

集成电路



刘亮 蒋婷婷

电子行业研究员

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

华天科技（002185）

优势继续保持，瓶颈有望突破

——公司调研简报

中性（首次）

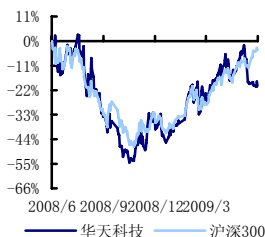
市场数据

报告日期	2009-6-12
收盘价(元)	6.15
52周最高/最低(元)	8.22/3.64
总股本(百万股)	287.10
流通股本(百万股)	179.85
总市值(百万元)	1765.67
流通市值(百万元)	1106.08
每股净资产(元)	2.92

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	742	684	741	817	290
同比增长(%)	8.9%	-7.9%	8.4%	10.3%	-18.3%
净利润(百万元)	69	46	58	72	19
同比增长(%)	-15.3%	-33.0%	26.2%	23.9%	-51.8%
毛利率(%)	21.6%	19.6%	20.8%	22.0%	15%
净利率(%)	9.2%	6.7%	7.8%	8.8%	6.5%
每股收益(元)	0.24	0.16	0.20	0.25	0.07
每股经营现金流(元)	0.31	0.46	0.59	0.65	0.22

股价走势



投资要点

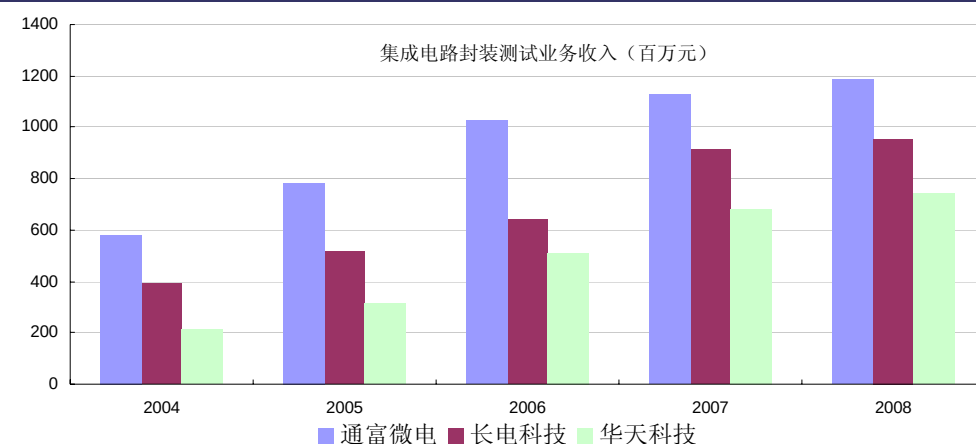
- **已成长为国内集成电路封装测试第三大厂商：**公司主营集成电路（IC）封装测试业务，从产能来看，公司目前封装能力 40 亿块，居国内第三；从销售收入来看，公司 IC 封测业务收入 7.42 亿元，仅次于通富微电与长电科技。
- **稳健的财务管理与优秀的成本控制构成竞争优势：**公司稳健的财务管理体现在优异的偿债能力和稳健的经营理念中，公司的资产负债率、流动比率等核心指标远远优于国内竞争对手，公司的扩张步伐稳健而有力，基本得到了自有资金的保障，财务压力很小。另外，公司较高的毛利率水平和较低的期间费用率也表明公司拥有优秀的成本控制能力。公司的竞争优势最终体现在 ROA 与 ROE 上，公司的 ROA 与 ROE 明显高于国内竞争对手。
- **高端技术是公司瓶颈，未来有望突破：**与长电科技、通富微电相比，公司在高端技术方面处于劣势。不过，公司从 2007 年以后加大研发投入，力图突破瓶颈。我们认为，公司的发展战略发生了微妙的转变，由此前的走低端、低成本路线转向“双头战略”，一头仍然是低端路线，继续发挥低成本优势，另一头则是依托技术走高端路线，开拓高端客户。从某种程度上说，“双头战略”的成功与否决定了公司未来的发展空间，也决定了公司的投资价值。
- **需求好转，但价格下降，出口业务潜力较大：**公司九成以上销售收入来自于国内，受益于国内需求复苏，公司 3 月份开工率约为 85%，4 月份提高到 90%以上，5 月份基本满产。不过，1 至 5 月的平均价格仍然下降了 10%以上。目前，公司已经取得松下、东芝、三星等巨头的产品认证，未来出口业务有较大发展潜力。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2009-2011 年的每股收益为 0.16 元、0.20 元、0.25 元，对应动态市盈率为 40 倍、32 倍、26 倍，对应的 PB 值为 2.1 倍、1.95 倍、1.8 倍。公司当前的估值不算便宜，给予公司“中性”的投资评级。

1、已成长为国内集成电路封装第三大厂商

天水华天科技股份有限公司（以下简称“华天科技”或者“公司”）于 2007 年 11 月在深圳证券交易所上市，公司第一大股东为天水华天微电子股份有限公司（以下简称“华天微电子”），占公司总股本的 37.36%，截止 2009 年 6 月 12 日，公司总股本 28710 万股。

华天科技专业从事集成电路封装测试业务，经过近几年的快速发展，公司目前已成为国内第三大的集成电路封装测试企业（专指内资或内资控股的封测企业）。从产能来看，公司 2008 年集成电路封装能力达到 40 亿块，居国内第三，仅次于通富微电与长电科技；从集成电路封装测试业务的销售收入来看，公司 2008 年收入为 7.42 亿，仅次于长电科技与通富微电，居国内第三。

图 1、华天科技、长电科技、通富微电集成电路封测业务收入对比

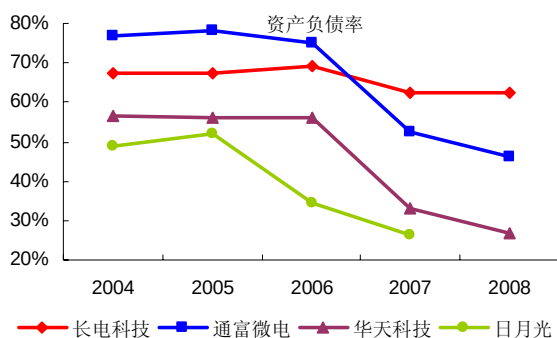


数据来源：兴业证券研发中心

2、稳健的财务管理与优秀的成本控制构成竞争优势

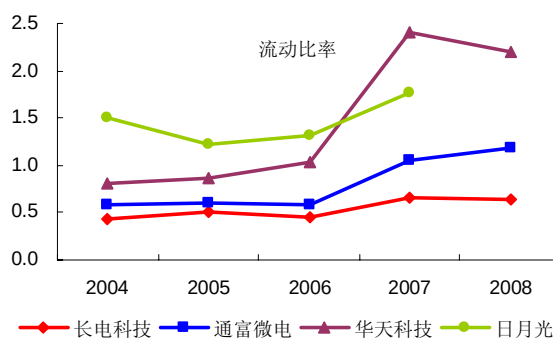
公司稳健的财务管理首先体现在优异的偿债能力上。公司的资产负债率、流动比率等核心指标远优于国内竞争对手，与台湾日月光（全球第一大集成电路封装测试企业）相当。

图 2、资产负债率对比



数据来源：兴业证券研发中心

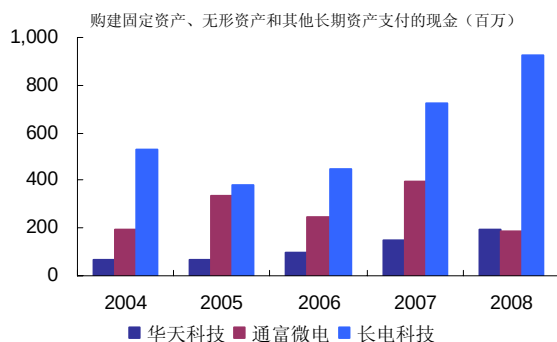
图 3、流动比率对比



数据来源：兴业证券研发中心

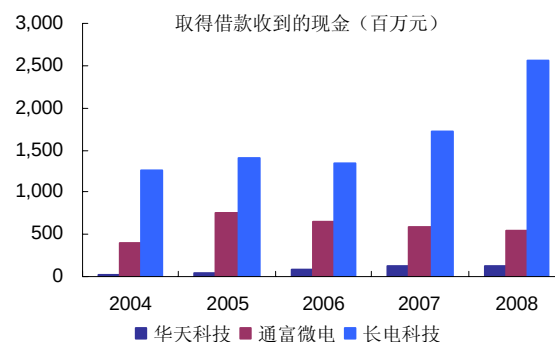
公司稳健的财务管理还体现在稳健的经营理念之中。从2004年到2008年，公司固定资产投资稳步增长，但扩张步伐明显缓于通富微电与长电科技。通过分析三家公司取得借款收到的现金，可以看出，长电科技的扩张远远超出了自有资金的支撑能力，完全依赖借款，财务压力很大；通富微电上市前的财务压力也较大，2007年上市后财务压力得到舒缓；华天科技的扩张得到了自有资金的有利支撑，财务压力很小。

图 4、构建固定资产、无形资产对比



数据来源：兴业证券研发中心

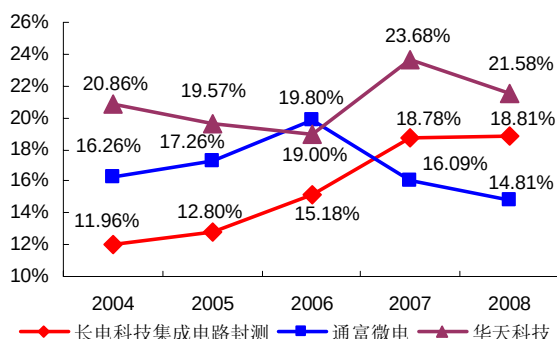
图 5、取得借款收到的现金对比



数据来源：兴业证券研发中心

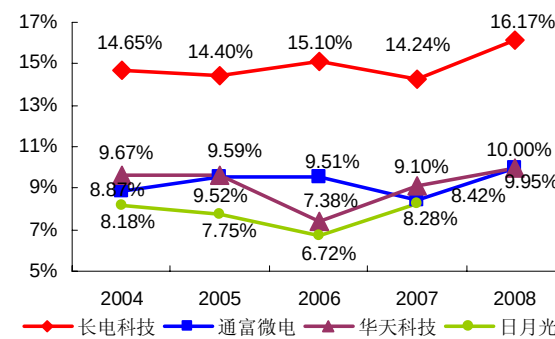
优秀的成本控制构成华天科技的另一大竞争优势。公司地处西部，拥有低成本、动力成本低的天然优势，公司很好的利用了这一优势，并将之体现在最终的毛利率上。另外，公司的期间费用率在国内也处于较低水平，这也说明公司拥有优秀的成本控制能力。

图 6、毛利率对比



数据来源：兴业证券研发中心

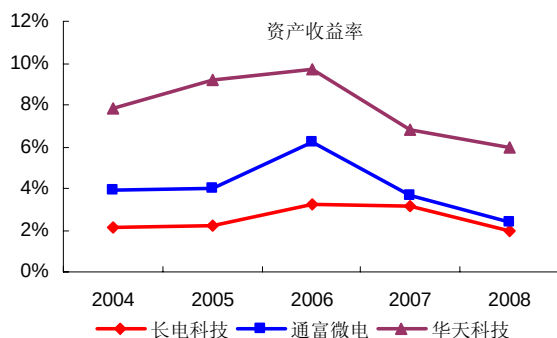
图 7、期间费用率对比



数据来源：兴业证券研发中心

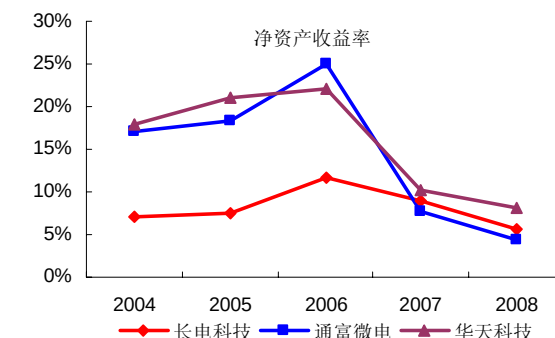
公司的竞争优势最终体现在资产收益率（ROA）与净资产收益率（ROE）上。

图 8、资产收益率对比



数据来源：兴业证券研发中心

图 9、净资产收益率对比



数据来源：兴业证券研发中心

3、高端技术是公司瓶颈，未来有望突破

与长电科技、通富微电相比，华天科技在高端技术方面处于劣势。目前，公司高中低端产品的出货量占比约为 20%: 30%: 50%，而且高端产品在技术上较通富微电和长电科技也有一定差距。不过，公司从 2007 年开始逐步加大对高端技术的研发投入，研发费用为 3000 万左右，占销售收入 3%至 5%之间。目前，公司募投项目第一期投入已经完成，五个募投项目中已有三个（TSSOP、LKLP、KFN）开始量产，BGA 技术预计今年年底就可以出产品，MCM 技术已在研发中，CSP 与 SiP 技术也开始做前期准备。可以看出，**公司的发展战略发生了微妙的转变，由此前的走低端、低成本路线转向“双头战略”，**一头仍然是低端路线，继续发挥低成本优势，另一头则是依托技术走高端路线，开拓高端客户。从某种程度上说，“双头战略”的成功与否决定了公司未来的发展空间，也决定了公司的投资价值。

4、需求好转，但价格下降，出口业务潜力较大

2008 年 11、12 月及 2009 年 1、2 月是最糟糕的时期，整个半导体产业的去库存导致订单急剧萎缩，开工率不足 50%。华天科技九成的销售收入来自于国内，受益于国内需求的复苏，公司开工率也不断上升，3 月份产能利用率约 85%，4 月份上升到 90%以上，5 月份基本满产。不过，1 至 5 月份的平均价格却同比下滑 10%以上。由于原材料价格下降幅度小于产品价格降幅，公司 1 季度毛利率显著下降，但随着市场逐步恢复，预计今年毛利率只会小幅下滑 2 个百分点左右。另外，金融危机使得海外订单进一步向国内迁移，公司已经通过了松下、东芝、三星等国际巨头的产品认证，预计公司今年的出口比例会有所上升。而且，随着公司“双头战略”的实施，未来的出口业务有较大潜力。

5、盈利预测与估值

我们预计今年华天科技的出货量与 08 年相当，但由于平均价格下滑导致销售收入下降 8%左右，全年毛利率为 19.5%左右，较 08 年下滑 2 个百分点。随着价格趋稳以及公司产能扩大，我们预计 2010、2011 年销售收入增长 10%左右，毛利率分别提高到 20.5%及 22%左右。

根据我们的假设，公司 2009-2011 年的每股收益为 0.16 元、0.20 元、0.25 元，6 月 11 日收盘价 6.39 元，对应动态市盈率为 40 倍、32 倍、26 倍，对应的 PB 值为 2.1 倍、1.95 倍、1.8 倍。公司估值较通富微电、长电科技低一些，但也不能算便宜，给予公司“中性”的投资评级。

表 1：华天科技、通富微电及长电科技估值比较

	PE				PB			
	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
华天科技	26.8	39.9	31.7	25.5	2.19	2.07	1.95	1.81
通富微电	64.1	55.2	37.0	27.6	2.84	2.70	2.54	2.36
长电科技	40.3	70.4	23.7	19.8	2.29	2.21	2.04	1.88

数据来源：兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	590	565	645	750
货币资金	371	344	408	489
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	132	129	140	154
其他应收款	1	1	1	2
存货	63	66	70	76
非流动资产	563	580	579	562
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	490	518	522	508
在建工程	20	10	5	3
油气资产	0	0	0	0
无形资产	48	48	47	47
资产总计	1153	1145	1224	1311
流动负债	269	232	244	259
短期借款	99	50	50	50
应付票据	0	0	0	0
应付账款	120	137	148	163
其他	50	45	45	46
非流动负债	42	25	35	34
长期借款	25	25	25	25
其他	17	0	10	9
负债合计	311	257	278	293
股本	261	287	287	287
资本公积	322	296	296	296
未分配利润	225	266	319	383
少数股东权益	3	3	3	4
股东权益合计	842	888	946	1018
负债及权益合计	1153	1145	1224	1311

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	69	46	58	72
折旧和摊销	80	85	101	117
资产减值准备	3	-4	1	1
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-7	6	5	4
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	116	-17	6	8
经营活动产生现金流量	34	133	168	186
投资活动产生现金流量	-112	-99	-100	-100
融资活动产生现金流量	11	-60	-5	-4
现金净变动	-67	-26	64	81
现金的期初余额	516	371	344	408
现金的期末余额	449	344	408	489

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	742	684	741	817
营业成本	582	550	586	637
营业税金及附加	4	4	4	5
销售费用	14	12	13	14
管理费用	67	68	74	82
财务费用	-7	6	5	4
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	79	44	59	75
营业外收入	1	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	80	54	69	85
所得税	11	8	10	13
净利润	69	46	58	72
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	69	46	58	72
EPS (元)	0.24	0.16	0.20	0.25

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	8.9%	-7.9%	8.4%	10.3%
营业利润增长率	-14.7%	-44.4%	33.0%	28.0%
净利润增长率	-15.3%	-33.0%	26.2%	23.9%
盈利能力(%)				
毛利率	21.6%	19.6%	20.8%	22.0%
净利率	9.2%	6.7%	7.8%	8.8%
ROE	8.2%	5.2%	6.1%	7.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	26.9%	22.5%	22.7%	22.3%
流动比率	2.20	2.43	2.65	2.89
速动比率	1.96	2.15	2.36	2.60
营运能力(次)				
资产周转率	0.63	0.60	0.63	0.64
应收帐款周转率	5.12	4.91	5.20	5.24
每股资料(元)				
每股收益	0.24	0.16	0.20	0.25
每股经营现金	0.31	0.46	0.59	0.65
每股净资产	2.92	3.08	3.28	3.53
估值比率(倍)				
PE	26.8	39.9	31.7	25.5
PB	2.19	2.07	1.95	1.81

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。