

2010-12-23

半导体产品

华天科技 002185-SZ

增发项目提升高端产品占比，业绩有望两年翻倍

分析师:赵磊(执业证书编号: S0930209110229)

021-22169176

zhaol@ebscn.com

◇事件: 公司公布定向增发预案

◆结论:

2010 年 EPS0.37 元(按发行前计算), 2011 年按发行后摊薄 0.45 元, 2012 按发行后摊薄 0.65 元, 2011 年和 2012 年 PE 只有行业平均水平的 60%~70%, 强力买入。2011 年内目标价 20 元(当前股价 12.5 元)。

◆预案主要内容:

定向增发;发行数量不超过 7,500 万股(目前总股本 3.73 亿股, 稀释 20%); 发行价格下限 11.12 元(当前股价 12.50 元); 预计融资不超过 8 亿元(目前市值 46.7 亿元, 净资产 10 亿元, 总资产 15.8 亿元); 项目一, 铜丝替换金丝的升级项目(天水); 项目二, 高端封装扩产(西安); 项目三, 中低端封装扩产(天水)。三个项目的建设期均为三年。

本预案尚需证监会及股东大会批准。

◆点评:

1.本次增发项目没有我们之前预期的 LED 封装项目,说明公司保持了谨慎作风,LED 封装项目仍在考察期。从市场影响度来说略差于我们预期。

2.本次的三个项目,第一条属于技术升级项目(用铜丝替换金丝以降低成本),第二条属于高端产品的扩产,第三条属于中低端产品的扩产。其中,中低端扩产置于天水,高端扩产置于西安,与我们预期吻合,说明公司有将发展重心向西安偏移的想法。

3.中低端扩产规模 9 亿块/年,相比目前总产能扩充约 15%。完全达产后,预计实现收入 4.57 亿元(今年预计总收入 12 亿元, +38%), 预计实现利润 0.55 亿元(今年预计利润 1.38 亿元, +39%); 新项目毛利率预计与现有综合毛利率持平,约在 25%~28%。

4.高端项目扩产规模达 5 亿块/年,相比目前高端产能增长一倍以上。完全达产后,预计实现收入 4 亿元,利润 0.52 亿元,毛利率高于中低端产品,预计将达 28%~30%。

5.铜丝替换金丝升级项目属于更新项目,该项目完成后是否会降低部分现有金丝产品的产能我们尚需与公司交流。该项目毛利率预计在 28%左右,达产后预计新增收入 2.45 亿元,新增利润 0.33 亿元。

6.总的看来,本次扩产的最大看点在于 LGA、BGA、QFN 等高端产品的扩产。高端产品不仅盈利能力更强,而且生命力更强。本次扩产完成后,公司高端产品占比将大幅提升,从目前的不到 5%提升至 10%左右,对公司的综合毛利率及可持续发展潜力均有积极的正面影响。

7.假设现有业务收入利润未来三年维持不变,新项目三年后贡献收入翻番、利润翻番,年均复合增速 27%左右。而实际上,现有产线经过升级,预计亦能实现年均 10%的增长。因此我们可以预计未来三年收入、利润总的复合增速在 37%~40%。

◆盈利预测在原基础上小幅上调,继续买入

我们之前预计 2010 年 EPS0.37 元,不调整; 2011 年 EPS 原预测 0.51 元(发行前股本计算),本次增发

项目对 2011 年业绩增量有限，预计在 5%~10%，按发行后股本摊薄，调整至 0.45 元；2012 年 EPS 原预测 0.68 元（发行前股本计算），若增发项目中性进展，有望增厚业绩 15%，按发行后股本摊薄，调整至 0.65 元。目前 2011 年 28 倍（行业平均 38~40 倍），2012 年 19 倍（行业平均 30 倍）。公司在 2011 年和 2012 年有上马 LED 封装的可能，2012 年还有上马 MEMS 传感器封装的可能，尤其是后者，将是市场大热点。买入评级，2011 年内目标价 20 元。

◆超预期因素可能存在于：

1. 实际发行不到 7500 万股。假设以当前股价 12.5 元价格融资 8 亿元，实际发行近 6400 万股，相比发行上限 7500 万股（我们刚才均按发行 7500 万股测算），EPS 尚有 3% 的上调空间。

2. 据我们 9 月末调研了解到，西安的高端项目已经提前开始实施，今年 4 季度应该已有产出。也就是说，实际产能投放可以打出一定提前量。

3. 预案中，高端项目（BGA、LGA、QFN）的设备及产能预计在未来三年依需求增长渐次投放（防止提前折旧）。但实际上，由于 BGA、QFN 等产品目前进口替代要求强烈，不排除订单增速大幅超预期的可能，如果这样，公司将打破预案的规划、加速投入设备产能，从而加快业绩增速。

◆不达预期的因素可能存在于：

1. 封装产品价格下跌是公理，靠的是工艺提升、成本下降来稳定毛利率。如果中低端产品未来需求增速不达预期，将加快产品下跌速度，使得公司收入、毛利率及利润均不达预期。

2. 明年或许存在做股权激励的可能。

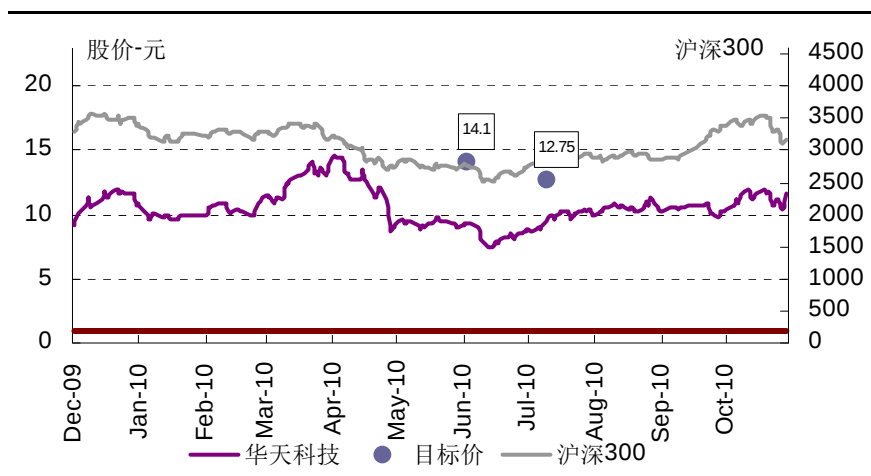
分析师声明

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



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-08-28	6.10	8.50	增持
2009-09-18	7.17	10.00	买入
2009-10-21	7.72	10.00	买入
2009-11-25	8.43	10.00	买入
2010-06-23	9.17	14.10	买入
2010-07-30	9.37	12.75	买入
2010-12-17	12.50	20.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

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。

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 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

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相一致的投资决策。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。

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。