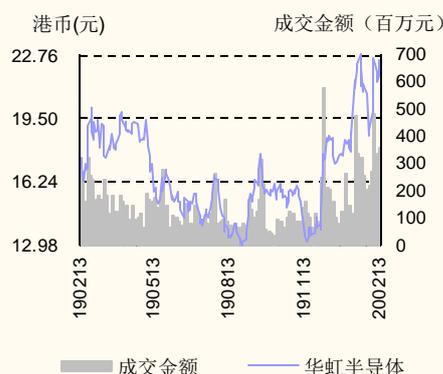


市场数据(港币)

收盘价(元)	22.550
流通港股(百万股)	1,290.85
总市值(百万元)	29,108.67
年内股价最高最低(元)	22.850/12.980
香港恒生指数	27730.00



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	65.81	69.04	29.45
相对香港红筹	63.81	59.99	32.56

相关报告

- 《评级及目标价双降，静待结构性问题改善-华虹半导体 2019 年 Q...》，2019.11.13
- 《不如预期的缓步同比复苏-华虹半导体 2019 年一季度财报点评》，2019.5.12

张纯 分析师 SAC 执业编号: S1130519100004  
zhang\_chun@gjzq.com.cn

范彬泰 联系人  
fanbintai@gjzq.com.cn

郑弼禹 分析师 SAC 执业编号: S1130520010001  
zhengbiyu@gjzq.com.cn

结构性问题改善遥遥无期

主要财务指标

项目	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.17	0.13	0.12	0.16	0.21
每股收益同比增长(%)	22%	-26%	-7%	41%	31%
每股净资产(元)	2.0	2.1	2.3	2.6	2.9
市盈率(倍)	17.0	23.0	24.8	17.5	13.4
市净率(倍)	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
净资产收益率(%)	10%	7%	7%	9%	10%
(净利润+折旧摊销)/营收(%)	33%	31%	30%	35%	37%
资本开支/营收(%)	26%	60%	47%	43%	40%

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是美元

双季低于预期，结构性问题改善遥遥无期

- 华虹公布四季度营收符合预期，但其中美国(-10% q/q)的150-180纳米(-15% q/q)模拟芯片及电源管理(-17% q/q)通讯客户(-25% q/q)的环比衰退似乎是拖累华虹的主要因素。加上管理费用(占28%的营收)跳升，华虹四季度首次步入营业亏损，四季度EPS为US\$0.02，比市场一致预期低35%。又因为公司担心客户年后复工延迟，华虹预期一季度营收环比衰退18%，同比衰退9% (低于彭博分析师预期环比增长2%，同比增长13%)。公司并预期毛利率大幅下滑到21-23%，低于市场预期的26%。
- 折旧费用攀升影响毛利率可期: 我们担心的是等到华虹12"全能量产后，即使有政府的补贴，季度折旧摊销费用将超过5,000万美元，占营业成本比例会从过去的19%，拉到未来的25-30%，这样20-25%的毛利率及10%以下的营业利润率可能在2020-2021年将成为常态，这是比市场预期的10-15%的营业利润率差很多。

投资建议

- 调降获利，结构性问题改善遥遥无期: 虽然我们认为华虹从二季度开始，营收环比及同比增速将逐步改善，以5-10%的ROE而言，1.5x以下P/B估值都还算合理，但我们仍然看到公司几项影响未来股价结构性的问题，所以我们还是决定调降华虹2020E EPS近23%到US\$0.12，及下调2021E EPS近16%到US\$0.16，维持目标价在HK\$16。

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。

## 双季低于预期，12“厂量产逆风可期

- 四季度 / 一季度都低于预期：**华虹公布四季度营收（2.43 亿美金）环比增长 2%，同比去年同期小幅衰退 2%及 27%的毛利率都符合彭博 21 位分析师的预期。其中美国（-10% q/q）的 150-180 纳米（-15% q/q）模拟芯片及电源管理（-17% q/q）通讯客户（-25% q/q）的环比衰退似乎是拖累华虹的主要因素。加上管理费用（占 28%的营收）跳升（vs. 去年同期 14.8%的营收及三季度营收的 16%），华虹四季度首次步入营业亏损，四季度 US\$0.02 EPS 是 35%低于市场预期。又因为公司担心客户年后复工延迟，华虹预期一季度营收环比衰退 18%，同比衰退 9%（低于彭博分析师预期环比增长 2%，同比增长 13%）。公司并预期毛利率大幅下滑到 21-23%，也低于市场预期的 26%毛利率。

**图表 1：华虹财务数字与市场预期比较表**

华虹半导体	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	4Q 市场预	(+)/(-)	1Q 公司预	1Q 市场预	(+)/(-)
营收 (US\$m)	221	230	239	243	243	0%	200	249	-20%
环比 Q/Q (%)	-11%	4%	4%	2%	2%	0%	-18%	2%	-20%
同比 Y/Y (%)	5%	0%	-1%	-3%	-2%	0%	-9%	13%	-22%
毛利率 (%)	32%	31%	31%	27%	27%	0%	22%	26%	-4%
营业利润率 (%)	18%	16%	14%	-2%	8%	-11%		12%	
净利率 (%)	21%	22%	19%	6%	16%	-10%		17%	
每股摊薄收益 (US\$)	0.037	0.033	0.035	0.020	0.031	-35%		0.033	
资本开支 (US\$m)	110	223	460	129	257			263	
资本开支/营收 (%)	50%	97%	192%	53%	106%			106%	
折旧摊销 (US\$m)	31	33	26	40					
Net DA (%)	35%	35.9%	29.4%	22.2%					
Gross free cash (%)	-15%	-61%	-163%	-31%					

来源：公司公告，彭博，国金证券研究所

- 调降获利，结构性问题改善遥遥无期：**虽然我们认为华虹从二季度开始，营收环比及同比增速将逐步改善，以 5-10%的 ROE 而言，1.5x 以下 P/B 估值都还算合理，但我们仍然看到公司几项影响未来股价结构性的问题，所以我们还是决定调降华虹 2020E EPS 近 23%到 US\$0.12，及下调 2021E EPS 近 16%到 US\$0.16，维持目标价在 HK\$16。
- 折旧费用攀升影响毛利率可期：**我们担心的是等到华虹 12“全能量产后，即使有政府的补贴，季度折旧摊销费用将超过 5,000 万美元，占营业成本比会从过去的 19%，拉到未来的 25-30%，这样 20-25%的毛利率及 10%以下的营业利润率可能在 2020-2021 年将成为常态，这是比市场预期的 10-15%的营业利润率来得差很多。

**图表 2：华虹季度财务模型预估调整**

	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
<b>原预测</b>								
产能利用率 (%)	85%	93%	100%	100%	94%	103%	103%	104%
平均单价 (美元)	482	460	445	445	462	466	471	475
营收 (US\$b)	0.221	0.23	0.239	0.242	0.239	0.266	0.296	0.309
环比 q/q (%)	-11%	4%	4%	1%	-1%	12%	11%	4%
毛利率 (%)	32%	31%	31%	27%	24%	27%	30%	29%
营业利润率 (%)	18%	16%	14%	12%	10%	13%	16%	17%
净利率 (%)	21%	22%	19%	17%	12%	15%	18%	18%
季度每股收益 (美元)	0.037	0.033	0.035	0.033	0.025	0.035	0.044	0.046
年度每股收益 (美元)								<b>0.15</b>
								<b>0.14</b>

**新预测**

产能利用率 (%)	85%	93%	100%	86%	81%	99%	99%	98%
平均单价 (美元)	482	460	445	453	464	468	473	478
营收 (US\$bn)	0.221	0.230	0.239	0.243	0.209	0.256	0.285	0.297
环比 q/q (%)	-11%	4%	4%	2%	-14%	22%	11%	4%
毛利率 (%)	32%	31%	31%	27%	23%	25%	29%	28%
营业利润率 (%)	18%	16%	14%	-2%	-7%	11%	15%	3%
净利率 (%)	21%	22%	19%	6%	-2%	14%	17%	6%
季度每股收益 (美元)	0.037	0.033	0.035	0.020	0.004	0.038	0.048	0.026
年度每股收益 (美元)				<b>0.125</b>				<b>0.116</b>
<b>彭博季度每股收益 (美元)</b>	<b>0.037</b>	<b>0.033</b>	<b>0.035</b>	<b>0.031</b>	<b>0.033</b>	<b>0.036</b>	<b>0.037</b>	<b>0.041</b>
<b>年度每股收益 (美元)</b>				<b>0.136</b>				<b>0.147</b>
<b>彭博营收环比 q/q (%)</b>	<b>-12%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>6%</b>
<b>彭博毛利率 (%)</b>	<b>32%</b>	<b>31%</b>	<b>31%</b>	<b>27%</b>	<b>26%</b>	<b>25%</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>
<b>彭博营业利润率 (%)</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>	<b>8%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>
<b>修正幅度 (%)</b>								
营收	0%	0%	0%	0%	-12%	-4%	-4%	-4%
营业利润	0%	0%	0%	-119%	-163%	-20%	-14%	-85%
季度每股收益	0%	0%	0%	-40%	-82%	9%	8%	-45%
年度每股收益				-10%				-23%

来源：公司公告，彭博社，国金证券研究所

**风险提示**

12 “晶圆代工扩产计划所拉高的折旧费用可能持续破坏整体毛利结构，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**

<b>损益表</b>						
单位 (10 亿美元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业总收入	<b>0.81</b>	<b>0.93</b>	<b>0.94</b>	<b>1.20</b>	<b>1.45</b>	<b>1.76</b>
营业成本	0.54	0.62	0.65	0.85	1.04	1.24
毛利	0.27	0.31	0.29	0.35	0.41	0.52
营业费用	0.12	0.13	0.14	0.15	0.16	0.17
<b>营业利润</b>	<b>0.15</b>	<b>0.18</b>	<b>0.15</b>	<b>0.21</b>	<b>0.25</b>	<b>0.35</b>
折旧	0.10	0.12	0.14	0.22	0.32	0.42
摊销	-	-	-	-	-	-
折旧前净利	0.26	0.30	0.29	0.43	0.57	0.77
财务利息	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
其他	0.01	0.03	0.07	0.05	0.07	0.06
投资收入	0.01	0.01	-	-	-	-
特例	-	-	-	-	-	-
税前利润总额	0.17	0.22	0.21	0.25	0.32	0.40
所得税/少数股东损益	0.03	0.04	0.03	0.01	0.03	0.02
净利润	0.15	0.18	0.19	0.24	0.29	0.38
Preferred dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>0.15</b>	<b>0.18</b>	<b>0.19</b>	<b>0.24</b>	<b>0.29</b>	<b>0.38</b>
<b>获利能力比率(%)</b>						
毛利率	33%	33%	31%	29%	28%	29%
营业利润率	19%	19%	16%	17%	17%	20%
折旧前净利率	32%	32%	31%	36%	39%	43%
税前利润率	21%	24%	23%	21%	22%	23%
净利率	18%	20%	20%	20%	20%	21%
净资产收益率	9%	8%	7%	8%	8%	9%
投入资本回报率	7%	5%	4%	4%	4%	5%
<b>同比增长率 (%)</b>						
营业总收入	12%	15%	1%	27%	21%	22%
营业毛利	21%	16%	-8%	22%	16%	27%
营业利润	30%	20%	-18%	38%	22%	38%
折旧前净利	27%	18%	-4%	48%	34%	34%
税前利润总额	12%	28%	-3%	18%	26%	26%
净利润	13%	26%	3%	26%	21%	31%
<b>收益评估 (CNY\$)</b>						
每股营业收入	0.77	0.86	0.72	0.91	1.09	1.32
每股折旧前净利	0.14	0.17	0.11	0.16	0.19	0.26
每股利润	0.14	0.17	0.15	0.18	0.22	0.28
每股账面净值	1.62	2.50	2.54	3.15	3.81	4.51
每股经营现金流量	0.23	(0.34)	0.24	0.21	0.32	0.43
每股自由现金流量	0.03	(0.52)	(0.34)	(0.40)	(0.28)	(0.17)
<b>资产负债表</b>						
单位 (10 亿美元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
货币资金	0.57	0.78	0.74	0.81	1.06	1.44

应收票据及应收账款	0.16	0.19	0.19	0.24	0.29	0.36
存货	0.12	0.13	0.14	0.18	0.22	0.26
其他流动资产	0.01	0.68	0.69	0.87	1.06	1.29
<b>流动资产合计</b>	<b>0.85</b>	<b>1.77</b>	<b>1.75</b>	<b>2.10</b>	<b>2.63</b>	<b>3.34</b>
固定资产	0.93	1.00	1.62	2.20	2.68	3.06
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>1.22</b>	<b>1.30</b>	<b>1.92</b>	<b>2.50</b>	<b>2.98</b>	<b>3.36</b>
<b>资产总计</b>	<b>2.08</b>	<b>3.08</b>	<b>3.68</b>	<b>4.61</b>	<b>5.61</b>	<b>6.71</b>
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	0.12	0.14	0.17
其他流动负债	0.20	0.24	0.24	0.31	0.37	0.45
<b>流动负债合计</b>	<b>0.34</b>	<b>0.33</b>	<b>0.34</b>	<b>0.43</b>	<b>0.52</b>	<b>0.63</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.05</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>
<b>负债合计</b>	<b>0.38</b>	<b>0.37</b>	<b>0.38</b>	<b>0.47</b>	<b>0.57</b>	<b>0.67</b>
实收资本(或股本)	1.55	1.96	2.43	2.62	2.82	3.02
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	0.51	0.72	1.01
少数股东权益	0.00	0.54	0.54	1.00	1.50	2.00
<b>所有者权益合计</b>	<b>1.70</b>	<b>2.70</b>	<b>3.30</b>	<b>4.13</b>	<b>5.05</b>	<b>6.03</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2.08</b>	<b>3.08</b>	<b>3.68</b>	<b>4.61</b>	<b>5.61</b>	<b>6.71</b>
<b>流动资产比率(x)</b>						
净营运资本	1	1	2	2	3	3
流动比率	29.1	38.3	61.9	84.0	102.3	116.8
速动比	28.7	12.3	35.7	50.7	62.0	67.7
现金比率	5.0	7.2	7.2	9.2	11.1	13.5
<b>资本总额比率(%)</b>						
负债比率	2%	1%	1%	1%	1%	0%
所有者权益比率	98%	79%	83%	75%	70%	67%
债务股本比	2%	26%	20%	33%	43%	50%
净债务股本比	Net Cash					
<b>经营比率(x)</b>						
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	0.5	0.5	0.6
总资产周转率(x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>现金流量表</b>						
<b>单位(10亿美元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
净利润	0.15	0.18	0.19	0.24	0.29	0.38
折旧费用	0.10	0.12	0.14	0.22	0.32	0.42
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	-0.01	-0.19	-0.18	-0.23
<b>经营活动现金净流</b>	<b>0.24</b>	<b>-0.37</b>	<b>0.32</b>	<b>0.27</b>	<b>0.42</b>	<b>0.57</b>
资本开支	-0.19	-0.19	-0.76	-0.80	-0.80	-0.80
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-0.21</b>	<b>-0.19</b>	<b>-0.76</b>	<b>-0.80</b>	<b>-0.80</b>	<b>-0.80</b>
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	0.40	0.60	0.62	0.61
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>0.07</b>	<b>0.77</b>	<b>0.40</b>	<b>0.60</b>	<b>0.62</b>	<b>0.61</b>
<b>现金净流量</b>	<b>0.10</b>	<b>0.21</b>	<b>-0.04</b>	<b>0.07</b>	<b>0.25</b>	<b>0.38</b>
<b>自由现金净流量</b>	<b>0.04</b>	<b>-0.56</b>	<b>-0.44</b>	<b>-0.53</b>	<b>-0.38</b>	<b>-0.23</b>

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, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 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