

2009-08-28

半导体产品

华天科技 002185.SZ

行业反转趋势不可避免，成本优势将充分体现

◇ 事件：公司公布半年报

◆收入小幅下降，利润同比降幅较大

根据华天科技的半年报，公司在 2009 年上半年营业总收入同比下降 15%，毛利率基本维持稳定。但同期研发投入导致管理费用率大幅提升 4.5 个百分点，使得公司净利润同比下滑 47.6%，实现每股收益 0.07 元。

◆国内 IC 封测市场正处于发展拐点

此次经济危机导致的企业经营危机，加快了 IDM（业务覆盖整个半导体产业链）企业将 IC 封测业务外包的步伐，全球 IC 封测代工市场将先于整体市场复苏。同时，在国内 IC 封测业占据主导地位的外资 IDM 企业也面临着成本压力增加、税收优惠到期的尴尬局面，随着内资 IC 封测代工企业技术实力和竞争力不断增强，国内 IC 封测市场或许将掀起新一轮业务外包潮。而华天科技将有望从此轮产业转移中受益。

◆半导体行业出现好转迹象

2009 年 3 月份以来，随着消费者信心恢复以及下游企业重建库存，全球半导体市场销售收入同比降幅明显收窄，已出现连续五个月环比增长；同时半导体行业先行指标北美半导体设备订单出货比也已连续六个月回升，鉴于制造企业相继重启资本开支，我们有理由相信该指数将持续回升。具体到企业层面，二季度台湾 IC 封测开工率已恢复至 80% 左右，三季度有望进一步恢复到 90%；内资封测企业二季度开工率也强势回升，预计下半年有望接近满产状态。

◆华天科技成本优势明显，成长性突出

华天科技地处甘肃，生产要素价格相对低廉，具有较强成本优势，产能规模扩张和产品结构改善使得过去几年公司营收增速快于通富微电和长电科技，2008 年及 2009 年上半年公司毛利率和净利润率均远高于这两家企业。公司 IPO 募投项目专注于高端封测领域，产能将于 2009 年、2010 年逐步释放，产品结构将进一步改善，同时也将提升公司的盈利能力和长期竞争力。

◆目前股价被低估，给予“增持”评级

预计 2009 年、2010 年公司 EPS 分别为 0.29 元、0.38 元，对应动态市盈率为 21 倍、16 倍，相对于 IC 封测公司 2010 年 27 倍的平均动态市盈率，公司具有明显的估值优势，我们认为公司 2010 年合理估值应在 22~25 倍左右，12 个月目标价 9.50 元，给予“增持”的投资评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	682	742	780	936	1,076
营业收入增长率	33.04%	8.86%	5.00%	20.00%	15.00%
净利润（百万元）	81	69	77	100	123
净利润增长率	31.29%	-15.28%	12.07%	29.92%	23.32%
EPS（元）	0.46	0.26	0.29	0.38	0.47
ROE	10.29%	8.19%	8.40%	9.82%	10.80%
P/E	13	23	21	16	13
P/B	1	2	2	2	1
EV/EBITDA	4	9	10	8	6

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

增持

当前价格	6.10 元
目标价格	9.50 元
目标期限	12 个月

分析师：

赵磊

021-22169999-9176

zhaol@ebcn.com

周励谦

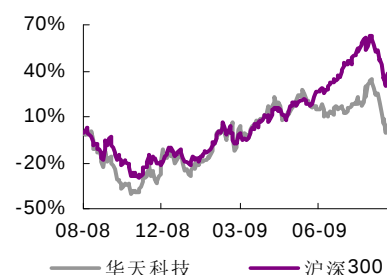
021-22169999-9175

zhouliqian@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	287
总市值(百万元)	1,751
流通比例(%)	62.64%
12 个月最高/最低(元)	8.15/3.55
近 3 月日均成交量(百万股)	8.30
主要股东	天水华天微电子股份有限公司

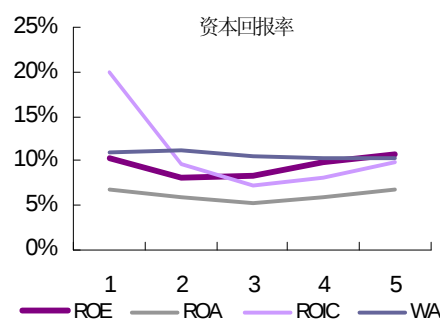
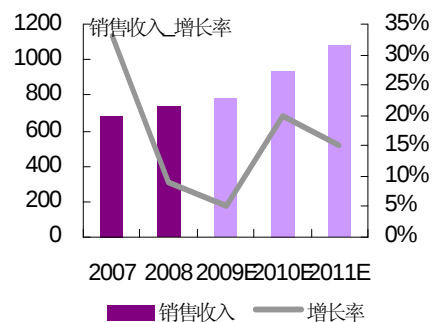
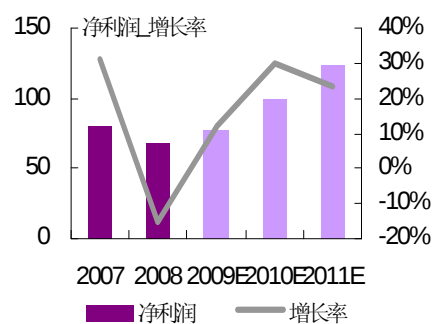
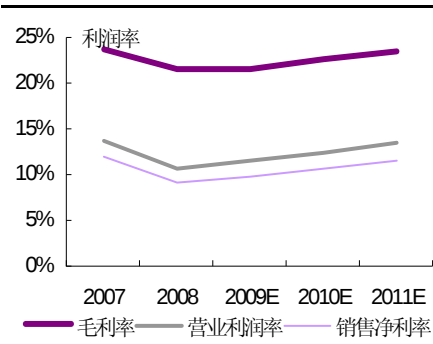
股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.40	-19.91	-26.04
绝对收益	-8.29	-5.53	9.70

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	682	742	780	936	1,076
营业成本	521	582	611	724	822
EBITDA	167	153	151	196	234
折旧和摊销	64	83	94	102	111
销售费用	11	14	16	19	22
管理费用	40	67	62	75	86
财务费用	11	-7	-4	-4	-5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	93	79	90	117	145
利润总额	81	69	91	118	145
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	80.90	68.54	76.81	99.80	123.07

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	1,186	1,153	1,437	1,681	1,801
流动资产	728	590	641	768	882
货币资金	516	371	390	468	538
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	140	132	156	187	215
应收票据	1	13	16	19	22
其他应收款	1	1	1	1	1
存货	65	63	73	87	99
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	397	490	679	766	756
无形资产	21	48	46	44	41
总负债	395	311	518	662	658
无息负债	269	162	167	195	219
有息负债	126	149	351	467	439
股东权益	791	842	919	1,019	1,143
股本	174	261	261	261	261
公积金	458	364	379	398	559
未分配利润	163	225	290	375	480
少数股东权益	2	3	4	4	4

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	119	90	114	157	193
净利润	81	69	77	100	123
折旧摊销	64	83	94	102	111
净营运资金增加	413	-103	-155	-17	100
其他	-438	42	98	-27	-141
投资活动产生现金流	-464	-144	-300	-200	-100
净资本支出	54	300	200	100	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-518	-444	-500	-300	-200
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	44	87	0	0	0
债务净变化	22	23	202	116	-28
其它长期负债变化	167	-107	5	28	24
净现金流	49	-10	19	78	70

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	33.04%	8.86%	5.00%	20.00%	15.00%
净利润增长率	31.29%	-15.28%	12.07%	29.92%	23.32%
EBITDA 增长率	161.34%	-8.76%	-1.27%	30.08%	19.28%
EBIT 增长率	67.48%	-32.24%	19.72%	30.53%	23.46%
EPS 增长率	-1.91%	-43.52%	12.07%	29.92%	23.32%
估值指标					
PE	13	23	21	16	13
PB	1	2	2	2	1
EV/EBITDA	4	9	10	8	6
EV/EBIT	6	19	18	14	11
EV/NAPLAT	7	20	21	16	12
EV/Sales	1	2	2	2	1
EV/IC	2	2	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	23.68%	21.58%	21.58%	22.58%	23.58%
EBITDA 率	24.53%	20.56%	19.33%	20.96%	21.74%
EBIT 率	15.72%	9.78%	11.16%	12.14%	13.03%
税前净利润率	14.09%	10.73%	11.64%	12.59%	13.50%
税后净利润率	11.86%	9.23%	9.85%	10.67%	11.44%
ROA	6.86%	5.98%	5.37%	5.96%	6.85%
ROE	10.29%	8.19%	8.40%	9.82%	10.80%
ROIC	23.59%	11.07%	8.50%	9.57%	11.52%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.49	-0.29	-0.05	-0.01	-0.09
资产负债率	33.30%	26.95%	36.02%	39.37%	36.56%
流动比率	2.40	2.20	1.35	1.24	1.43
速动比率	2.19	1.96	1.19	1.10	1.27
每股指标					
EPS	0.46	0.26	0.29	0.38	0.47
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-	0.34	0.44	0.60	0.74
每股净资产	4.55	3.23	3.52	3.91	4.38
每股销售收入	3.92	2.84	2.99	3.58	4.12
每股 EBITDA	0.96	0.58	0.58	0.75	0.90

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理学专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件行业分析师。

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。1999 起就职于中兴通讯股份有限公司，先后从事产品研发、技术支持、市场策划等工作，2001 年至2007 年历任事业部驻京首席代表，策划部部长、3G 市场总监等职。2007 年加盟光大证券研究所，现主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2008 年水晶球最佳分析师第一名，新财富最佳分析师第三名。

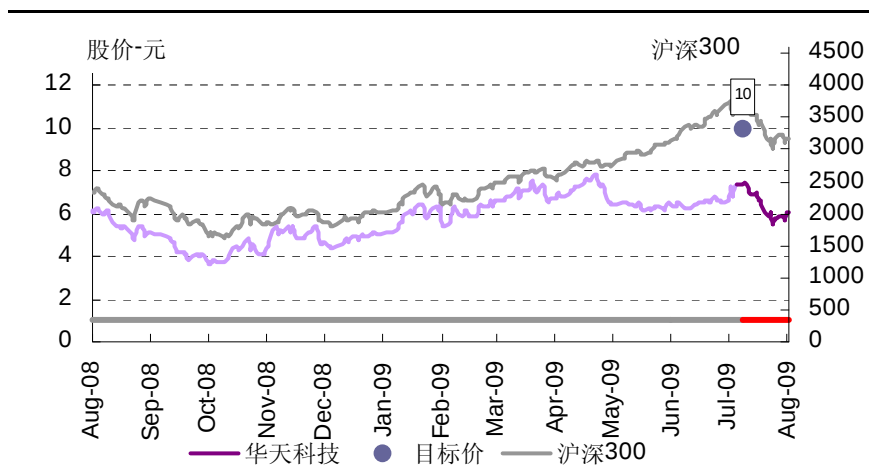
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

华天科技（002185）

分析师：赵磊



日期	股价	目标价	评级
2009-8-28	6.10	9.50	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。