

## 证券研究报告

2018年5月14日

公司研究 | 中国 | 科技

评级：买入（维持）

目标价（港币）：21.80

刘叶	+86 21 3847 6072
研究员	<a href="mailto:liuye@htsc.com">liuye@htsc.com</a>
丁涵之	+852 3658 6058
研究员	<a href="mailto:dinghazhi@htsc.com">dinghazhi@htsc.com</a>

## 基本数据

目标价(港币)	21.80
收盘价(港币截至05月13日)	18.50
升幅+/- (%)	18
市值(百万美元)	2,438
6个月平均日成交额(百万美元)	11.96
52周价格范围(港币)	19.48/9.94
BVPS(美元)	1.64

## 股价走势图



资料来源：FactSet

# 1Q18 业绩超预期；长期前景向好；重申“买入”

## 1Q18 毛利率 32.1%，超出管理层指引及华泰预测

华虹半导体（华虹）5月10日公布，1Q18 公司收入为 2.1 亿美元，同比增长 15%；受季节性因素及停工检修影响，收入季环比跌 3%。尽管 1Q18 折旧成本有所增加，华虹毛利率同比上升 2.4 个百分点至 32.1%，高于管理层此前的指引以及我们约 30% 的预测值，原因包括：1) 平均销售价格同比上涨 10%；2) 产能利用率从 1Q17 的 96.2% 升至 97.3%；3) 晶圆出货量同比增长 5%。SG&A 费用比率稳定在 12.1%，净利润率小幅提升至 19.1%。年化 ROE 为 9.2%（2017 年为 9.1%）。

## eNVM 及功率器件业务继续驱动收入增长

1Q18 华虹特色工艺嵌入式非易失性存储器（eNVM）/功率器件收入同比分别跃升，20/37%，高于总体收入增速，对总收入的贡献比分别为 40/32%，主要受对 MCU、MOSFET 及 IGBT 产品的强劲需求推动，尤其是在工业和汽车市场，华虹来自这两个市场的收入同比增速高达 67%，占公司总收入的 18%（1Q17 为 12%）。以各区域收入明细计，1Q18 华虹来自中国/美国市场的收入占比分别为 57/19%，同比分别增长 21/30%。

## 无锡项目开建，毛利率下行风险有限

华虹 1Q18 资本开支为 8,700 万美元，其中 5,000 万美元（占比 57%）来自华虹无锡项目。1Q18 折旧成本同比增长 28% 至 3,000 万美元；由于无锡项目 2018 年的资本开支将全部资本化，管理层将全年折旧成本指引维持在 1.24 亿美元不变。我们相信，正如我们此前在题为《[清晰定位推动盈利能力提升，重新覆盖给予“买入”评级》（5月7日）](#)的深度报告中所提到的，尽管成本端的折旧增加将有损毛利率，但鉴于华虹通常采购的二手设备的折旧相对较少，且规模经济效应提高了盈利能力，两者应能部分抵消华虹毛利率的下行压力，我们认为华虹的毛利率下行风险应该是有限的。尽管 1Q18 毛利率改善超预期，考虑到无锡项目提前雇佣劳工应会带来额外的经营费用，我们维持全年盈利预测不变。

## 长期前景乐观，维持 21.8 港币目标价不变，重申“买入”

我们继续看好华虹的发展前景，因为我们相信成熟制程的下游产品需求将长期保持强劲，而公司作为全球领先的 200mm 晶圆专业代工企业，应能继续成为主要的受益标的。我们维持 21.8 港币的目标价不变；重申“买入”评级。

英文报告全文：

[Hua Hong Semiconductor \(1347 HK\): BUY \(Maintained\) — 1Q18 results beat; positive long-term outlook, reiterate BUY \(2018.05.14\)](#)

## 财务数据

年结于 12月31日	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入(美元百万)	721	808	911	1,030	1,201
同比%	11.0	12.0	12.8	13.0	16.6
净利润(美元百万)	129	145	160	178	183
同比%	14.7	12.7	9.9	11.4	2.7
EPS(摊薄, 美元)	0.124	0.139	0.152	0.169	0.174
PE(倍)	19.0	17.0	15.5	13.9	13.6
PB(倍)	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2
EV EBITDA(倍)	10.9	8.4	6.4	5.3	4.6
股息率(%)	1.6	1.8	1.9	2.1	2.2
自由现金流收益率(%)	1.6	5.0	5.0	0.5	4.3

资料来源：公司资料，华泰香港研究预测

图表. 1. 华虹：季度盈利

(USDmn)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
<b>Revenue</b>	<b>183</b>	<b>198</b>	<b>210</b>	<b>217</b>	<b>210</b>	<b>224</b>	<b>236</b>	<b>242</b>
yoy%	11.4	11.5	13.3	11.8	14.7	13.0	12.2	11.5
qoq%	(5.6)	8.1	6.0	3.3	(3.1)	6.6	5.2	2.6
COGS	129	132	136	144	143	151	156	162
Gross profit	54	66	74	73	67	73	80	80
Gross margin (%)	29.7	33.2	35.2	33.7	32.1	32.4	33.8	33.2
Operating expenses	22	27	29	37	25	31	33	34
Opex as % of revenue	12.2	13.8	14.0	17.0	12.1	14.0	14.0	14.0
General & Administrative	21	26	28	35	24	29	31	31
Sales & Marketing	2	2	2	2	2	2	2	2
Operating profit	32	38	45	36	42	41	47	46
Operating margin (%)	17.5	19.3	21.3	16.8	20.0	18.4	19.8	19.2
Other income – net	2	2	4	12	(2)	2	2	2
Pretax income	34	40	49	49	40	43	49	48
Income tax expense	(0)	(6)	(14)	(7)	0	(7)	(7)	(7)
Effective tax rate (%)	1.0	15.1	28.0	14.5	(0.8)	15.0	15.0	15.0
<b>Net income</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>42</b>	<b>40</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>41</b>
yoy%	56.2	(12.0)	18.5	8.7	17.7	7.2	17.5	(0.8)
Net margin (%)	18.6	17.3	16.8	19.1	19.1	16.5	17.6	17.0
Diluted shares (mn)	1,041	1,044	1,043	1,048	1,051	1,051	1,051	1,051
Diluted EPS (USD)	0.0327	0.0329	0.0339	0.0396	0.0382	0.0350	0.0395	0.0391

资料来源：公司资料，华泰香港研究预测

## 财务报表

### 损益表 (美元百万)

年结于 12月31日	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	721	808	911	1,030	1,201
销售成本	(501)	(541)	(612)	(688)	(839)
<b>毛利</b>	<b>220</b>	<b>267</b>	<b>300</b>	<b>342</b>	<b>363</b>
销售及分销成本	(7)	(7)	(9)	(10)	(12)
管理费用	(97)	(109)	(115)	(131)	(144)
其他经营收入/费用	0	0	0	0	0
<b>经营利润</b>	<b>116</b>	<b>151</b>	<b>176</b>	<b>201</b>	<b>207</b>
其他收入/支出	37	21	4	8	8
<b>税前利润</b>	<b>154</b>	<b>172</b>	<b>181</b>	<b>209</b>	<b>215</b>
税费开支	(25)	(27)	(21)	(31)	(32)
<b>净利润</b>	<b>129</b>	<b>145</b>	<b>160</b>	<b>178</b>	<b>183</b>
折旧及摊销	(85)	(105)	(148)	(200)	(240)
<b>EBITDA</b>	<b>201</b>	<b>256</b>	<b>324</b>	<b>401</b>	<b>447</b>
EPS (美元 基本)	0.125	0.140	0.154	0.172	0.177

### 现金流量表 (美元百万)

年结于 12月31日	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
EBITDA	201	256	324	401	447
营运资本变动	(20)	(9)	(21)	(23)	(37)
税费	(25)	(27)	(21)	(31)	(32)
其他	55	39	(3)	8	8
<b>经营活动现金流</b>	<b>212</b>	<b>258</b>	<b>279</b>	<b>355</b>	<b>386</b>
资本开支	(173)	(136)	(157)	(342)	(280)
其他投资活动	(61)	(61)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(233)</b>	<b>(197)</b>	<b>(157)</b>	<b>(342)</b>	<b>(280)</b>
负债增加量	(89)	(4)	0	0	0
权益增加量	0	3	0	0	0
派发股息	(36)	(40)	(45)	(48)	(53)
其他融资活动	(0)	(0)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(125)</b>	<b>(41)</b>	<b>(45)</b>	<b>(48)</b>	<b>(53)</b>
现金变动	(147)	20	78	(35)	52
年初现金	510	341	375	453	417
汇率波动影响	(22)	13	0	0	0
<b>年末现金</b>	<b>341</b>	<b>375</b>	<b>453</b>	<b>417</b>	<b>469</b>

### 资产负债表 (美元百万)

年结于 12月31日	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
存货	95	116	131	147	179
应收账款和票据	106	112	127	143	167
现金及现金等价物	341	375	453	417	469
其他流动资产	172	251	251	251	251
<b>总流动资产</b>	<b>715</b>	<b>853</b>	<b>961</b>	<b>958</b>	<b>1,066</b>
固定资产	657	733	757	899	940
无形资产	8	7	0	0	0
其他长期资产	447	484	484	484	484
<b>总长期资产</b>	<b>1,112</b>	<b>1,225</b>	<b>1,241</b>	<b>1,383</b>	<b>1,424</b>
<b>总资产</b>	<b>1,827</b>	<b>2,078</b>	<b>2,202</b>	<b>2,341</b>	<b>2,490</b>
应付账款	74	79	88	98	116
短期贷款	2	61	61	61	61
其他负债	162	197	200	205	207
<b>总流动负债</b>	<b>238</b>	<b>337</b>	<b>349</b>	<b>364</b>	<b>384</b>
长期债务	91	32	32	32	32
其他长期负债	9	14	14	14	14
<b>总长期负债</b>	<b>100</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>46</b>
股本	1,550	1,555	1,555	1,555	1,555
股东权益	1,489	1,695	1,807	1,931	2,059
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>总股本</b>	<b>1,489</b>	<b>1,695</b>	<b>1,807</b>	<b>1,932</b>	<b>2,059</b>
BVPS (美元 基本)	1.44	1.64	1.75	1.87	1.99

### 业绩指标

年结于 12月31日	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
<b>增长率 (%)</b>					
收入	11.0	12.0	12.8	13.0	16.6
毛利	9.4	21.3	12.2	14.0	6.1
经营利润	30.1	30.3	16.5	13.9	2.8
净利润	14.7	12.7	9.9	11.4	2.7
EPS	14.7	12.7	9.9	11.4	2.7
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利润率	30.5	33.1	32.9	33.2	30.2
息税折旧摊销前利润率	27.9	31.7	35.5	38.9	37.2
净利润率	17.9	18.0	17.5	17.3	15.2
ROE	8.7	9.1	9.1	9.5	9.2
ROA	6.9	7.4	7.5	7.8	7.6
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(16.7)	(16.6)	(19.9)	(16.8)	(18.3)
流动比率	3.0	2.5	2.8	2.6	2.8
速动比率	2.6	2.2	2.4	2.2	2.3
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款	53	50	50	50	50
应付账款	54	53	52	51	50
存货	68	77	77	77	77
现金转换周期	68	74	75	76	77

### 估值指标

年结于 12月31日 (倍)	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
PE (倍)	19.0	17.0	15.5	13.9	13.6
PB (倍)	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2
EV EBITDA	10.9	8.4	6.4	5.3	4.6
股息率 (%)	1.6	1.8	1.9	2.1	2.2
自由现金流收益率 (%)	1.6	5.0	5.0	0.5	4.3

资料来源: 公司资料, 华泰香港研究预测

**分析师声明**

本报告所表达的观点准确地反映了分析员对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。刘叶；丁涵之

**重要披露**

华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是 HTSC 的全资子公司 (HTSC 是一间于中华人民共和国注册成立的股份有限公司，中文公司名称为华泰证券股份有限公司，在香港以 HTSC 名义开展业务)。

华泰金融控股(香港)有限公司及/或其关联公司已经、正在及/或可能会充当为本报告中提及或建议的公司之债券市场作价者。

**华泰香港投资评级标准**

时间段：报告发布之日起6个月内

基准市场指数恒生中国企业指数 (以下简称基准)

**股票评级**

**买入：** 股价超越基准 15%以上

**持有：** 股价相对基准波动在 -10%~15%之间

**卖出：** 股价弱于基准 10%以上

**暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**行业评级**

**增持：** 行业股票指数超越基准

**中性：** 行业股票指数基本与基准持平

**减持：** 行业股票指数明显弱于基准

如有需要，可向华泰金融控股(香港)有限公司索取进一步资料。

**一般披露**

仅发送给《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者客户。

本文件仅发送给阁下供参考，不得翻印或分发给其它人士。

本文件所载资料由华泰金融控股(香港)有限公司编制和发表，而且是仅给收件人的严格保密资料。本文件旨在为华泰金融控股(香港)有限公司、其客户或准客户、子公司、分支机构、HTSC 和其子公司而刊发。若未事先获华泰金融控股(香港)有限公司的书面同意，不得翻印、分发或传达本文件(无论整份或部分)给其它人士。若获华泰金融控股(香港)有限公司准许转发，收件人须在转发前获取独立的法律意见，以确定该转发符合当地适用法规的要求。

华泰金融控股(香港)有限公司不是美国金融业监管局(FINRA)的注册会员，其员工或其他服务提供者亦没有在 FINRA 注册为 FINRA 的研究分析师。

本文件(i)供阁下作个人参考之用，我们并非以此作任何招揽；(ii)若要约发行在任何司法管辖区为违法，本文件不应诠释为出售证券的要约或招揽购买证券的要约；(iii)本文件的资料可能基于来自我们认为可靠的第三方来源但并未获华泰金融控股(香港)有限公司独立核实。本文件仅提供一般参考资料，并非为提供个人投资建议，也没有考虑个别人士的具体投资目的、财务状况和特定需要。本文件可能含有来自第三方的资料，包括信贷评级机构的评级；除非事先获第三方的书面许可，不得以任何形式分发该第三方材料。第三方材料供应者不保证任何资料(包括评级)的准确性、完整性、时间性或是否可以使用，华泰金融控股(香港)有限公司和第三方材料供应者无论什么原因也不会就误差或遗漏(无论是不是因为疏忽)承担责任，同时也不会就因使用该材料而产生的结果承担责任。第三方材料供应者并无作出任何明确或隐含的保证，包括但不限于某一特定目的或用途的可销性或适用性保证。第三方材料供应者毋须就使用这些材料(包括评级)负上任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应损害赔偿、讼费、开支、法律费用或损失(包括失去的收入或利润及机会成本)的法律责任。信贷评级为意见陈述，并非事实陈述，或购买、持有或销售证券的推荐意见，也并非就证券的适当性或证券投资的适当性的引导，不应作为投资意见般倚赖。

本文件所载数据可能描述过往表现或根据过往表现作出的模拟情况，这些过往表现或模拟情况并非未来表现的可靠指标。若数据含有未来表现的指引，该预测不可作为未来表现的可靠指标。此外，模拟情况乃基于模型及简化的假设推断，当中可能有过分简化的情况，也不反映未来回报的分派。本文件所述的事实以及当中表达的意见、估计、预测和推测以本文件的日期为准，并可以在没有通知的情况下有所更改。华泰金融控股(香港)有限公司并无就本文件所载数据发表声明或作出明确或隐含的保证，阁下亦不应倚赖本文件所载数据。华泰金融控股(香港)有限公司概不就因使用或倚赖本文件或其材料而产生或引致的直接、间接或相应损失或损害而赔偿或承担任何法律责任。本文件并非为提供专业意见(包括但不限于会计、法律或税务意见或投资的推荐意见)，阁下也不应作为专业意见般倚赖；亦不可取代阁下的判断。华泰金融控股(香港)有限公司非阁下的顾问，也不就财务或其它后果承担受信责任或法律责任。投资者须考虑本文件的资料或推荐意见是否适合他的特定情况，若适用，应寻求专业意见，包括税务意见。

投资者在作出投资决定时，应了解本文件的资料仅为其中一项阁下考虑的因素，因此本报告不应被视为与任何投资决定相关的所有直接或间接风险之阐明或建议。华泰金融控股(香港)有限公司出版很多不同种类的研究产品，其中包括基本面分析、量化分析和短期买卖意见；一类研究产品所含的推荐意见有别于其它种类的研究产品所含的推荐意见，不论是因为不同时间性、方法或其它因素。

华泰金融控股(香港)有限公司及/或其董事、高级管理层和雇员在适用法规容许下可以其自身、代理或其它身份作为涉事对头，也可拥有本文件所提及的发行人及其证券、期权或其它衍生工具的长仓或短仓，或买卖这些金融产品。华泰金融控股(香港)有限公司在适用法律容许的情况下可参与或投资本文件所述的证券的发行人的融资交易、为该发行人施行服务或向该发行人招揽业务。华泰金融控股(香港)有限公司可能曾担任本报告所述的任何或所有经营实体的证券公开发行的经办人或联席经办人，华泰金融控股(香港)有限公司现时也可能在本报告所述的任何或所有经营实体的证券发行中担任一级市场证券流通量提供者；华泰金融控股(香港)有限公司也可能正在或在过去 12 个月曾向该等经营实体提供其它投资银行服务、重大意见或投资服务。华泰金融控股(香港)有限公司也可担任发行人的金融工具的做市商或市场流通量提供者。

华泰金融控股(香港)有限公司透过其合规政策及程序(包括但不限于利益冲突、处理保密信息及中国墙政策)以及中国墙的维护及雇员培训管理有关其研究报告活动的冲突。

**法律实体披露**

**中国：** HTSC 具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

**香港：** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809。

©版权所有 2018 年华泰金融控股(香港)有限公司

地址：香港皇后大道中99号中环中心5808-5812室

电话：+852 3658 6000

传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk/