

2009-10-20

半导体产品

华天科技 002185.SZ

三季度毛利率大幅回升，达到 5 年来最高水平

◇事件：公司公布三季报

◆公司营业收入稳步回升，毛利率大幅回升

今年前三季度，公司实现营业总收入 5.29 亿元，同比下滑 8.27%，实现净利润 5,115 万元，同比下降 22.17%；但单看第三季度，公司实现收入 2.27 亿元，同比上升 2.41%，第三季度实现净利润 3,058 万元，同比提升 15.37%。公司第三季度的表现完全符合我们前期对于公司收入、利润迅速回暖的预期，公司第三季度 26.4% 的毛利率甚至高于我们 25% 的预期，是近年来的最高点。今年前三季度公司实现每股收益 0.18 元，其中 0.11 元为第三季度贡献。

◆公司毛利率的大幅提升有力支持了我们“不能将 IC 封测行业视作夕阳行业”的观点

市场曾经有过“IC 封测行业成长性有限，投资价值不明显”的看法，我们以前即对其提出了质疑。国内的 IC 设计业仍处于高速发展阶段，因此内资封测企业如果能够把握好这轮行业发展机遇，完全有能力充分享受到这轮 IC 发展的成果。华天科技 90% 的客户为内资客户，内资 IC 设计企业今年二季度以来的快速恢复给华天科技带来了大量订单，且订单结构亦逐渐升级。华天科技第三季度 26.4% 的毛利率不仅超出我们预期，亦是公司近五年来的最高点。随着公司新增高端产能从今年四季度起逐渐释放，我们认为公司的毛利率仍有进一步上升趋势。

◆成长性良好+低估值决定了公司良好的投资价值

根据我们的预测，华天科技 2009 年~2011 年 EPS 分别为 0.31 元，0.40 元和 0.51 元，净利润复合增速有望达到 30%，增长前景明确，盈利能力良好。但公司目前估值远低于 A 股同质公司长电科技和通富微电，这也给公司目前的股价提供了良好的安全边际。我们将公司投资评级由“增持”上调至“买入”。

详细投资机会分析，请参考我们与三季报点评同时发出的公司深度报告：《兼具成长性与估值优势，亟待价值重估》

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	793	983	1,175
营业收入增长率	33.04%	8.86%	6.84%	23.94%	19.52%
净利润（百万元）	81	69	88	114	146
净利润增长率	31.29%	-15.28%	28.19%	29.38%	28.45%
EPS（元）	0.46	0.26	0.31	0.40	0.51
ROE	10.29%	8.19%	9.48%	10.92%	12.29%
P/E	15	27	23	18	14
P/B	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	5	10	11	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。

调升

买入

当前价格	7.02 元
目标价格	10.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

赵磊

021-22169999-9176

zhaol@ebcn.com

周励谦

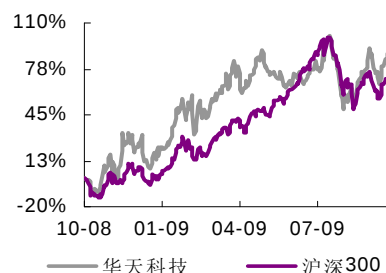
021-22169999-9175

zhouliqian@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	287
总市值(百万元)	2,015
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）	8.65
主要股东	天水华天微电子股份有限公司

股价表现（12 个月）

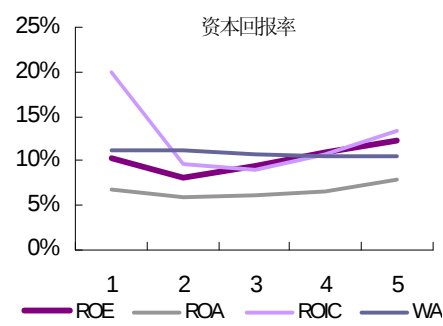
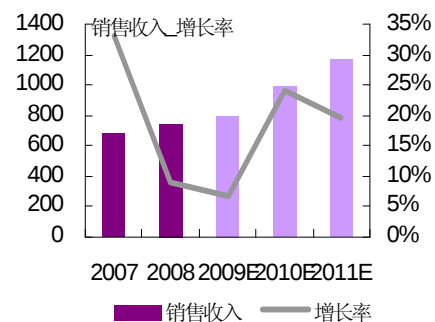
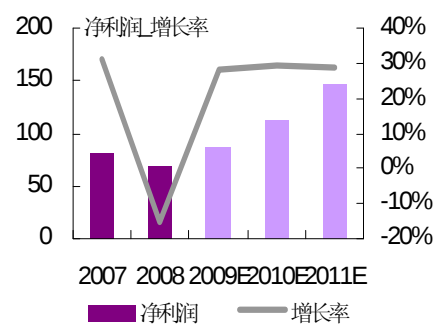
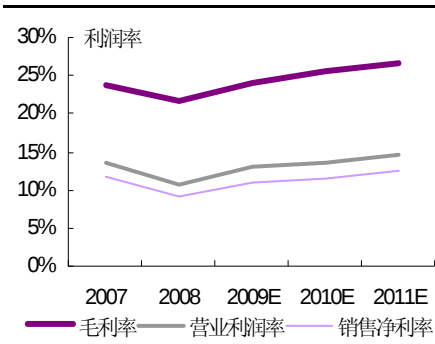


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.71	19.29	29.08
绝对收益	11.27	13.35	107.15

相关报告：

行业反转趋势不可避免，成本优势将充分体现
..... 2009-08-28
兼具成长性与估值优势，亟待价值重估
..... 2009-10-20

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	682	742	793	983	1,175
营业成本	521	582	603	732	862
EBITDA	167	153	173	233	286
折旧和摊销	67	85	96	104	113
销售费用	11	14	16	20	24
管理费用	40	67	63	79	94
财务费用	11	-7	3	14	17
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	104	134	172
利润总额	81	69	104	134	172
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	80.90	68.54	87.86	113.68	146.02

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	1,186	1,153	1,443	1,711	1,869
流动资产	728	590	650	804	959
货币资金	516	371	397	492	588
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	140	132	159	197	235
应收票据	1	13	16	20	24
其他应收款	1	1	1	1	1
存货	65	63	72	88	103
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	676	761	747
无形资产	21	48	46	44	41
总负债	395	311	512	667	679
无息负债	269	162	165	197	230
有息负债	126	149	347	469	449
股东权益	791	842	930	1,044	1,191
股本	174	261	287	287	287
公积金	458	366	357	379	378
未分配利润	163	225	300	396	520
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	131	186	233
净利润	81	69	88	114	146
折旧摊销	67	85	96	104	113
净营运资金增加	413	-103	-141	-1	142
其他	-441	40	88	-31	-169
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	26	0	0
债务净变化	22	23	198	122	-20
其它长期负债变化	167	-107	4	32	32
净现金流	49	-10	26	95	96

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%	6.84%	23.94%	19.52%
净利润增长率	31.29%	-15.28%	28.19%	29.38%	28.45%
EBITDA 增长率	161.34%	-8.76%	13.51%	34.50%	22.51%
EBIT 增长率	67.48%	-32.24%	46.94%	38.40%	27.95%
EPS 增长率	-1.91%	-43.52%	16.54%	29.38%	28.45%
估值指标					
PE	15	27	23	18	14
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	5	10	11	8	6
EV/EBIT	8	22	18	13	10
EV/NAPLAT	9	24	21	16	12
EV/Sales	1	2	2	2	2
EV/IC	2	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	23.68%	21.58%	24.01%	25.58%	26.64%
EBITDA 率	24.53%	20.56%	21.84%	23.71%	24.30%
EBIT 率	15.72%	9.78%	13.46%	15.03%	16.09%
税前净利润率	14.09%	10.73%	13.08%	13.65%	14.65%
税后净利润率	11.86%	9.23%	11.08%	11.56%	12.43%
ROA	6.86%	5.98%	6.11%	6.67%	7.83%
ROE	10.29%	8.19%	9.48%	10.92%	12.29%
ROIC	23.59%	11.07%	10.60%	12.60%	15.64%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.49	-0.29	-0.08	-0.05	-0.14
资产负债率	33.30%	26.95%	35.52%	38.96%	36.31%
流动比率	2.40	2.20	1.38	1.29	1.51
速动比率	2.19	1.96	1.23	1.15	1.34
每股指标					
EPS	0.46	0.26	0.31	0.40	0.51
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-	0.34	0.46	0.65	0.81
每股净资产	4.55	3.23	3.24	3.64	4.15
每股销售收入	3.92	2.84	2.76	3.42	4.09
每股 EBITDA	0.96	0.58	0.60	0.81	0.99

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。

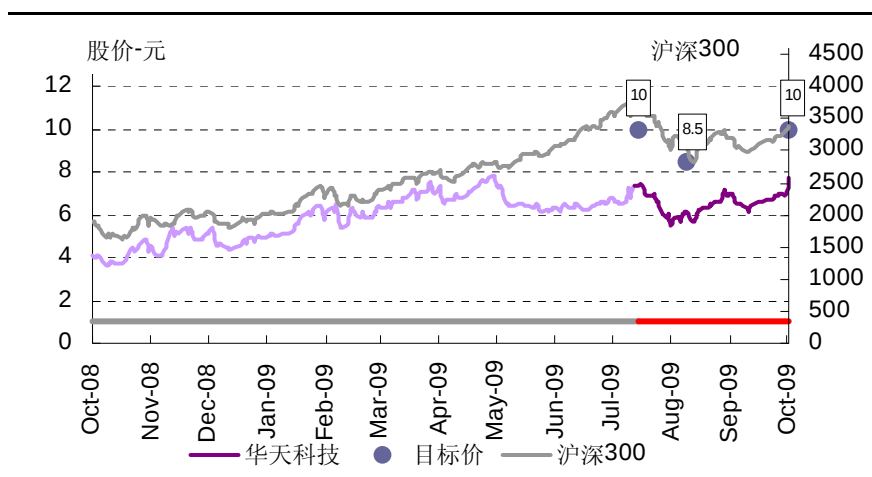
分析师声明

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	评级
2009-08-03	7.33	10.00	增持
2009-08-28	6.10	8.50	增持
2009-10-20	7.02	10.00	买入

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	lixyl@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。