

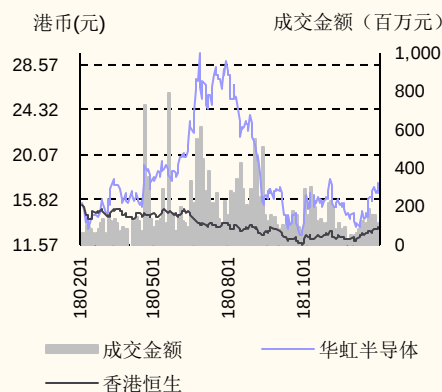
创新技术与企业服务研究中心

华虹半导体(01347.HK) 买入 (维持评级)

港股公司点评

市场数据(港币)

收盘价(元)	17.360
流通港股(百万股)	1,283.95
总市值(百万元)	22,289.41
年内股价最高最低(元)	29.750/12.400
香港恒生指数	27942.47



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	22.43	-37.33	13.02
相对香港恒生	12.49	-35.92	27.42

相关报告

1. 《小而美的电力功率代工龙头-小而美的电力功率代工龙头》，2019.1.23

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

宋敬祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519010001
songjingyi@gjzq.com.cn

范彬泰 联系人
fanbintai@gjzq.com.cn

步入下行逆风，获利优于同业

主要财务指标

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.14	0.17	0.15	0.19	0.22	0.29
每股收益同比增长(%)	12%	22%	-10%	27%	16%	28%
每股净资产(元)	1.6	2.0	3.1	3.4	3.6	4.0
市盈率(倍)	14.6	11.9	13.2	10.4	9.0	7.0
市净率(倍)	1.2	1.0	0.7	0.6	0.6	0.5
净资产收益率(%)	9%	10%	8%	9%	10%	11%
(净利润+折旧摊销)/营收(%)	31%	33%	32%	37%	38%	40%

来源：公司年报、国金证券研究所注：货币单位是美元

事件

- 华虹随同业步入景气下行逆风，并提供低于市场预期，但高于我们覆盖报告预期的 2019 年一季度 12% 营收环比衰退及 2 个点的毛利衰退。

评论

- **优于同业的 2018：**华虹公布四季度营收及平均单价环比增长 3%，营收同比增长 15%，远优于联电及中芯国际的营收环比 8—10% 衰退及 0-3% 同比衰退。华虹能保持相对稳定的 34% 毛利率，及 19% 的净利率。但因为从国家大基金现金融资近 4 亿美元，华虹的摊薄股数于四季度超预期增加了 11%。但即使摊薄股数增加，华虹于 2018 年仍靠着近 15% 的同比营收成长，7% 的平均单价同比增长，获利率的提升，摊薄每股收益增长达 22%，远优于晶圆代工龙头台积电的 2% 摊薄每股收益增长。
- **进入 2019 年的一季度逆风期：**因为季节性因素的库存调整，部分设备的定期年度维修，及较少的工作天数，华虹预期一季度营收环比衰退 12%，同比增长 5%，毛利从上季度的 34%，下滑到 32%，这是比彭博社分析师平均预期的 5% 营收环比衰退来得差，但比我们之前预期的 15% 环比衰退及 28% 的毛利率来的佳，比起晶圆代工龙头台积电的 22% 环比及 9% 同比衰退，及 4 个点的毛利率下滑好很多。
- **2019-2021 年市场预期的重整：**我们之前预估证券分析师对华虹，长电科技，通富微电，华天科技 2019 年营收同比成长的预估将明显下修到 0%，+/-5%，上半年产能利用率的下滑将造成华虹今年同比年增长率可能仅有 5%，达到 9.8 亿美元销售额。但当明后年华虹 12 “厂的 90，65，55 纳米量产出货，并推升晶圆单价同比增长达 5-6%，加上产能利用率的回升，我们预估 2019-2022 年的复合增长率将拉高到 22%。而 8 “的电力功率半导体及 12 “的智能卡 / MCU 是华虹未来营收主要的驱动力，这两项产品复合成长率从明年开始将超过 25%。

投资建议

- 重申买入，目标价 HK\$22：我们预估其未来 3-4 年，2018-2025 年的营收有 18-22% 的复合成长率（高于中国晶圆代工产业的 10-12% 复合成长率）及摊薄每股收益有 13-23% 的复合成长率。给予“买入”评级，

风险提示

- 12 “晶圆代工扩产计划所拉高的折旧费用可能破坏毛利结构，增长动力的 MCU 和电力功率半导体下游景气度的下滑，高毛利分立器件晶圆代工的竞争加速，而与市场预估值的差异是短期所面临的风险。

步入代工产业下行周期，获利因特殊产品较同业突出

- **2018 年及四季度动能：**因为日本客户（27% 营收环比增长，MCU，Super Junction 产品），MCU，银行卡客户（11% 营收环比增长）大量使用 130 纳米及以下制程工艺产品（16% 营收环比增长），华虹公布四季度营收及平均单价环比增长 3%，营收同比增长 15%，远优于联电及中芯国际的营收环比 8—10% 衰退及 0-3% 同比衰退。因为营收稳定，华虹能保持相对稳定的 34% 毛利率，及 19% 的净利率。但因为从国家集成电路产业投资基金现金融资近 4 亿美元，华虹的摊薄股数于四季度比预期增加了 11%。但即使摊薄股数增加，华虹于 2018 年仍靠着近 15% 的同比营收成长，7% 的平均单价同比增长，获利率的提升，摊薄每股收益增长达 22%，远优于晶圆代工龙头台积电的 2% 摊薄每股收益增长。
- **进入 2019 年一季度逆风期：**因为季节性因素的库存调整，部分设备的定期年度维修，及较少的工作天数，华虹预期一季度营收环比衰退 12%，同比增长 5%，毛利从上季度的 34%，下滑到 32%，这是比彭博社分析师平均预期的 5% 营收环比衰退来得差，但比我们之前预期的 15% 环比衰退及 28% 的毛利率来的佳，并且远优于晶圆代工龙头台积电的 22% 环比及 9% 同比衰退，及 4 个点的毛利率下滑好很多。

图表 1：华虹财务数字与市场预期比较表

华虹半导体	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	4Q 市场预	(+)/(-)	1Q 公司预	1Q 市场预	(+)/(-)
营收 (US\$mn)	210	230	241	249	250	-1%	220	235	-7%
Q/Q (%)	-3%	9%	5%	3%	4%	-1%	-12%	-5%	-6%
Y/Y (%)	15%	16%	15%	15%	15%	-1%	5%	12%	-7%
毛利率 (%)	32%	34%	34%	34%	34%	0%	32%	32%	0%
营业利润率 (%)	22%	22%	26%	18%	18%	0%		20%	-20%
净利率 (%)	19%	20%	20%	19%	19%	1%		21%	
每股摊薄收益 (US\$)	0.038	0.044	0.046	0.042	0.040	0.00		0.038	
Capex (US\$mn)	87	29	62	61					
Capex to sales (%)	41%	13%	26%	24%					
D/A (US\$bn)	30	29	30	30					
Net DA (%)	33%	33%	33%	31%					
Gross free cash (%)	-8%	20%	7%	7%					

来源：公司公告，国金证券研究所

- **2019-2021 年市场预期的重整：**在台积电于今年 1 月 17 日的法说中提到因为高阶智能手机销售不佳及库存整理问题，预测 2019 年全球晶圆代工产业将只有 0% 同比成长，我们之后在“[透过台积电看半导体趋势一成也萧何，败也萧何](#)”的报告中认为彭博社对华虹 2019 年的 11% 营收增长预估，世界先进的 7% 同比增长与 Wind 对长电科技 15%，通富微电 24%，华天科技 22% 的营收同比增长预估都过于乐观，因此我们预估证券分析师对世界先进，华虹，长电科技，通富微电，华天科技 2019 年营收同比成长的预估将明显下修到 0% +/- 5%，上半年产能利用率的下滑将造成华虹今年同比年增长率可能仅有 5%，达到 9.8 亿美元销售额，因为 2019 年增长趋缓，2018-2022 年的复合增长率达 18%。但当明，后年华虹 12 “厂的 90，65，55 纳米量产出货，并推升晶圆单价同比增长达 5-6%，加上产能利用率的回升，我们预估 2019-2022 年的复合增长率将提高到 22%。而 8 “的电力功率半导体及 12 “的智能卡 / MCU 是华虹未来营收主要的驱动力，这两项产品复合成长率从明年开始将超过 25%。

图表 2：华虹季度财务模型预估调整

	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
原预测					
产能利用率 (%)	105%	87%	91%	101%	106%
平均单价 (美元)	446	446	450	459	470
营收(US\$bn)	0.246	0.210	0.228	0.256	0.279
环比 q/q (%)	2%	-15%	8%	12%	9%
毛利率 (%)	32%	28%	28%	31%	32%
营业利润率 (%)	18%	15%	12%	17%	19%
净利润率 (%)	19%	13%	15%	18%	19%
季度每股收益 (美元)	0.04	0.03	0.03	0.04	0.05
年度每股收益 (美元)	0.17				0.15
新预测					
产能利用率 (%)	102%	89%	91%	101%	103%
平均单价 (美元)	460	455	455	459	470
营收(US\$bn)	0.249	0.220	0.230	0.256	0.275
环比 q/q (%)	3%	-12%	5%	11%	7%
毛利率 (%)	34%	32%	32%	33%	33%
营业利润率 (%)	18%	19%	16%	20%	17%
净利润率 (%)	19%	17%	18%	20%	18%
季度每股收益 (美元)	0.04	0.03	0.04	0.04	0.04
年度每股收益 (美元)	0.17				0.15
彭博季度每股收益(美元)	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
彭博年度每股收益(美元)	0.16				0.16
彭博营收 环比 q/q (%)	4%	-6%	5%	3%	5%
彭博营业利润率 (%)	18%	20%	21%	21%	17%
修正幅度 (%)					
营收	1.3%	4.8%	1.1%	0.0%	-1.7%
季度每股收益	-6.4%	20.1%	9.8%	1.8%	-17.5%
年度每股收益	-2.9%				0.4%

来源：公司公告，彭博社，国金证券研究所

- 重申买入，目标价 HK\$22：**我们重申我们在 2019 年 1 月 24 日出的覆盖报告“[华虹半导体：小而美的电力功率代工龙头](#)”，给予“买入”评级，我们预估其未来 3-4 年，2018-2025 年的营收有 18-22% 的复合成长率（高于中国晶圆代工产业的 10-12% 复合成长率）及摊薄每股收益有 13-23% 的复合成长率。未来 12—18 个月 HK\$22 元目标价位有超过 30% 的潜在获利空间，目标价是建立于 13 倍 2021 年每股收益的 US\$0.22（1 倍 PEG）和落在 1.2 倍的 2020 年每股净资产，对应 8-10% 的净资产收益率预估。目前华虹的平均制程为 246 纳米，远差于台积电的 60 纳米，联电及中芯的 110-120 纳米，但因为没有天敌，华虹逐年增加其晶圆代工单价并改善其利润，又因多旧设备，华虹的折旧成本仅占全部营业成本不到 26% 的比重，远低于联电的 40% 及中芯国际的 38%，这让华虹的毛利率近倍数于联电及中芯国际。配合晶圆代工产业为提升自给率，小而美的华虹持续拉升其市占（现在仅有 1% 的全球市占）。不同于 14 纳米或是 7 纳米的先进制程代工，华虹的产品及客户深入高毛利/高成长的电力功率半导体，嵌入式非易失存储器的智能卡及微控制器(MCU)，模拟/LED 照明所用的电源管理，及逻辑，射频 (RF)。但因为产品多属于客制化产品，反而让华虹过去两年，平均单价年成长率达 5% 以上，而联电及中芯国际的平均晶圆代工价格年度下跌了近 2-4%。稳定的自由现金净流：为追求先进制程工艺竞赛与突破，往往造成每股收益的越加摊薄或净负债对股东权益比重的恶化。我们认为华虹稳定的自由现金净流归因于其晶圆代工事业的市场定位，造成远高于同业的

20%净利润率及 33%的净利加折旧占营收比率，买旧制程设备让资本开支对营收比（<25%）相对合理并低于经营活动现金净流。

图表 3：全球晶圆代工同业比较

	台积电	联电	中芯国际	华虹	世界先进
3 年复合增长率	7%	2%	8%	18%	6%
毛利率	48%	15%	22%	33%	34%
营业利润率	37%	5%	0%	19%	25%
净资产收益率	22%	5%	1%	8%	22%
折旧前净利率	62%	41%	35%	33%	27%
资本支出占营收比	31%	11%	54%	25%	6%
净现金占股本比	31%	-2.7%	-7%	43%	53%

来源：国金证券研究所

风险

- 12 “晶圆代工扩产计划所拉高的折旧费用可能破坏毛利结构，增长动力的 MCU 和电力功率半导体下游景气度的下滑，高毛利分立器件晶圆代工的竞争加速，而与市场预估值的差异是短期所面临的风险。

附录：三张报表预测及摘要

损益表						
单位 (10 亿美元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业总收入	0.81	0.93	0.98	1.20	1.44	1.77
营业成本	0.54	0.62	0.66	0.82	1.02	1.24
毛利	0.27	0.31	0.32	0.37	0.42	0.53
营业费用	0.12	0.13	0.14	0.15	0.16	0.17
营业利润	0.15	0.18	0.18	0.22	0.26	0.36
折旧	0.10	0.12	0.14	0.21	0.28	0.36
摊销	-	-	-	-	-	-
折旧前净利	0.26	0.30	0.31	0.44	0.54	0.72
财务利息	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
其他	0.01	0.03	0.04	0.05	0.07	0.07
投资收入	0.01	0.01	-	-	-	-
特例	-	-	-	-	-	-
税前利润总额	0.17	0.22	0.22	0.27	0.33	0.43
所得税/少数股东损益	0.03	0.04	0.04	0.04	0.06	0.08
净利润	0.15	0.18	0.18	0.23	0.27	0.35
获利能力比率(%)						
毛利率	33%	33%	33%	31%	29%	30%
营业利润率	19%	19%	18%	19%	18%	21%
折旧前净利率	32%	32%	32%	36%	38%	41%
税前利润率	21%	24%	22%	23%	23%	24%
净利率	18%	20%	18%	19%	19%	20%
净资产收益率	9%	8%	5%	6%	6%	7%
投入资本回报率	7%	5%	3%	4%	4%	5%
同比增长率(%)						
营业总收入	12%	15%	5%	22%	20%	23%
营业毛利	21%	16%	3%	17%	13%	25%
营业利润	30%	20%	-3%	27%	18%	37%
折旧前净利	27%	18%	4%	39%	25%	32%
税前利润总额	12%	28%	-1%	24%	23%	29%
净利润	13%	26%	-2%	28%	17%	29%
收益评估 (CN¥\$)						
每股营业收入	0.77	0.86	0.84	1.01	1.20	1.46
每股折旧前净利	0.14	0.17	0.15	0.19	0.22	0.30
每股利润	0.14	0.17	0.15	0.19	0.225	0.29
每股账面净值	1.62	2.50	3.56	3.82	4.10	4.42
每股经营现金流量	0.23	(0.34)	0.24	0.24	0.31	0.39
每股自由现金流量	0.03	(0.52)	(0.32)	(0.34)	(0.26)	(0.18)
资产负债表						
单位 (10 亿美元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
货币资金	0.57	0.78	1.70	1.42	1.22	1.11
应收票据及应收账款	0.16	0.19	0.20	0.24	0.29	0.36
存货	0.12	0.13	0.14	0.17	0.21	0.26
其他流动资产	0.01	0.68	0.72	0.88	1.05	1.29
流动资产合计	0.85	1.77	2.75	2.71	2.78	3.01
固定资产	0.93	1.00	1.52	1.98	2.38	2.71
其他非流动资产	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
长期股权投资	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
非流动资产合计	1.22	1.30	1.82	2.29	2.69	3.01

资产总计	2.08	3.08	4.57	5.00	5.46	6.02
短期借款	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	0.08	0.09	0.09	0.11	0.14	0.17
其他流动负债	0.20	0.24	0.25	0.31	0.37	0.46
流动负债合计	0.34	0.33	0.35	0.43	0.52	0.63
长期贷款	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
其他长期负债	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
非流动负债合计	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
负债合计	0.38	0.37	0.39	0.47	0.56	0.68
实收资本(或股本)	1.55	1.96	3.31	3.48	3.66	3.84
资本公积金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
未分配利润	0.14	0.21	0.33	0.50	0.70	0.97
少数股东权益	0.00	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54
所有者权益合计	1.70	2.70	4.17	4.52	4.90	5.35
负债和股东权益合计	2.08	3.08	4.57	5.00	5.46	6.02
流动资产比率(x)						
净营运资本	0.90	0.98	1.49	1.96	2.36	2.68
流动比率	29.1	38.3	57.8	75.7	90.9	103.2
速动比	28.7	12.3	30.5	42.3	50.9	54.0
现金比率	5.0	7.2	7.5	9.2	11.1	13.6
资本总额比率(%)						
负债比率	2%	1%	1%	1%	1%	0%
所有者权益比率	98%	79%	87%	88%	89%	89%
债务股本比	2%	26%	16%	14%	13%	12%
净债务股本比	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
经营比率(x)						
应收账款月数	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
存货月数	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
存货周转率	4.7	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
固定资产周转率(x)	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6	0.7
总资产周转率(x)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
现金流量表						
单位 (10 亿美元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
净利润	0.15	0.18	0.18	0.23	0.27	0.35
折旧费用	0.10	0.12	0.14	0.21	0.28	0.36
摊销费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	0.00	-0.66	-0.04	-0.16	-0.18	-0.24
经营活动现金净流	0.24	-0.37	0.28	0.28	0.37	0.47
资本开支	-0.19	-0.19	-0.65	-0.68	-0.68	-0.68
其他	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
投资	-0.02	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金净流	-0.21	-0.19	-0.65	-0.68	-0.68	-0.68
债权募资	0.00	-0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期债权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权募资	0.06	0.83	1.29	0.12	0.11	0.10
筹资活动现金净流	0.07	0.77	1.29	0.12	0.11	0.10
现金净流量	0.10	0.21	0.92	-0.28	-0.20	-0.12
自由现金净流量	0.04	-0.56	-0.37	-0.40	-0.31	-0.21

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH