

## 2019 年需求面无忧，然供给端受限或致增速放缓

### ——华虹半导体 (1347.HK) 2018Q4 季报点评

海外公司简报

◆营收及毛利率表现基本符合预期，非经营性收益导致净利润小幅超预期  
4Q18 公司实现营收 2.491 亿美元，同比增长 14.8%，环比增长 3.3%，与彭博一致预期的 2.504 亿基本吻合。毛利率为 34.0%，同比上升 0.3 个百分点，环比持平，与彭博一致预期吻合。实现归母净利润 0.49 亿美元，同比增长 18%，净利率同比提升 0.4 个百分点至 19.5%；合 EPS 为 0.042 美元，同比上升 0.002 美元，较彭博一致预期的 0.040 美元高约 5%。

#### ◆4Q18 晶圆出货量持平，ASP 恢复健康增长

4Q18 晶圆出货量同比上升 6%，环比基本持平，产能利用率回落至 96.7%，分析主要由于产能如期扩张以及晶圆厂年度维护共同导致；晶圆 ASP 同比上升 8%，环比上升 3%，主要由于部分产品售价上升以及产品组合优化。

#### ◆2019 年需求面维持紧俏，然供给端受限或导致业绩增速放缓

从需求端来看，综合银行卡供应链份额潜在提升幅度、MCU 及分立器件的旺盛需求，仍将支撑公司 2019 年产能需求面维持紧俏。从供给端来看，公司规划 19 年 8 寸扩产 10K，然而考虑到 8 寸机台稀缺性，预计扩产进程或因此推迟，产能供给不足将成为其 8 寸销售额扩张的核心限制因素。结合 12 寸厂规划于 4Q19 量产，当期营收贡献有限，我们预计公司 19 年整体营收增速将由 18 年的 15% 回落至 10% 左右。受一次性大额收益影响，18 年净利润基数大幅抬升，我们预计 19 年净利润增速回落至高个位数水平。

#### ◆由稳定盈利进入快速扩张阶段，或驱动其估值体系切换

12 寸厂投产后将打破既有产能瓶颈，打开未来上升空间；伴随其产能释放，预计 20 年营收增速有望显著加快，且 21-22 年仍将维持双位数成长；然而新厂存在大额折旧压力及产能爬坡过程，我们预计 19-21 年 12 寸净利润贡献基本为零甚至存在小幅亏损风险。2019 年起公司由纯粹 8 寸厂的稳定盈利阶段进入新建 12 寸的快速扩张阶段，或将带来其估值体系切换。

#### ◆估值与评级

鉴于公司 8 寸产能受限，下调 19-20 年 EPS 预测 11%/15% 至 0.15/0.16 美元。由于行业步入周期性调整阶段不利于其估值提升，参考其历史 PB 估值区间 (0.7-2.0 倍)，认为给予 19 年 1.4 倍 PB (对应 19 年 17 倍 PE) 为合理估值水平，下调目标价至 20 元港币；公司 8 寸经营表现有望继续优于同业，同时扩产 12 寸打开未来成长空间，维持“买入”评级。

◆风险提示：中国区晶圆代工竞争加剧；产品结构改善不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入 (百万美元)	721.4	808.1	930.3	1,020.0	1,277.4
净利润 (百万美元)	128.8	145.3	182.9	196.0	208.4
EPS (美元)	0.12	0.14	0.17	0.15	0.16
每股净资产 (美元)	1.44	1.64	2.02	1.85	1.97
P/E	18	16	13	14	14
P/B	1.5	1.3	1.1	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 31 日；表中 2018 年财务数据来自公司未经审计的公告数据

## 买入 (维持)

当前股价/目标价：17/20 港元

### 分析师

付天姿 (执业证书编号：S0930517040002)

CFA · FRM

021-52523692

[futz@ebsec.com](mailto:futz@ebsec.com)

### 联系人

吴柳燕

021-52523690

[wuliuyan@ebsec.com](mailto:wuliuyan@ebsec.com)

### 市场数据

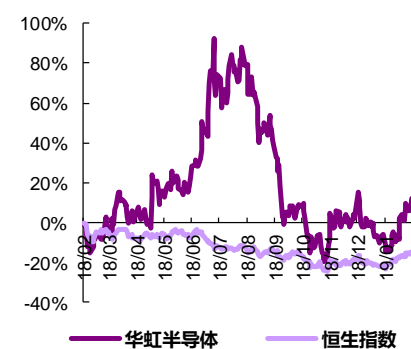
总股本(亿股)：12.84

总市值(亿元)：222.89

一年最低/最高(元)：12.12/30.6

近 3 月换手率：53.0%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	15.5	77.9	29.3
绝对	26.7	88.5	14.9

资料来源：Wind

### 相关研报

供不应求基本面不变，等待扩产催化业绩释放 ..... 2018-11-09  
 稳守 8 寸把握确定性，布局 12 寸实现成长性 ..... 2018-08-10

## 附录

**表 1: 损益表**

(单位: 百万美元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	721	808	930	1,020	1,277
营业成本	(501)	(541)	(619)	(686)	(928)
毛利	220	267	311	334	349
其它收入	29	7	29	38	69
营业开支	(104)	(116)	(122)	(141)	(175)
营业利润	145	158	218	231	243
财务成本净额	1	5	3	7	6
应占利润及亏损	7	10	(1)	(1)	3
税前利润	153	172	221	237	251
所得税开支	(25)	(27)	(35)	(38)	(40)
税后经营利润	129	145	185	199	211
少数股东权益	0	0	(2)	(3)	(3)
净利润	129	145	183	196	208
息税折旧前利润	223	273	353	371	393
息税前利润	138	168	210	223	239
每股收益 (元)	0.12	0.14	0.17	0.15	0.16
每股股息 (元)	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

**表 2: 资产负债表**

(单位: 百万美元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	1,827	2,078	2,836	3,389	3,777
<b>流动资产</b>	715	853	1,560	2,079	2,435
现金及短期投资	467	568	1,201	1,683	1,922
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	119	118	156	171	214
存货	95	116	145	160	217
其它流动资产	33	51	59	65	82
<b>非流动资产</b>	1,112	1,225	1,276	1,311	1,342
长期投资	45	58	57	57	58
固定资产净额	635	714	755	778	798
其他非流动资产	432	453	464	476	486
<b>总负债</b>	338	383	668	1,009	1,245
<b>流动负债</b>	238	337	276	295	360
应付账款	74	79	87	96	130
短期借贷	2	61	0	0	0
其它流动负债	162	197	189	199	230
<b>长期负债</b>	100	46	393	714	885
长期债务	91	32	381	702	872
其它	9	14	12	12	13
<b>股东权益合计</b>	1,489	1,695	2,168	2,381	2,532
股东权益	1,489	1,695	2,165	2,376	2,525
少数股东权益	0	0	2	5	8
<b>负债及股东权益总额</b>	1,827	2,078	2,836	3,389	3,777
净现金/(负债)	365	461	808	969	1,038
营运资本	140	155	214	235	301
长期可运用资本	1,589	1,741	2,561	3,095	3,417
股东及少数股东权益	1,489	1,695	2,168	2,381	2,532

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 现金流量表

(单位: 百万美元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	212	258	241	316	301
净利润	129	145	183	196	208
折旧与摊销	85	105	142	148	154
营运资本变动	(426)	(434)	(59)	(21)	(66)
其它	424	442	(25)	(7)	5
<b>投资活动现金流</b>	(233)	(197)	(188)	(176)	(178)
资本性支出净额	(173)	(138)	(204)	(184)	(184)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(4)	(12)	1	1	(1)
其它资产变化	(57)	(46)	16	7	7
<b>自由现金流</b>	(43)	34	(77)	42	(127)
<b>融资活动现金流</b>	(125)	(41)	579	342	116
股本变动	0	3	328	70	0
净债务变化	(88)	0	288	321	170
派发红利	(36)	(40)	(41)	(56)	(60)
其它长期负债变化	(1)	(4)	3	7	6
<b>净现金流</b>	(147)	20	633	482	239

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。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。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

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、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
		王涵洲		18601076781