

电子元器件行业研究小组

分析师：方夏虹 fangxh@ccnew.com

执业证书编号：S0730511010006

联系人：贾建虎 021-50588666-8037

高端产品放量与行业回暖同步

——华天科技（002185）年报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2012年03月13日

报告关键要素：

11年受行业去库存周期影响，公司收入增速和盈利能力持续下滑。预计12年半导体行业回暖，公司通过扩大铜线工艺和高端产品占比，将迎来业绩向上拐点。预测12-13年EPS为0.34元和0.51元，按12日收盘价9.37元计算，对应市盈率分别为27.56倍和18.37倍，维持“增持”评级。

事件：

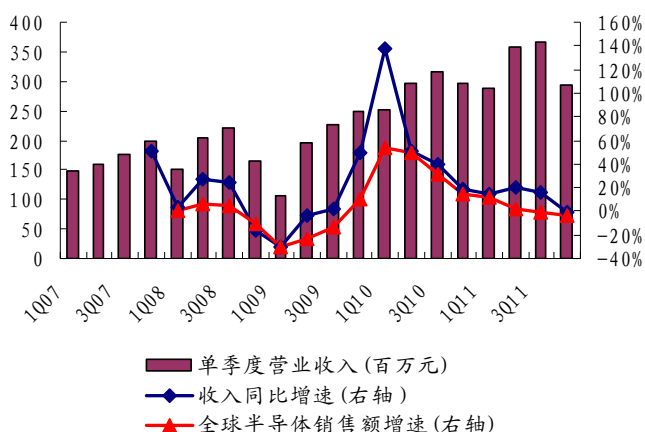
- 华天科技（002185）公布了2011年年报。11年公司实现销售收入13.09亿元，同比增长12.72%，实现营业利润4936.41万元，同比下降59.77%，实现净利润7913.9万元，同比下降29.26%，每股收益为0.21元。分配预案为每10股转增6股，派发红利1元（含税）。

点评：

- 收入增速随行业下滑，4季度盈利能力进入谷底。11年4季度，公司实现收入2.94亿元，同比下降0.59%。公司作为集成电路封装企业，受半导体行业去库存周期影响较大，收入增速自10年1季度以来持续下滑。预计12年2季度半导体行业去库存周期结束，公司收入增速将迎来向上拐点。

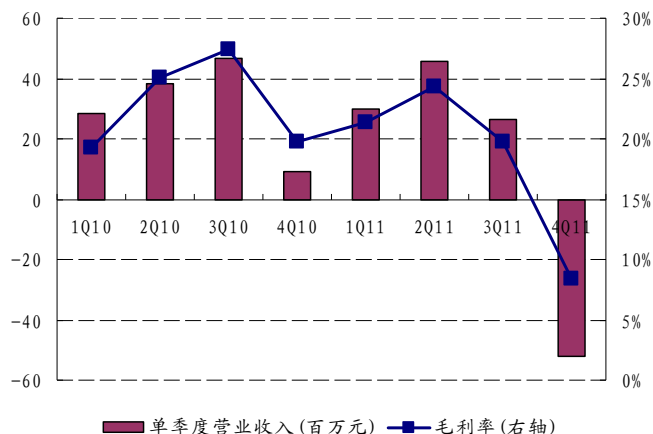
11年4季度，公司实现营业利润为-5220.6万元，单季度亏损额超过全年营业利润4936.4万元，毛利率大幅下滑及费用率上升是4季度盈利能力下降的主要原因。

图 1：07 年-11 年公司单季度收入增速与半导体行业对比



资料来源：中原证券研究所、公司公告、WSTS

图 2：10 年-11 年公司单季度营业利润与毛利率



资料来源：中原证券研究所、公司公告

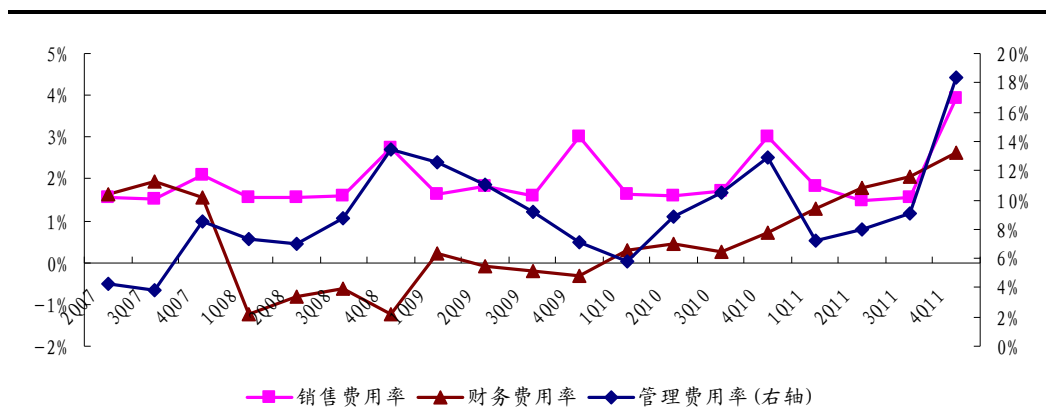
- 4 季度毛利率出现历史新低是暂时现象。11 年 4 季度公司综合毛利率为 8.45%，同比下降 11.26 个百分点。毛利率大幅下滑的原因主要有三点：一是公司主要原材料（以金、铜为主）价格居于高位，人力成本也有所上升；二是行业处于去库存周期，公司产能利用率较低，如西安子公司 11 年产能利用率仅为 52.8%，11 年折旧费用 1.22 亿元，同比增长 12.28%，导致固定费用占比上升；三是公司扩大高端产品产能，4 季度西安子公司开始量产，良率处于爬坡期，当季整体良率处于较低水平。

鉴于公司天水基地已经具有BGA等高端封装产品量产能力，公司不存在技术障碍，因而预计西安子公司产品良率将很快提高到正常水平，伴随行业回暖，公司产能利用率也将提高，从而带动综合毛利率企稳回升。

- **期间费用率大幅上升是业绩下滑次要原因，预计12年将有所改善。**11年4季度，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为3.93%、18.31%和2.62%，同比分别增长5.43、0.90和1.91个百分点。4季度管理费用5390万元，占全年的39.36%，职工薪酬和研发开支增加是导致管理费用率大幅上升的主要原因。11年底公司长期借款为2.76亿元，比年初增加1.51亿元，增加了利息支出，导致财务费用率有所上升。

预计12年公司收入增速回升，管理费用率将有所下降。11年11月，公司非公开增发募集资金净额3.51亿元，有助于缓解公司资金压力，预计12年财务费用率将有所下降。

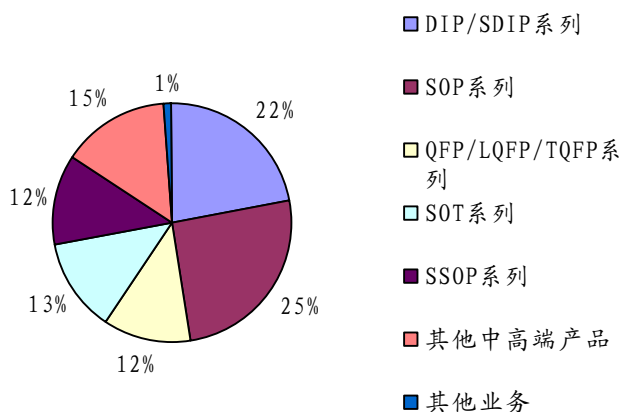
图 3：10-11 年各季度公司期间费用率



来源：中原证券研究所、公司公告

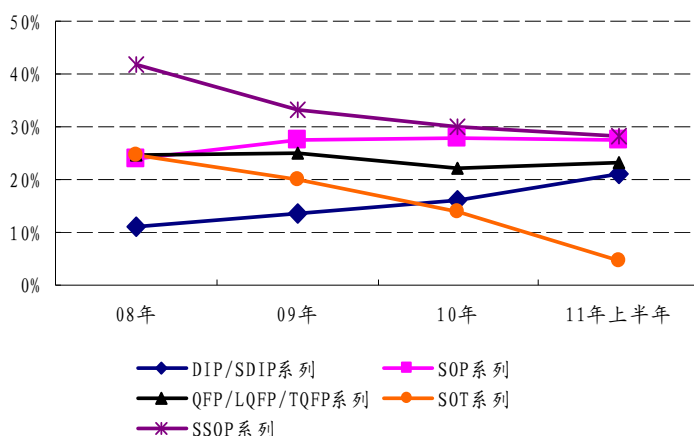
- **将铜线工艺渗透中高端产品，复制低端产品盈利能力上升路径。**目前公司低端产品（DIP/SDIP 系列、SOP 系列）铜线工艺占比相对较高，其毛利率受金价影响较小，自 08 年以来呈现稳中有升态势，11 年上半年 DIP/SDIP 系列和 SOP 系列毛利率分别为 20.92%和 27.48%，比 10 年分别变动 4.69 和 -0.4 个百分点。

图 4：11 年上半年不同封装技术产品收入占比



资料来源：中原证券研究所、公司公告

图 5：08 年-11 年上半年公司分产品毛利率



资料来源：中原证券研究所、公司公告

公司中高端产品的铜线工艺占比相对较低，08年以毛利率持续下滑，11年上半年SOT系列、SSOP系列、QFP/LQFP/TQFP系列毛利率分别为4.73%、28.25%和23.17%，比10年分别变化-9.09%、-1.84%和1.08个百分点。11年9月，公司铜线工艺扩产项目完工，估计11年底铜线工艺整体占比超过30%，预计12年铜线工艺在中高端产品中占比也将逐步上升，有助于公司进一步降低生产成本。

- **参股西钛微电子，TSV 技术行业领先。**11 年 1 月，公司投资 2.2 亿元获得昆山西钛微电子有限公司 35% 股份。11 年该公司实现营业收入 3.34 亿元，贡献投资收益-59.13 万元，其中下半年收益为 76.54 万元，表明该公司已经进入盈利阶段。目前西钛微电子 TSV 封装产能为 1 万片/月，预计 12 年中产能利用达到 80%以上，至 12 年年底产能将增加至 2 万片/月，公司 WLO（晶圆级光学镜头）和 WLC（晶圆级光学镜头模组）业务走在国际前列，预计将在 12 年贡献可观利润。
- **非公开增发项目进展顺利，产能释放与行业复苏同步。**11 年 11 月，公司非公开发行 3290 万股，发行价 11.12 元，募集资金净额 3.51 亿元，用于扩大铜线工艺占比及高端封装产品产能。截至 11 年底，铜线工艺扩产项目及封装技术升级项目已经完成，估算 11 年年底公司封装产能达到 75 亿块，同比增长 25%，公司产能释放与行业回暖同步。

表 1：公司非公开增发募投项目进展

项目名称	调整后投资总额 (万元)	11 年底投入额 (万元)	投资进度	预计达产时间
铜线键合集成电路封装工艺升级及产业化	11214	11214	100.00%	2011 年 9 月
集成电路高端封装测试生产线技术改造	13330	6086	45.76%	2013 年 10 月
集成电路封装测试生产线工艺升级技术改造	10537	10537	100.00%	2011 年 12 月
合计	35052	27838	-	-

来源：中原证券研究所、公司公告

- **维持公司“增持”评级。**预测 12-13 年 EPS 分别为 0.34 元和 0.51 元（不考虑 12 年后股本转增），按 12 日收盘价 9.37 元计算，对应市盈率分别为 27.56 倍和 18.37 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动，行业景气度回暖不及预期。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入（亿元）	11.61	13.09	16.36	20.94
增长比率（%）	49.37%	12.72%	25.00%	28.00%
净利润（亿元）	1.12	0.79	1.40	2.06
增长比率（%）	45.02%	-29.42%	76.73%	47.46%
每股收益（元）	0.30	0.21	0.34	0.51
市盈率（倍）	46.65	67.05	40.69	27.59



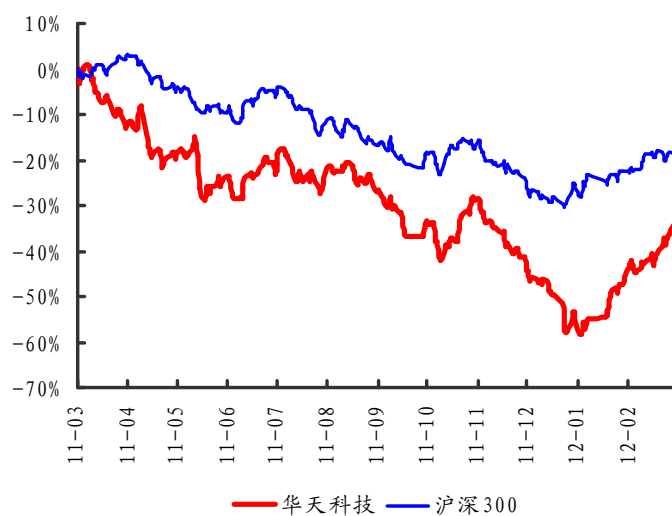
市场数据（2012年3月12日）

收盘价（元）	9.37
一年内最高/最低（元）	14.75 / 5.68
沪深300指数	2654.4
市净率（倍）	3.42
流通市值（亿元）	34.97

基础数据（2011年12月31日）

每股净资产（元）	3.55
每股经营现金流（元）	0.54
毛利率（%）	18.79
净资产收益率（%）	5.47
资产负债率（%）	37.21
总股本/流通股（万股）	40613/37323
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。