.7%
财务费用	12	-6	-14	-134	-151	-136
%销售收入	-0.2%	0.1%	0.2%	1.5%	1.4%	1.2%
资产减值损失	-19	-25	-15	-28	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	4	0	0	0	0
%税前利润	3.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	416	629	489	386	645	749
营业利润率	7.6%	9.0%	6.9%	4.2%	6.2%	6.5%
营业外收支	62	2	-9	3	3	3
税前利润	478	631	480	389	648	752
利润率	8.7%	9.0%	6.7%	4.3%	6.2%	6.5%
所得税	-65	-84	-51	-47	-78	-90
所得税率	13.6%	13.3%	10.6%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	413	547	429	342	570	662
少数股东损益	22	52	39	35	36	37
归属于母公司的净利润	391	495	390	307	534	625
净利率	7.1%	7.1%	5.5%	3.4%	5.1%	5.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	413	547	429	342	570	662
少数股东损益	22	52	39	35	36	37
非现金支出	456	607	755	1,106	1,442	1,693
非经营收益	0	-4	55	159	156	135
营运资金变动	-7	-246	-106	-293	29	0
经营活动现金净流	863	904	1,133	1,314	2,197	2,490
资本开支	-1,476	-1,790	-1,632	-4,855	-1,607	-2,107
投资	-26	-2	-35	0	0	0
其他	62	99	217	0	0	0
投资活动现金净流	-1,440	-1,694	-1,450	-4,855	-1,607	-2,107
股权募资	1	3	0	1,700	0	0
债权募资	-195	612	2,815	-463	-606	-21
其他	-223	-58	-134	-41	-240	-225
筹资活动现金净流	-418	557	2,681	1,195	-846	-245
现金净流量	-995	-234	2,365	-2,345	-256	137

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,195	932	3,097	752	496	633
应收账款	906	1,097	1,162	1,389	1,451	1,605
存货	855	1,428	1,135	1,635	1,747	1,854
其他流动资产	214	126	186	206	222	237
流动资产	3,169	3,583	5,579	3,981	3,915	4,330
%总资产	41.3%	38.3%	44.8%	27.2%	26.6%	27.8%
长期投资	69	97	131	131	131	131
固定资产	3,847	5,005	6,080	8,818	8,998	9,428
%总资产	50.1%	53.4%	48.9%	60.3%	61.1%	60.5%
无形资产	204	183	201	1,185	1,174	1,163
非流动资产	4,508	5,783	6,864	10,649	10,823	11,252
%总资产	58.7%	61.7%	55.2%	72.8%	73.4%	72.2%
资产总计	7,677	9,366	12,443	14,631	14,738	15,582
短期借款	348	633	2,493	1,898	1,892	1,871
应付账款	1,361	1,899	1,800	2,228	2,414	2,670
其他流动负债	120	173	127	175	208	232
流动负债	1,829	2,706	4,420	4,300	4,515	4,774
长期贷款	76	409	1,374	1,774	1,174	1,174
其他长期负债	267	256	274	0	0	0
负债	2,172	3,371	6,068	6,074	5,688	5,948
普通股股东权益	4,908	5,347	5,695	7,841	8,298	8,846
少数股东权益	597	649	680	715	751	788
负债股东权益合计	7,677	9,366	12,443	14,631	14,738	15,582

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.367	0.232	0.183	0.112	0.195	0.228
每股净资产	4.606	2.509	2.672	2.047	2.166	2.309
每股经营现金净流	0.809	0.424	0.532	0.343	0.574	0.650
每股股利	0.050	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020
回报率						
净资产收益率	7.96%	9.26%	6.85%	3.91%	6.44%	7.06%
总资产收益率	5.09%	5.29%	3.13%	2.10%	3.62%	4.01%
投入资本收益率	5.88%	6.96%	3.56%	3.94%	5.79%	6.16%
增长率						
主营业务收入增长率	41.33%	28.03%	1.60%	27.73%	14.62%	10.66%
EBIT增长率	30.26%	39.65%	-27.82%	34.13%	45.54%	11.38%
净利润增长率	22.73%	26.67%	-21.27%	-21.26%	73.99%	16.97%
总资产增长率	8.61%	22.00%	32.84%	17.58%	0.73%	5.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.8	42.6	48.5	47.0	42.0	42.0
存货周转天数	56.3	72.4	78.5	79.0	75.0	72.0
应付账款周转天数	74.8	86.1	96.6	90.0	86.0	86.0
固定资产周转天数	218.2	234.7	291.1	325.7	287.0	269.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.00%	1.84%	12.08%	34.13%	28.40%	25.03%
EBIT利息保障倍数	-34.5	90.1	28.9	4.1	5.3	6.5
资产负债率	28.29%	35.99%	48.77%	41.52%	38.60%	38.17%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	8	10	15
增持	1	1	4	4	5
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.33	1.33	1.40	1.41

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-12-28	买入	4.15	6.24~6.24
2	2019-03-01	买入	5.36	6.24~6.24
3	2019-04-01	增持	5.92	6.24~6.24
4	2019-04-30	增持	4.83	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH