

华天科技（002185）：公司将进入高成长期 价值明显低估 买入（维持）

元器件行业

当前股价：6.69 元

报告日期：2009 年 10 月 13 日

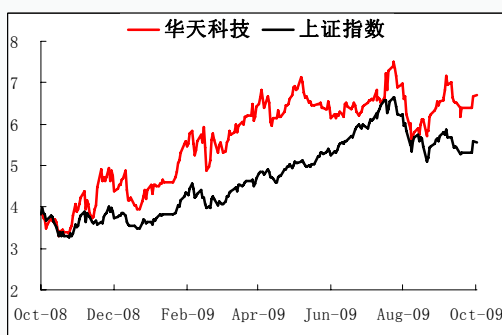
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	742	835	1,011	1,265
(+/-)	8.9%	12.4%	21.2%	25.1%
营业利润	79	91	135	179
(+/-)	-14.7%	14.9%	48.2%	32.3%
净利润	69	80	118	156
(+/-)	-15.3%	16.6%	47.9%	31.9%
每股收益（元）	0.26	0.28	0.41	0.54
净资产收益率	8	8	11	12
市盈率（倍）	26	24	16	12

公司基本情况（最新）

总股本/已流通 A 股（万股）	28,710/17,985
流通市值（亿元）	12.03
每股净资产（元）	2.99
资产负债率（%）	25.22

股价表现（最近一年）



天相资讯科技组

联系人：马国江、何阳阳

010-66045747 magj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 半导体行业全面好转，相关企业盈利能力大幅回升，2009 年第四季度行业景气有望与第三季度持平。
- 华天科技股权结构合理，成本优势明显，具有更强的盈利能力和发展潜力，维持公司“买入”的投资评级。

投资要点：

- **半导体行业重回成长轨道。**2009年3月份以来，随着需求逐步恢复以及下游企业重建库存，全球半导体市场销售收入出现连续6个月环比增长；7月份，行业先行指标北美半导体设备BB值自2007年1月以来首次超过1，8月份为1.03。多数台湾半导体企业9月份营业收入创下近两年的新高，企业盈利能力快速恢复，纷纷加大设备投资力度，预计2009年第四季度行业景气度有望与第三季度持平。随着全球经济逐步回暖，2010、2011年全球半导体产业将重回成长轨道。
- **公司股权结构有利于公司发展，竞争优势突出。**华天科技实际控制人是公司管理层团队，同时公司其他核心技术人员和中层管理人员也持有公司股权，公司股权结构较为合理，有利于公司保持健康稳定的发展。同时公司地处甘肃天水，生产资料价格低廉，具有一定的成本优势；此外公司客户以国内IC设计公司为主，受益于国内IC设计业快速发展，具有一定的市场优势。因此过去几年公司成长性和盈利能力均在行业内处于领先水平。
- **2010年开始公司有望实现高成长。**由于半导体行业在未来两年重回成长轨道，公司IC封测代工产品的需求有望实现快速增长。目前公司多个在建项目将从2009年四季度开始逐步投产，2010年与2011年是产能释放的高峰期，充足的产能有助于公司业绩的快速释放，从而实现公司业绩的高速增长，我们看好公司未来几年的增长潜力。
- 预计公司2009年~2011年EPS分别为0.28元、0.41元和0.54元，根据前日收盘价6.69元计算，公司动态市盈率分别为24倍、16倍和12倍，相对于元器件板块2009年~2011年平均市盈率为43倍、37倍和23倍，华天科技估值优势明显，鉴于公司未来几年的高成长预期，我们认为公司合理估值应为2010年动态市盈率25倍左右，目标价为10元，目前仍有近50%的上涨空间，维持公司“买入”的投资评级。

正文目录

1. 公司是国内第三大内资 IC 封测企业	4
1.1 公司概况	4
2. 全球半导体行业重回成长轨道	5
2.1 全球半导体行业全面复苏	5
2.2 第四季度行业景气仍有望延续	6
2.3 半导体行业 2010 年开始重新恢复增长	7
3. IC 封测代工工业分析	8
3.1 IC 封测代工企业成为全球新增产能的主要来源	8
3.2 经济危机成为 IDM 企业提高外包比例的催化剂	9
3.3 IC 设计业具有较高的成长性	9
3.4 产业转移是推动国内 IC 封测代工工业发展的动力之一	10
4. 华天科技的竞争优势以及发展潜力	11
4.1 深耕国内市场 与国内 IC 设计业共成长	11
4.2 成本优势是公司盈利能力领先国内同行的主因	12
4.3 产品结构持续优化, 推动公司毛利率快速回升	13
4.4 2010 年开始公司进入高成长期	14
5. 盈利预测与投资建议	14
5.1 盈利预测假设	14
5.2 盈利预测	15
5.3 估值与投资建议	16
5.4 风险提示	16

图表目录

图表 1: 华天科技的股权结构	4
图表 2: 过去 5 年公司营业收入与净利润 (亿元)	4
图表 3: 09Q2 公司营业收入和净利润快速反弹	4
图表 4: 元器件行业季度盈利走势对比	5
图表 5: 全球半导体市场单月销售收入与同比增长率	5
图表 6: 过去 5 年单月销售收入环比增速比较	5
图表 7: 2008 年 1 月~2009 年 8 月台湾主要半导体公司月度营业收入的走势对比	6
图表 8: 北美半导体设备 BB 值与全球半导体单月销售收入同比增速对比	6
图表 9: 相关半导体公司对 2009 年四季度业绩预期	7
图表 10: 2009-2012 年全球半导体行业增速预测	7
图表 11: 半导体设备资本开支预测	7
图表 12: IC 产业链结构图	8
图表 13: 2008 年以来 IDM 企业关闭的部分 IC 封测厂	9
图表 14: IC 封测代工占 IC 封测收入的比重稳步上升	9
图表 15: 全球五大 fabless 营收增速高于行业平均水平	10
图表 16: IC 设计业具有更好的成长性	10
图表 17: IC 封测代工业发展快于行业整体增速	10
图表 18: 2008 年中国内地十大 IC 封测企业	11
图表 19: 国内 IC 封测企业内销比例	12
图表 20: 国内 IC 设计业与华天科技营收增速比较	12
图表 21: 华天科技前五大客户收入增速放缓	12
图表 22: 华天科技成长性高于国内同行	12
图表 23: 国内 IC 封测企业毛利率对比	13
图表 24: 国内 IC 封测企业净利率对比	13
图表 25: 国内 IC 封测企业季度毛利率变动情况	13
图表 26: 华天科技在建项目以及预期投产时间	14
图表 27: 华天科技盈利预测	15
图表 28: 华天科技小非持股比例持续下降	16
图表 29: 估值对比表	16

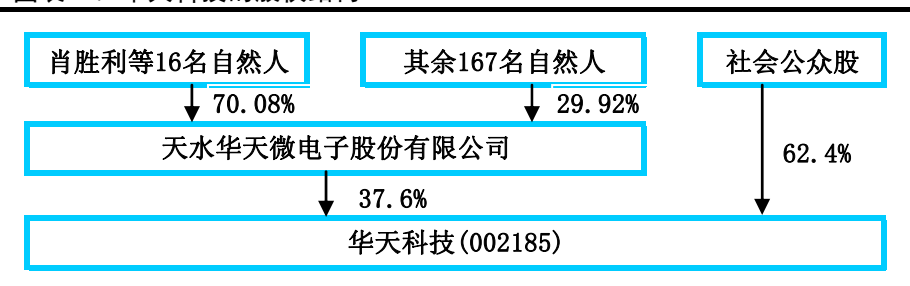
1. 公司是国内第三大内资 IC 封测企业

1.1 公司概况

华天科技于 2007 年 11 月在深交所中小板上市，截至 2009 年 9 月 25 日，公司总股本为 2.87 亿股，流通股本为 1.80 亿股。公司主要从事集成电路封装和测试业务（后文简称“IC 封测”），是国内第三大内资 IC 封测企业。

华天科技第一大股东是天水华天微电子股份有限公司（后文简称“华天微电子”），华天微电子股东主要由两部分构成：持股比例较高的是肖胜利等 16 名自然人，是华天科技的实际控制人，其中肖胜利（公司董事长）持有 12.3%，刘建军（公司总经理）持有 9.6%，其余 14 人分别持有 3%-5% 不等；持股比例稍低的是 167 名自然人（大部分是华天科技的中层管理人员和核心技术人员）。华天科技主要员工的利益与公司利益一致，有利于公司持续健康的发展。

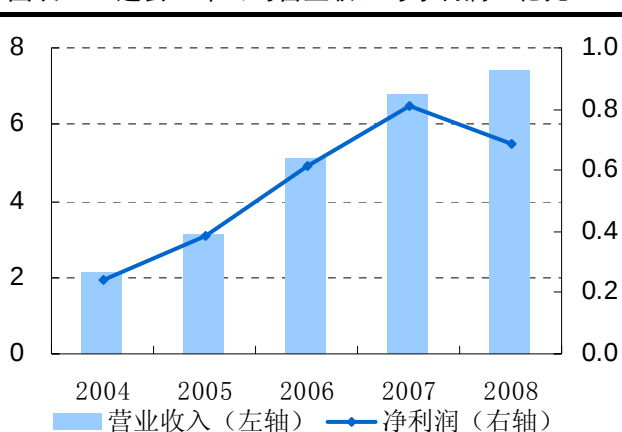
图表 1：华天科技的股权结构



资料来源:天相投顾

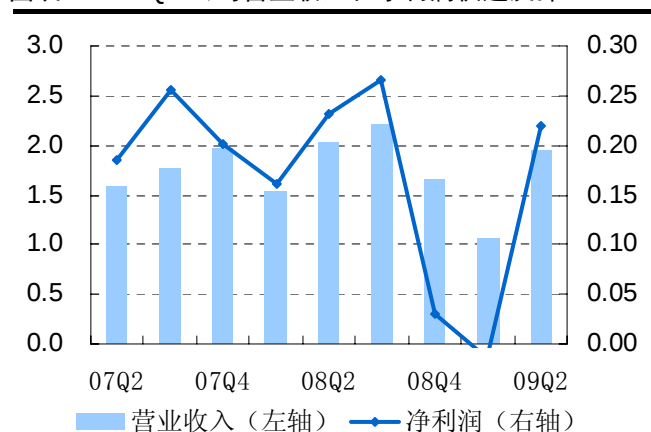
华天科技地处甘肃省天水市，主要生产要素例如劳动力、土地价格相对低廉，具有一定的成本优势。自 2003 年底改制以来，公司一直保持稳步发展的态势，2004 年至 2008 年，公司营业收入年均复合增长率为 36.4%，净利润年均复合增长率达 29.9%。2009 年第二季度随着行业景气度好转，公司盈利能力率先恢复至去年同期水平，公司业绩表现出较大的弹性。

图表 2：过去 5 年公司营业收入与净利润（亿元）



资料来源:公司公告，天相投顾

图表 3：09Q2 公司营业收入和净利润快速反弹



图表 4：元器件行业季度盈利走势对比

代码	名称	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	同比增长	09Q3E	同比增长	环比增长	09Q4E	三季度业绩预告
002185	华天科技	1609	2313	2651	281	(135)	2192	-5.2%	3201	20.8%	46.0%	2781	下降10%~30%
002156	通富微电	966	1757	1440	290	103	1244	-29.2%	2191	52.2%	76.1%	1879	下降0~30%
600584	长电科技	2410	3393	2943	563	(5136)	2550	-24.9%	3989	35.5%	56.4%	3656	下降70%以上
002045	广州国光	1156	1507	3360	2820	1213	2085	38.4%	3929	16.9%	88.4%	4305	增长10~30%
002241	歌尔声学	2043	2966	3385	3868	70	1990	-32.9%	4236	25.1%	112.8%	6664	下降10~40%
002236	大华股份	584	3089	3771	2969	631	2771	-10.3%	4041	7.2%	45.8%	4554	增减变动小于30%
002214	大立科技	217	1136	1884	677	281	955	-16.0%	2002	6.2%	109.7%	2345	增减变动小于15%
000823	超声电子	2628	3164	4385	799	737	2988	-5.6%	3678	-16.1%	23.1%	3234	
600183	生益科技	5826	11934	7105	(11886)	3061	8476	-29.0%	11235	58.1%	32.5%	13076	
002025	航天电器	2817	1922	2315	2751	2869	2045	6.4%	2140	-7.6%	4.6%	5156	增减变动小于30%
002179	中航光电	1687	2681	3212	3611	2373	3561	32.8%	2784	-13.3%	-21.8%	4910	增长0~30%
002056	横店东磁	3532	5293	4118	2004	259	4766	-10.0%	5976	45.1%	25.4%	4613	下降0~30%
600563	法拉电子	2281	2698	2730	2108	1970	3251	20.5%	3308	21.2%	1.7%	4679	
002106	莱宝高科	4017	4379	6952	5926	3055	3335	-23.8%	2818	-59.5%	-15.5%	10255	下降30~50%
002273	水晶光电	758	1494	1429	1080	667	1194	-20.0%	1267	-11.3%	6.1%	1900	下降0~30%

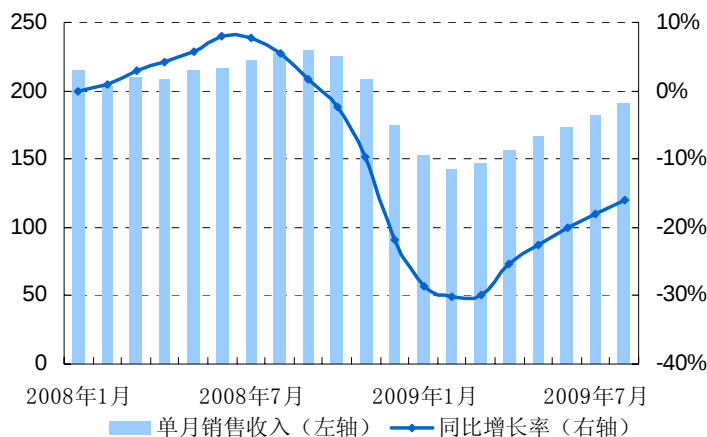
资料来源:公司公告、天相投顾

2. 全球半导体行业重回成长轨道

2.1 全球半导体行业全面复苏

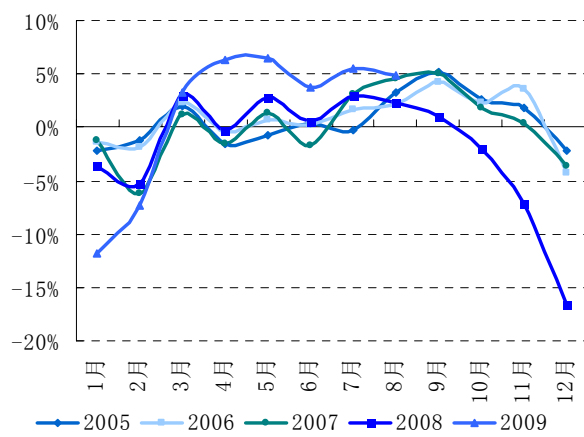
行业整体运行继续好转。2009 年 3 月份后，在各国政府消费刺激政策以及宽松的货币政策的综合作用下，全球经济停止快速下滑的势头，消费者信心开始恢复，企业去库存化也已接近尾声，下游电子行业开始重建库存。根据 SIA 最新公布的 8 月份的数据，全球半导体市场销售收入已连续 6 个月环比增长。根据我们跟踪的行业上下游情况来看，9 月全球半导体市场销售收入将继续实现环比增长。

图表 5：全球半导体市场单月销售收入与同比增长率



数据来源：SIA，天相投顾

图表 6：过去 5 年单月销售收入环比增速比较

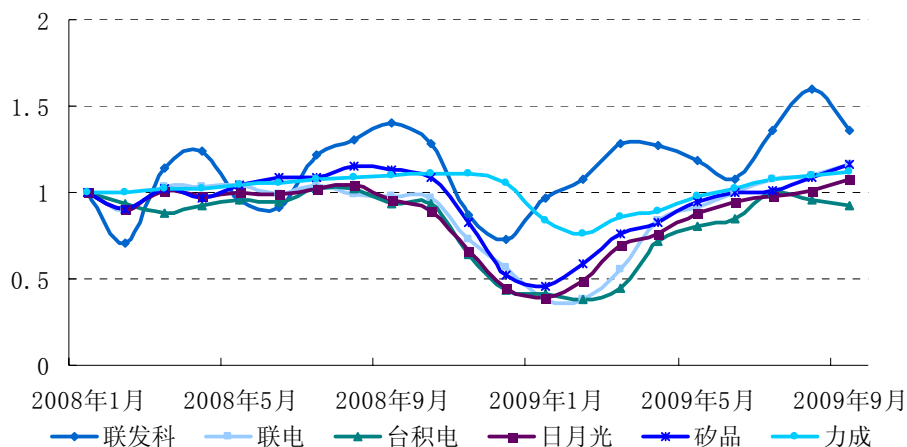


企业运营已明显好转。我们重点跟踪的六大台湾半导体公司分别是：联发科（IC 设计）、台积电（IC 制造）、联电（IC 制造）、日月光（IC 封测）、矽品（IC 封测）以及力成（IC 封测）。2009 年 2 月份后，这些公司的月度营业收入快速反弹，至 9 月份，



联发科、联电、日月光、矽品以及力成的月度营业收入均创 2008 年初以来的新高。如果考虑到去年经济危机爆发后，半导体产业和代工服务价格均出现较大幅度的下滑，6 家的企业出货量都应该已经创历史新高。7 月份后，半导体行业的状态已经不仅是从底部反弹，而是已经进入景气周期。

图表 7：2008 年 1 月~2009 年 8 月台湾主要半导体公司月度营业收入的走势对比



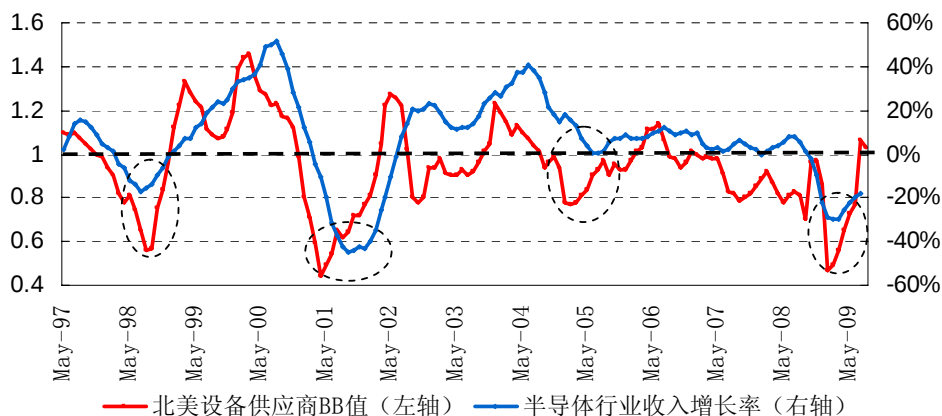
数据来源：公司公告，天相投顾

注：图中纵坐标数值=当月公司营业收入/2008 年 1 月公司营业收入

2.2 第四季度行业景气仍有望延续

行业先行指标将继续维持在高位。半导体设备订单出货比(Book-to-Bill Ratio)是半导体行业重要的先行指标，作为半导体产业的上游，设备制造商的订单出货比是反映了未来供给变动的重要指标。一般情况下，北美半导体设备 BB 值走势领先全球半导体产业走势三个月左右。自 2009 年 1 月以来，北美半导体设备 BB 值持续走高，7 月份该 BB 值更是自 2007 年 1 月以来首次超过 1，8 月份为 1.03。根据 Gartner 最新报告，全球半导体设备投资已于 2009 年二季度见底，未来一段时间，设备订单量继续增长将使得 BB 值继续维持在高位。

图表 8：北美半导体设备 BB 值与全球半导体单月销售收入同比增速对比



数据来源：SEMI，SIA，天相投顾

数个重量级产品四季度推出，将推动半导体消费增长。微软 Windows 7 新操作系统将于今年 10 月份推出，与之相配合的是英特尔及 AMD 也将推出新款处理器，这

将刺激第四季及明年上半年的计算机升级潮；加上电子书、智能手机等消费电子进入年底消费旺季，半导体产品需求有望继续增长。

DRAM 需求作为半导体产品需求的晴雨表，2 月份以来需求量急剧上升，根据集邦科技统计，8 月投片已达到 33.8 万片 8 吋约当晶圆，较 2 月份约 18.1 万片的投片低点增加了 86%。预计今年第四季 DRAM 厂平均月投片量继续将上升至 36.5 万片，较 8 月份增加 8%，DRAM 的下游封装企业如矽品、华泰均预测产能满载将持续至年底。我们判断四季度半导体行业景气度将继续维持在高位。

图表 9：相关半导体公司对 2009 年四季度业绩预期

	2009年第四季度业绩预期
台积电	预计第四季度出货量与第三季度持平
联电	预计第四季度出货量与第三季度持平
日月光	手机芯片需求可能在11月之后走滑，其它领域则并无太大变化，第4季营运亦可能与上季相当。
矽品	11、12月能见度不是很明朗，对于第4季看法乐观谨慎，单季营收有机会与上季持平。
京元电	预期第4季接单情况可望维持高档，10、11月营收将持稳不坠，但对于12月能见度尚不明朗，

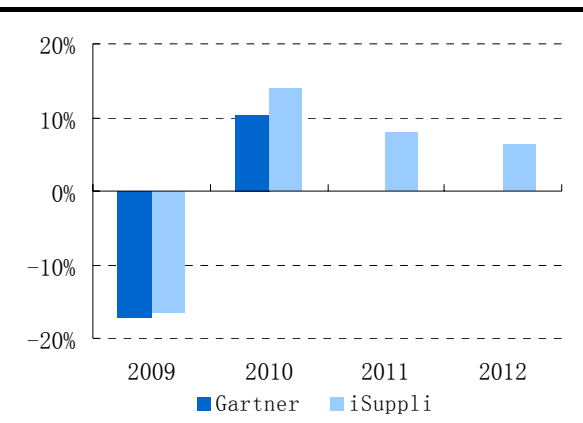
数据来源：天相投顾

2.3 半导体行业 2010 年开始重新恢复增长

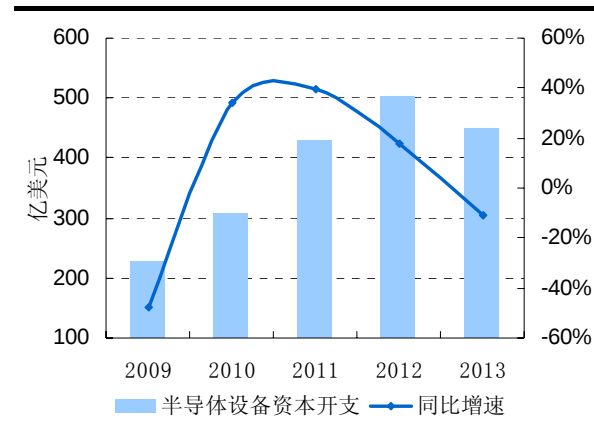
在经过全球经济危机之后，发展新兴产业拉动经济增长成为各国政府的共识，因此新能源、智能电网、智慧地球以及物联网等新兴产业正在逐步兴起，然而这些新兴产业发展均离不开信息产业的支撑，其中大部分新兴产业就是信息产业在不同领域的延伸。信息技术发展改变了我们的生活方式，而且这种改变或许才刚刚开始，如果未来是一个完全智能的世界，那么信息产业（当然也包括半导体产业）仍有很大的发展空间。

随着全球宏观经济逐步恢复，信息产业将重启其在各个领域扩张的步伐，半导体产业作为信息产业的核心产业也将从 2010 年开始重新恢复增长，企业设备资本开支也将逐步回升。根据 iSuppli 预计 2010 年全球半导体市场增速为 13.8%，此后逐年下降，Gartner 预计 2010 年全球半导体市场增速为 10.3%。

图表 10：2009-2012 年全球半导体行业增速预测



图表 11：半导体设备资本开支预测



数据来源：Gartner、iSuppli、天相投顾

数据来源：Gartner、天相投顾

3. IC 封测代工业分析

3.1 IC 封测代工企业成为全球新增产能的主要来源

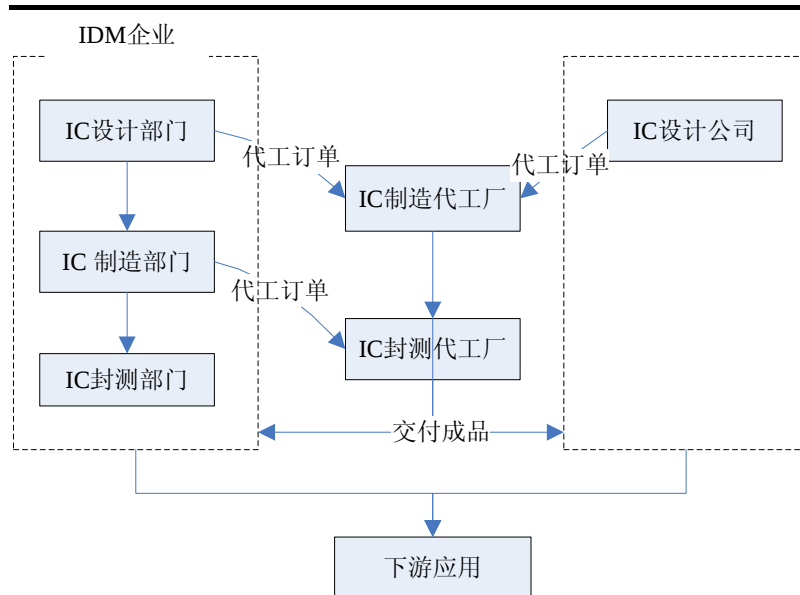
半导体产业链可以划分为：上游是硅片等原材料，其次是 IC 设计业、IC 制造业和 IC 封测业，下游是手机、电脑等电子整机厂商。

在半导体产业发展的初期，半导体企业基本以 IDM 企业（指业务包括 IC 设计、IC 制造和 IC 封测的企业）为主。随着 IC 技术水平的不断提升，企业研发和设备的资本开支压力增加，以德州仪器为代表的 IDM 企业开始将部分业务外包，从而产生了独立的 IC 制造代工厂和 IC 封测代工厂，并在此基础上，衍生出了 IC 设计企业。目前，这四大类企业是半导体产业的主体。

根据 IC 封测代工厂的订单来源分，其客户主要可以分为两大类：

- 一类 IDM 企业，IDM 企业可以同时外包 IC 制造和 IC 封测两项业务，也可以只外包 IC 封测业务，最终 IC 封测代工企业将 IC 成品交付给 IDM 企业，与 IDM 企业自产的产品统一销售。
- 另一类是 IC 设计公司（也称为无工厂设计企业，简称 fabless），IC 设计公司将 IC 制造和 IC 封测业务外包，最后 IC 封测代工企业将 IC 成品交付给 IC 设计公司，由 IC 设计公司负责产品的销售。

图表 12：IC 产业链结构图



数据来源：天相投顾

目前，大部分 IDM 企业基本停止增加 IC 封测业务的产能，且正在逐步关闭现有 IC 封测工厂，提高 IC 封测业务的外包比例，最后退出 IC 封测业务；同时，IC 设计企业和 IC 制造代工企业一般不会轻易介入 IC 封测；因此 IC 封测代工企业也就成为了全球新增 IC 封测产能的主要来源。

未来决定 IC 封测成长性的因素除了宏观环境之外，IDM 企业的外包比例高低和 IC 设计公司的成长性也是判断 IC 封测业成长性的关键。

3.2 经济危机成为 IDM 企业提高外包比例的催化剂

相对于 IC 设计和 IC 制造，IC 封测业务的附加值和行业壁垒相对较低，未来 IDM 企业退出 IC 封测业务是行业的发展趋势。2008 年全球 IC 封测产值为 440 亿美元，IDM 企业所贡献的产值已经将至 43%。

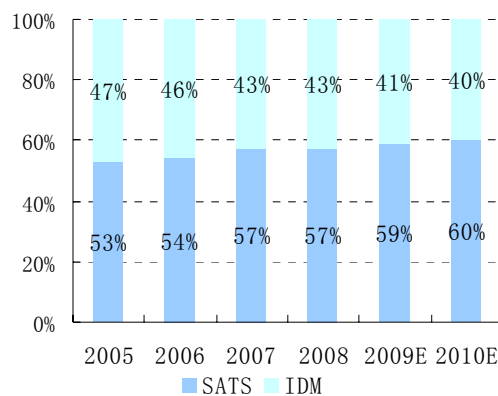
此次全球经济危机带来的企业经营危机，也加快了 IDM 企业剥离 IC 封测业务的步伐，据 Gartner 统计，从 2007 年四季度至今，至少有 14 家 IDM 封测工厂被关闭，即表示在 IDM 方面减少其后端总产能的 5.5%，这还不包括现有工厂压缩产能。IC 封测代工企业占全球 IC 封测业的比例也将由 2008 年 57% 上升至 2009 年 59%，到 2010 年有望上升至 60%。

图表 13：2008 年以来 IDM 企业关闭的部分 IC 封测厂

时间	公司	调整封测业务
2008年初	意法半导体	关闭了摩洛哥的封装厂
2008年9月	恩智浦	关闭四家工厂，提高芯片代工和封测外包比重
2009年初	Intel	相继关闭全球马来西亚、菲律宾、上海等五座封测厂
2009年3月	美国半导体	关闭苏州封测厂
2009年4月	海力士	外包比例由30%升至50%
2009年7月	海力士	出售无锡IC封测厂
2009年8月	Spansion	出售一座苏州IC封测厂

数据来源：天相投顾

图表 14：IC 封测代工占 IC 封测收入的比重稳步上升



数据来源：Gartner，天相投顾

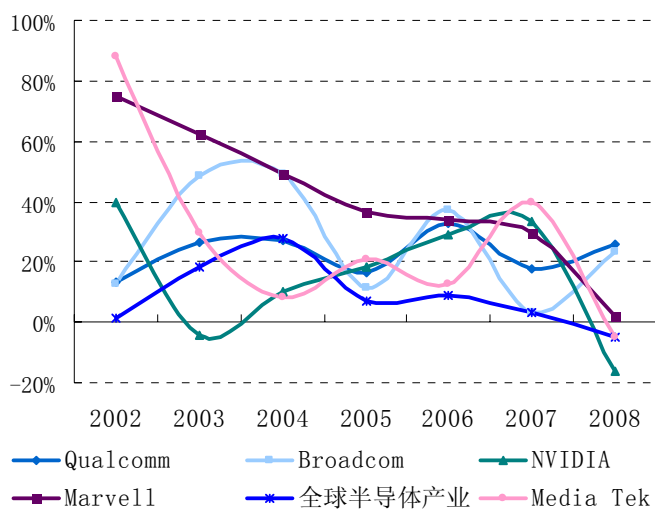
3.3 IC 设计业具有较高的成长性

IC 设计企业从上世纪 80 年代开始崭露头角，由于其轻资产的经营模式，资金壁垒相对较低，企业经营更为灵活，企业精力主要集中于 IC 设计与分销，企业竞争力较强，因此 IC 设计业相对于整个半导体产业，具有更高的成长性。近年来，IC 设计业的市场份额从无到有，不断的蚕食现有 IDM 企业的市场份额，2008 年仅全球前十五大 IC 设计企业的总营收就达到 324.9 亿美元，占全球半导体总营收的 12.74%。

在公司层面，以 2008 年全球前五大 IC 设计企业 Qualcomm、Broadcom、NVIDIA、Marvell 和 Media Tek 为例，自 2002 年以来，上述企业大多数年份的营收增速均超过半导体行业整体增速。

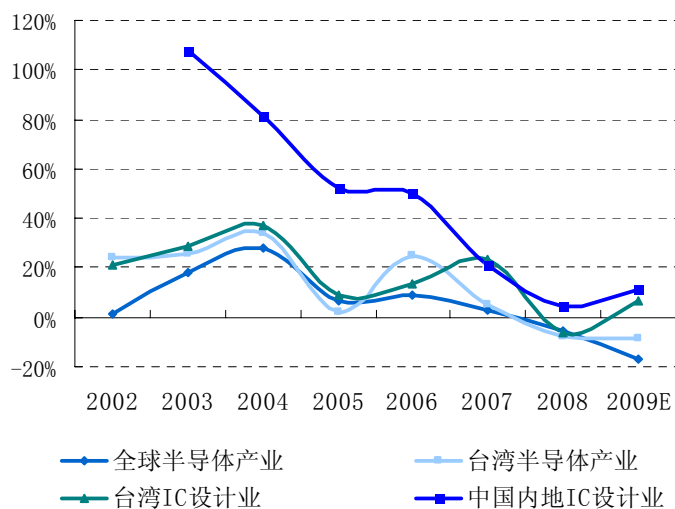
在行业层面，以台湾 IC 设计业和中国内地 IC 设计业为例，目前台湾 IC 设计业全球排名第二，自 2002 年以来，其行业增速同时超过全球半导体产业和台湾半导体产业增速；中国内地 IC 设计业由于基数较小，因此前期行业增速较快，近年来，随着基数增大，增速有所放缓，2009 年由于有国内庞大的内需市场做后盾，国内 IC 设计业依然保持较快增长。由于华天科技客户以国内 IC 设计公司为主，从中受益较多。

图表 15: 全球五大 fabless 营收增速高于行业平均水平



数据来源: 公司公告、SIA、天相投顾

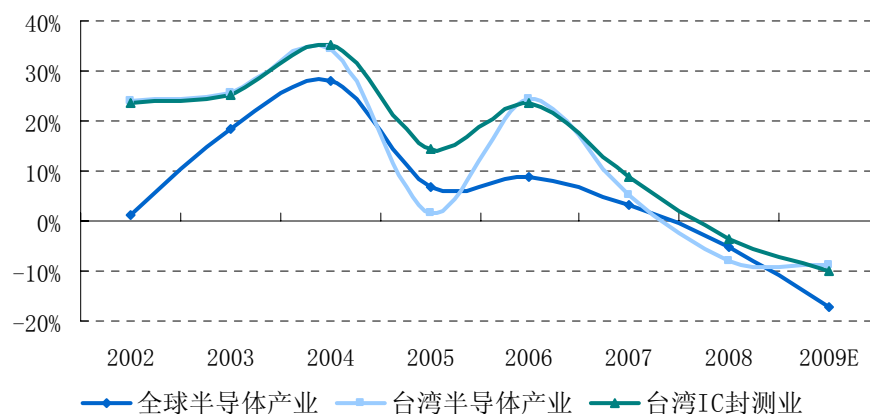
图表 16: IC 设计业具有更好的成长性



数据来源: TSIA、天相投顾

通过前面的分析可知, 在 IDM 企业外包比例提高和 IC 设计业的高成长两大因素的推动下, IC 封测代工业保持较快的发展势头。以台湾 IC 封测业为例, 台湾 IC 封测业产值占全球 IC 封测业产值的 50% 以上, 全球十大 IC 封测代工业占有 6 家, 因此台湾 IC 封测业的发展具有一定的代表性, 2002 年以来, 台湾 IC 封测业发展均超过全球半导体行业和台湾半导体行业的整体增速。

图表 17: IC 封测代工业发展快于行业整体增速



数据来源: TSIA、天相投顾

IDM 企业向轻工厂的经营模式发展是一大趋势, 目前 IDM 企业仍有较大的 IC 封测产能, 完全推出 IC 封测业务仍需要一定的时间; 而 IC 设计企业仍具有一定的竞争优势, 未来有望超过整体行业平均速度增长。因此我们相信未来几年仍是 IC 封测业发展的黄金期。

3.4 产业转移是推动国内 IC 封测代工业发展的动力之一

由于中国内地土地、劳动力等成本价格远低于欧美地区, 同时为吸引国外高科技产业, 各地方还相继推出所得税“三免两减半”、出口退税等税收优惠政策, 2000 年后, 中国内地吸引了大批 IDM 封测业务产能转移, 目前外资 IDM 企业是国内 IC 封测

业的主体，2008 年前十大 IC 封测企业中，外资企业占 8 家。

图表 18：2008 年中国内地十大 IC 封测企业

排名	企业名称	08年销售额（亿元）
1	飞思卡尔半导体（中国）有限公司	116.08
2	奇梦达科技（苏州）有限公司	85.95
3	威讯联合半导体（北京）有限公司	45.01
4	江苏新潮科技集团有限公司	39.88
5	上海松下半导体有限公司	39.07
6	深圳赛意法半导体有限公司	35.5
7	瑞萨半导体（北京）有限公司	28.83
8	南通富士通微电子有限公司	26.6
9	英飞凌科技（无锡）有限公司	23.19
10	三星电子（苏州）半导体有限公司	21.9

数据来源：CSIA、天相投顾

但是有一点值得重点指出的是，近年来，随着中国沿海地区的劳动力、土地等成本价格不断上升，IDM 企业在华 IC 封测工厂的成本压力增加；由于外资 IDM 企业基本上是中国加入 WTO 后进入中国，这些企业同时还要面临税收优惠即将到期或已经到期的困境。IDM 企业在华 IC 封测工厂到了一个新的发展拐点，目前部分企业选择将生产线转移至成本更低的中西部地区；还有部分企业则直接关闭工厂（比如前面提到的英特尔、美国半导体、海力士等企业），将 IC 封测业务外包给专业代工企业。

我们认为中国内地 IC 封测代工企业凭借其成本优势、市场优势以及不断缩小的技术差距，有望在这一轮 IC 封测外包潮中获得更多的市场份额。

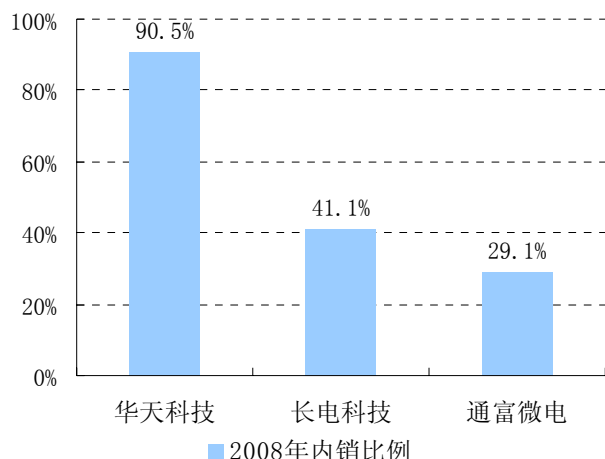
4. 华天科技的竞争优势以及发展潜力

4.1 深耕国内市场 与国内 IC 设计业共成长

相对于国内竞争对手，公司产品结构的一大特征是内销比例较高，2008 年其内销比例为 90.5%，公司客户以国内 IC 设计公司为主。过去几年国内 IC 设计业一直保持高速增长，2009 年上半年内销收入占总收入比重的 87%。在内需市场的拉动下，2009 年上半年国内 IC 设计业逆势增长，同比增长了 9.7%。

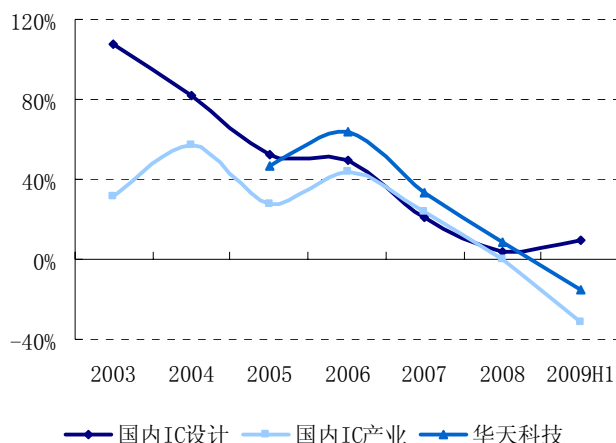
目前，在公司的客户中，既有士兰微、珠海炬力、海尔设计、中兴设计、中电华大等国内知名 IC 设计企业，也有数百家规模相对较小或是处于初创期的国内 IC 设计公司。由于 IC 产品应用范围较广，产品一旦推广开，需求具有较强的爆发性，小型 IC 设计公司往往有可能通过一个产品而获得飞速的发展。近年来，华天科技的中小客户需求增长较快，2004 年~2008 年前五大客户占公司总收入比重分别为 53.8%、50.31%、46.3%、34.8%和 30.9%，呈现逐年降低的趋势。新客户和中小 IC 设计企业需求增长成为华天科技增长的主要动力，华天科技的市场优势是公司成长性高于国内同行的主要原因之一。

图表 19: 国内 IC 封测企业内销比例

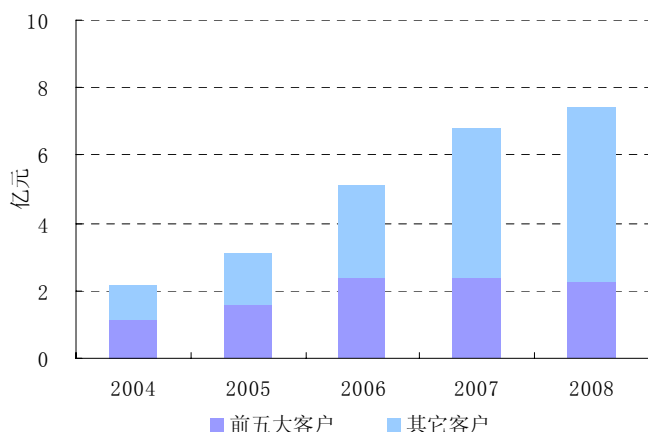


数据来源: 公司公告, CISA, 天相投顾

图表 20: 国内 IC 设计业与华天科技营收增速比较

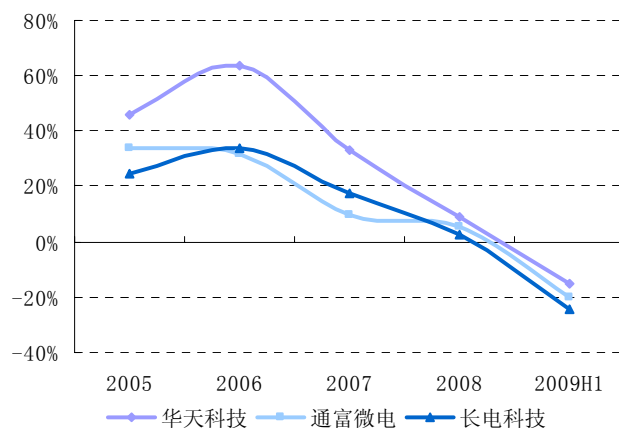


图表 21: 华天科技前五大客户收入增速放缓



数据来源: 公司公告, 天相投顾

图表 22: 华天科技成长性高于国内同行



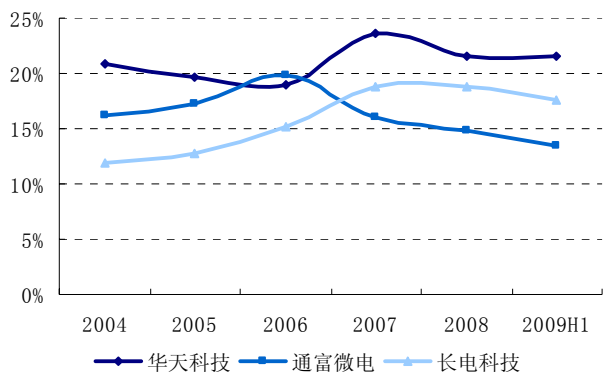
4.2 成本优势是公司盈利能力领先国内同行的主因

正如我们前面所提到的, 由于华天科技位于中西部地区, 电力、劳动力价格相对较低, 较其国内同行长电科技、通富微电的长三角地区有明显的成本优势。以电价为例, 天水地区电价为 0.45 元/度左右, 而长三角地区则达 0.70 元/度以上, 以华天科技每年数千万元的动力费用支出计算, 华天科技仅在电力成本这一项就比同等规模的东部企业低 1000 万元以上。

加上劳动力、基建、财务费用等其他成本优势, 使得华天科技具有更强的盈利能力。虽然公司在技术水平上稍微处于下风, 但是公司的毛利率和净利率水平均领先国内同行, 其净利率一般要比国内同行高出 5 个百分点左右。由于华天科技的成本优势主要是建立在中西部地区低廉的生产要素价格的基础上, 除非国内竞争对手也将生产线搬至中西部地区, 否则华天科技的成本优势将长期存在。

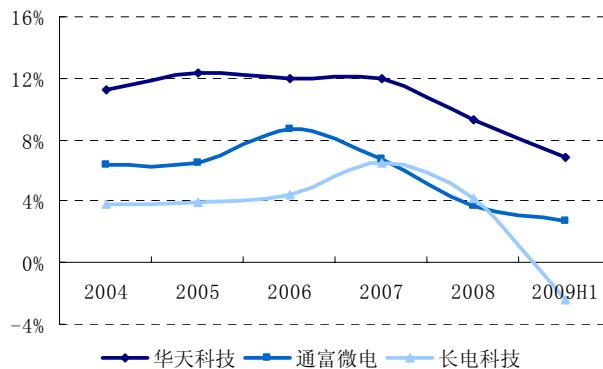


图表 23: 国内 IC 封测企业毛利率对比



数据来源: 公司公告, 天相投顾

图表 24: 国内 IC 封测企业净利率对比



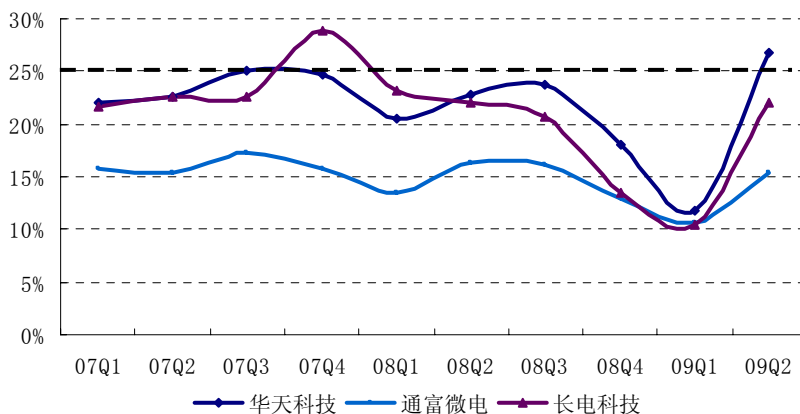
4.3 产品结构持续优化, 推动公司毛利率快速回升

近年来, 随着公司研发投入不断增加, 公司的技术水平快速提升, 目前华天科技是国内 LQFP 产品系列最全的供应商, 公司在 LQFP 封装领域具有极强的竞争力, 预计今年公司 LQFP 封装收入增速在 30% 以上。目前公司微形 IC 封装 QFN 系列封装订单饱满, 生产线满负荷运行, 但仍无法满足订单需求。我们预计上述两大系列产品收入总和约占公司总收入比重 50% 左右。另一高端封测产品 BGA 领域, 公司的生产线已通过内部认证。目前已进入客户认证阶段, 预计公司 BGA 产品将于 2010 年量产。低端的 DIP 封装占比明显萎缩, 公司产品结构进一步优化。

2008 年底开始的经济危机导致 IC 封测产品价格下滑 8%~15% 不等, 给公司带来较大的盈利压力。通过提升公司技术水平, 提高高毛利率产品的比重, 通过铜线替代金丝的生产线技改, 降低部分产品的成本, 再加上开工率上升的综合因素的影响, 2009 年 Q2 公司毛利率不但没有下滑, 还创下了公司上市以来的新高 26.8%, 从而推动公司净利润快速反弹。

目前公司产品结构相对于台湾等地的竞争对手, 还有很大的提升空间, 公司毛利率水平还有一定的提升空间。

图表 25: 国内 IC 封测企业季度毛利率变动情况



数据来源: 公司公告, 天相投顾

4.4 2010 年开始公司进入高成长期

根据公司公告，公司现有三个在建项目用于产能扩张，分别是“片式功率半导体器件封装产业化项目”、“DFN 型微小形封装集成电路生产线技术改造项目”和“西安新基地建设项目”。其中前两个项目主要实施地点位于公司天水基地，“片式功率半导体器件封装产业化项目”总投资 9600 万元，预计 2009 年 11 月份投产；“DFN 型微小形封装集成电路生产线技术改造项目”总投资 2 亿元，预计 2010 年上半年释放部分产能。

图表 26：华天科技在建项目以及预期投产时间

在建项目名称	实施地点	投资金额（万元）	预计投产时间
片式功率半导体器件封装产业化项目	天水	9600	2009年11月开始投产
DFN型微小形封装集成电路生产线技改项目	天水	20000	2010年上半年开始投产
西安新基地建设项目	西安	-	2010年中期开始投产

数据来源：公司公告，天相投顾

公司天水基地在完成前两个项目建设之后，剩余可用空间较小。为缓解公司厂房紧张的局面，公司正加快西安基地的建设，目前该基地员工宿舍楼已经完工，预计厂房也将于年底结顶，加上后续设备安装、员工培训等，预计西安基地将于 2010 年中投产，届时公司产能将进一步扩大。我们认为，西安基地的投产在扩大公司产能的同时，还将从三个方面提升公司竞争力，1、公司能够充分利用西安的人才优势，发展高端 IC 封装和测试业务；2、西安基地离机场更近，公司能够在保持成本优势的同时，提高市场响应速度；3、与客户沟通也更为便捷。公司竞争力将进一步提升。

通过前面的分析我们可知，目前半导体行业环境正逐步好转，未来几年有望恢复增长，受益于国内快速增长的内需市场，国内 IC 设计业有望继续保持较快的增长，公司产品需求依然旺盛，如果公司加大国外市场的开拓的力度，公司产品需求将进一步扩大，因此强劲的市场需求将有利于公司新增产能的快速释放。由于公司众多新项目从 2009 年四季度开始投产，使得公司业绩将从 2010 年开始快速释放，我们看好公司 2010 年、2011 年业绩增长潜力。

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设

- 全球半导体产业企稳，不再出现大幅下滑的情况；
- 华天科技西安基地 2010 年中期投产，2010 年公司产能增加 20%左右，2011 年产能增加 25%左右；
- 主要原材料金丝、铜框架价格基本稳定；
- 公司所得税税率为 15%；
- 由于公司规模效应将逐步显现，公司期间费用率将逐步下降；

5.2 盈利预测

鉴于行业回暖、产品结构升级以及公司在建项目产能逐步释放等利好因素，我们预期公司 2009 年净利润将实现小幅增长，2010 年、2011 年净利润将实现平稳快速的成长。随着高端 IC 封装技术的产业化，高毛利率产品占比提升，公司综合毛利率也将稳中有升。同时公司产能扩张带来的规模效应，将使得期间费用率略有下降。预计华天科技 2009 年、2010 年、2011 年销售收入同比分别增长 12.4%、21.2%、25.1%，归属母公司所有者净利润同比分别增长 16.6%、47.9%、31.9%，公司 EPS 分别为 0.28 元、0.41 元和 0.54 元。

图表 27：华天科技盈利预测

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	68,208	74,250	83,450	101,140	126,500
营业收入增长 (%)	33.04%	8.86%	12.39%	21.20%	25.07%
主营业务毛利率 (%)	23.68%	21.58%	21.89%	23.32%	23.64%
二、营业总成本	58,921	66,326	74,345	87,650	108,650
营业成本	52,056	58,228	65,180	77,550	96,600
营业税金及附加	350	429	465	550	650
资产减值损失	315	308	200	250	300
期间费用	6,200	7,362	8,500	9,300	11,100
其中：销售费用	1,126	1,360	1,300	1,500	1,800
管理费用	3,962	6,701	7,100	7,300	8,300
财务费用	1,113	-699	100	500	1,000
期间费用率 (%)	9.09%	9.91%	10.19%	9.20%	8.77%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
三、营业利润	9,287	7,924	9,105	13,490	17,850
营业利润增长 (%)	66.40%	-14.68%	14.91%	48.16%	32.32%
营业利润率 (%)	13.62%	10.67%	10.91%	13.34%	14.11%
加：营业外收入	330	83	400	500	600
减：营业外支出	7	42	50	50	50
四、利润总额	9,610	7,964	9,455	13,940	18,400
利润总额增长 (%)	70.92%	-17.12%	18.72%	47.44%	31.99%
减：所得税	1,471	1,066	1,425	2,076	2,760
实际所得税率 (%)	15.31%	13.38%	15.07%	14.89%	15.00%
五、净利润	8,139	6,898	8,030	11,864	15,640
净利润增长 (%)	32.08%	-15.24%	16.40%	47.75%	31.83%
归属母公司所有者净利润	8,090	6,854	7,992	11,824	15,590
母公司净利润增长 (%)	31.29%	-15.28%	16.61%	47.95%	31.85%
净利润率 (%)	11.86%	9.23%	9.58%	11.69%	12.32%
少数股东损益	38	35	38	40	50
基本每股收益 (元/股)	0.61	0.26	0.28	0.41	0.54
按当前总股本摊薄	0.28	0.24	0.28	0.41	0.54
每股净资产 (元/股)	4.53	3.21	3.49	3.90	4.44

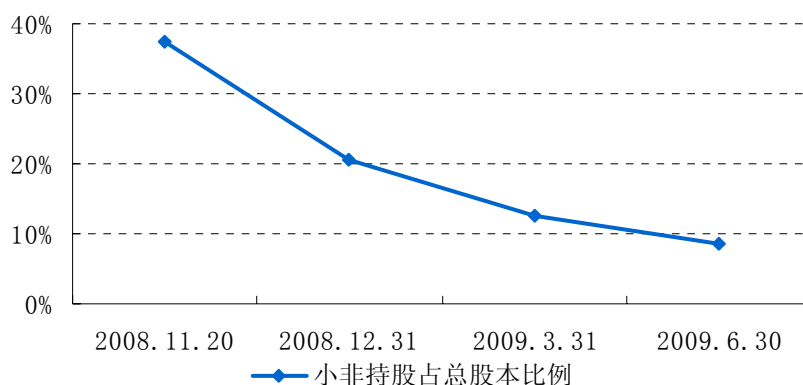
净资产收益率 (%) 10.25 8.17 7.98 10.56 12.22

数据来源：天相投顾预测

5.3 估值与投资建议

根据 2009 年 10 月 12 日华天科技收盘价 6.71 元计算，其 2009~2011 年动态市盈率为 24 倍、16 倍和 12 倍。元器件板块 2009 年~2011 年平均市盈率为 43 倍、37 倍和 23 倍，华天科技估值优势明显，具有较高的安全边际。我们认为公司前期股价表现滞后的主要原因是 2008 年 11 月 20 日大批小非解禁，由于这些小非多数是财务投资者，因此减持压力较大，然而截止 2009 年中报，公司小非占总股本的比例已从去年底的 37.5% 降至 8.4%，小非持股比例已大幅下降，现在或许是介入华天科技的好时机。

图表 28：华天科技小非持股比例持续下降



数据来源：公司公告，天相投顾

总体而言，未来几年国内 IC 设计业仍有望稳定增长，公司的成本优势、市场优势仍将保持，加上公司在行业内更高的成长性和盈利能力，公司增长趋势良好。目前元器件行业优质上市公司 2010 年的估值普遍在 25 倍左右，由于公司 2010 年之后公司将进入高成长期，我们认为公司合理的估值至少应该是 2010 年动态市盈率为 25 倍左右，目标价为 10 元，目前仍有近 50% 的上涨空间。

鉴于公司较强的竞争优势和增长潜力，我们不排除公司 2010 年的业绩超出预期的可能性，公司估值或许还有一定的提升空间，我们维持公司“买入”的投资评级。

图表 29：估值对比表

名称	代码	EPS (单位：元)			PE			PB	市值(单位：亿元)
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E		
华天科技	002185	0.26	0.28	0.41	25	24	16	2.2	19.2
通富微电	002156	0.12	0.14	0.18	64	55	43	2.6	26.7
长电科技	600584	0.17	0.07	0.2	31	76	27	2.5	39.6
元器件行业					54	43	37	3.3	

数据来源：天相投顾

5.4 风险提示

- 由于宏观经济不明朗，不能排除半导体行业景气度再次出现剧烈波动的可能



性，一旦出现公司经营状况必将受到较大影响；同时公司 IPO 募投项目主要是高端封测技术产业化，面临一定的技术风险；此外，国内 IC 设计企业正处于成长期，波动性较大，可能会影响公司的业绩。

- 如果未来几年，大宗商品再次出现大幅波动，公司还面临原材料价格波动的风险。
- 公司 2008 年底解禁的限售股股东流通杭州士兰微、杭州友旺、盈富泰克等所持股份尚未减持完毕，有一定的抛售压力。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002