

买入 (上调)

1347.HK 华虹半导体

港股通 (沪、深)

目标价: 57.23 港元

现价: 49.25 港元

## 把握汽车电子景气周期, 12寸厂加速扩产

2021年1月21日

预期升幅: 18.01%

## 主要财务指标 (GAAP)

## 市场数据

日期	2021-01-20
收盘价(港元)	49.25
总股数(百万)	1,295
总市值(亿港元)	639
净资产(百万美元)	2,369
总资产(百万美元)	4,023
每股净资产(美元)	1.83

数据来源: Wind

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万美元)	933	959	1,279	1,488
同比增长	0.2%	2.8%	33.4%	16.3%
归母净利润(百万美元)	162	82	123	167
同比增长	-11.4%	-49.6%	50.4%	35.9%
毛利率	30.3%	22.3%	25.9%	29.0%
净利率	16.6%	7.7%	9.0%	10.7%
净资产收益率	5.0%	3.5%	4.9%	6.2%
基本每股收益(美元)	0.13	0.06	0.10	0.13
每股经营现金流(美元)	0.13	0.33	0.35	0.49

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院预测

## 相关报告

《营收超指引, 产能满载对冲折旧费用》-2020.11.13

《8寸产能满载, 无锡厂加速折旧》-2020.08.11

《8寸晶圆代工即将开启新一轮涨价周期》-2020.08.10

《需求驱动无锡厂加速建设, 盈利拐点或提前到来》-2020.08.02

《营收符合指引, 折旧影响盈利能力》-2020.05.16

## 海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SAC: S0190519080002

SFC: BPL829

联系人:

李佳勋

lijiaxun@xyzq.com.cn

SAC: S0190120070139

## 投资要点

- **汽车电子需求回暖下功率器件及 CIS 供不应求, 8寸产能迎来景气周期。**目前3座8寸厂产能利用率达100-110%。我们判断, 伴随新能源车价格不断下探, 汽车电子部件或充分受益新能源汽车销量提升(未来5年CAGR超30%)及单车半导体价值量增长(摄像头增长4倍、功率器件增长10倍)。我们预计21年8寸厂有望持续满载, 今年8寸整体毛利率或回升至30%。同时3厂尚有2万片/月扩产空间(可做功率器件, 设备资本开支约7000万), 扩产后8寸整体每年或有5000万美元设备维护资本开支, 每年折旧摊销预计在1.3亿美元水平。
- **无锡厂21年底拟加速布建至6.5万片/月产能, 8万片全部扩产后营收有望翻倍。**根据我们调研, 无锡12寸厂目前月产能已达1.5万片, 其中CIS 11K/月(90nm前照式2MP为主), 嵌入式存储(主要SIM卡) 1K/月, 功率器件3K/月。目前公司智能卡、功率器件和CIS已交付客户, NOR预计21Q1出货, 电源管理21Q2出货, MCU尚未出货。公司预计年底扩至6.5万片/月, 预计21Q1 EBITDA平衡, 21H2盈亏平衡(2.5万片/月出货)。公司规划最终扩至8万片/月, 我们预计整体资本开支或达40亿美元(前4万片25亿, 后4万片15亿), 满产后预计每年折旧摊销5-6亿, 全部扩完后可贡献10亿美元年营收额(未来三年营收CAGR达15-20%)。
- **北水南下逐步掌握定价权, 公司作为晶圆代工头部公司有望打开估值空间。**截至1月19日, 港股通占公司自由流通股本约33%, 占港股总股数11%。伴随北水南下, 内地投资者已逐步掌握港股优质资产定价权; 同时公司前四大股东(均有国字背景)亦掌握6成股权。目前A股半导体头部制造公司华润微PB(MRQ) 8.1, 公司目前PB估值仅为3.5倍。我们认为公司作为国内特色工艺代工龙头估值仍有提升空间。
- **投资建议:**短期来看, 8寸产能紧俏下ASP尚有提升空间; 同时无锡12寸厂在行业高景气度下利用率有望持续攀升, 或熨平折旧影响。长期来看, 新厂扩建后公司产品组合优化及规模效应下盈利能力或显著提升, 毛利率有望上探35%。我们上调公司21/22年营收预测至12.8/14.9亿美元, 较此前预测提升8.4%/15.5%; 净利润预测至1.23/1.67亿美元, 较此前预测提升4.2%/3.7%, 每股净资产1.83/1.94/2.09美元。我们结合公司21年的预测每股净资产以及3.8倍PB估值水平, 上调目标价59%至57.23港元, 并提升至“买入”评级。

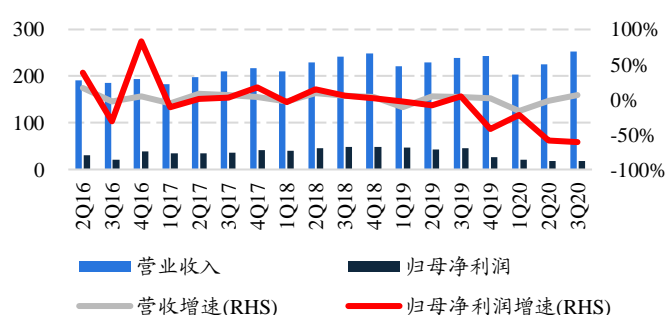
风险提示: 需求景气度不及预期; 无锡厂产能爬坡不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

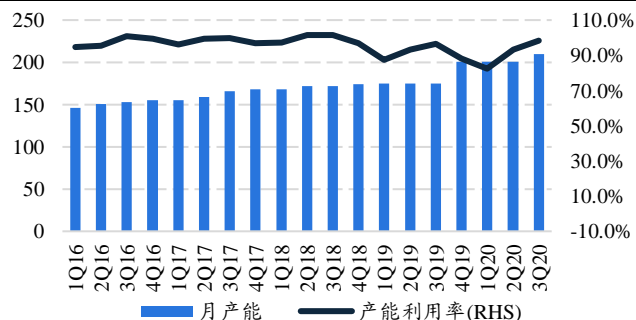
报告正文

汽车电子需求回暖下功率器件及 CIS 供不应求，8 寸产能迎来景气周期。目前 3 座 8 寸厂产能利用率达 100-110%。我们判断，伴随新能源车价格不断下探，汽车电子部件或充分受益新能源汽车销量提升（未来 5 年 CAGR 超 30%）及单车半导体价值量增长（摄像头增长 4 倍、功率器件增长 10 倍）。我们预计 21 年 8 寸厂有望持续满载，今年 8 寸整体毛利率或回升至 30%。同时 3 厂尚有 2 万片/月扩产空间（可做功率器件，设备资本开支约 7000 万），扩产后 8 寸整体每年或有 5000 万美元设备维护资本开支，每年折旧摊销预计在 1.3 亿美元水平。

图表1、 华虹半导体季度营收及净利 (百万美元)



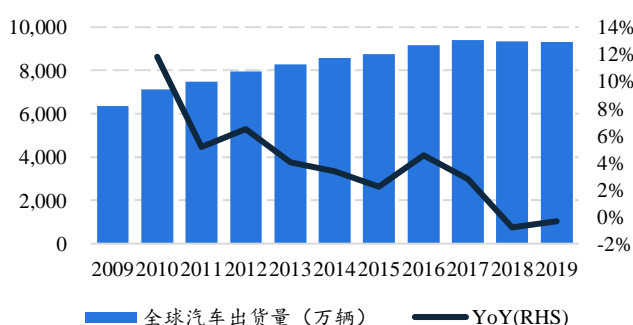
图表2、 华虹半导体产能及利用率 (千片/月)



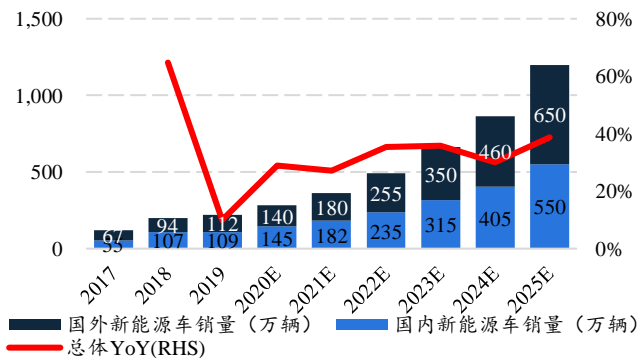
资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

图表3、 全球汽车销量 (万辆)



图表4、 全球新能源车销量 (万台)



资料来源：乘联会，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：EVTank，兴业证券经济与金融研究院整理

图表5、 2019-2025 年单车半导体器件用量对比

	2019 年人工驾驶燃油车	2025 年 L5 无人驾驶电动车
摄像头	2-4 单位	8-10 单位
传感器	6 单位	10 单位
激光雷达	无	每单位 2000 美金, 2 单位
雷达传感器	2 单位	10 单位
视觉传感器	10-12 单位	30-32 单位
射频功率放大器 IC	1 单位	16 单位
功率器件	18 单位 MOSFET 晶体管	250 单位 MSOFET
多层陶瓷电容器	2.5K	13K
电源管理	20-30 单位	100-150 单位
每单位半导体价值	USD ¥ 300-500	USD ¥ 5000

资料来源：Infineon，兴业证券经济与金融研究院整理

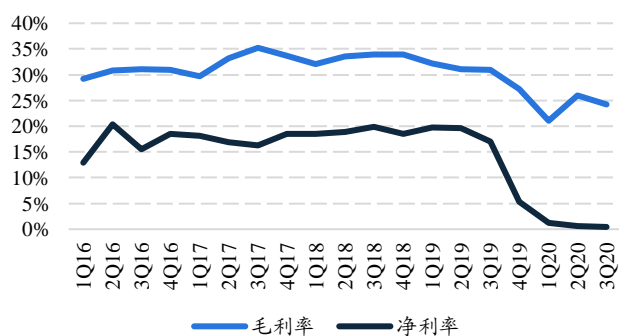
无锡厂 21 年底拟加速布建至 6.5 万片/月产能，8 万片全部扩产后营收有望翻倍。根据我们调研，无锡 12 寸厂目前月产能已达 1.5 万片，其中 CIS 11K/月（90nm 前照式 2MP 为主），嵌入式存储（主要 SIM 卡）1K/月，功率器件 3K/月。目前公司智能卡、功率器件和 CIS 已交付客户，NOR 预计 21Q1 出货，电源管理 21Q2 出货，MCU 尚未出货。公司预计年底扩至 6.5 万片/月，预计 21Q1 EBITDA 平衡，21H2 盈亏平衡。公司规划最终扩至 8 万片/月，我们预计整体资本开支或达 40 亿美元（前 4 万片 25 亿，后 4 万片 15 亿），满产后预计每年折旧摊销 5-6 亿，全部扩完后可贡献 10 亿美元年营收额（未来三年营收 CAGR 达 15-20%）。

图表6、 华虹半导体产能分布及利用率

尺寸	晶圆厂	技术节点	代表性应用	产能 (千片/月, 8寸当量)			
				2017	2018	2019	20Q3
8寸	1号晶圆厂 (上海)	1μm/0.8μm/0.5μm/0.45μm/0.35μm/0.25μm/0.18μm/0.13μm	智能卡、模拟IC、PMIC、功率器件、传感器	63	65	65	65
8寸	2号晶圆厂 (上海)	0.35μm	功率器件	57	59	60	60
8寸	3号晶圆厂 (上海)	0.25μm/0.22μm/0.20μm/0.18μm/0.162μm/0.153μm/0.15μm/0.14μm/0.13μm/0.115μm/0.11μm/90nm	微控制器、智能卡、音响产品、蓝牙、FM调频器、USB相关产品、计算机周边设备、传	48	50	53	53
12寸	7号晶圆厂 (无锡)	90-65/55nm	智能卡、CIS、MCU、功率器件、BCD、NOR Flash等。	-	-	10	14
合计				168	174	188	210
付运晶圆				1869	2016	1974	577
产能利用率				98.10%	99.20%	91.20%	95.80%

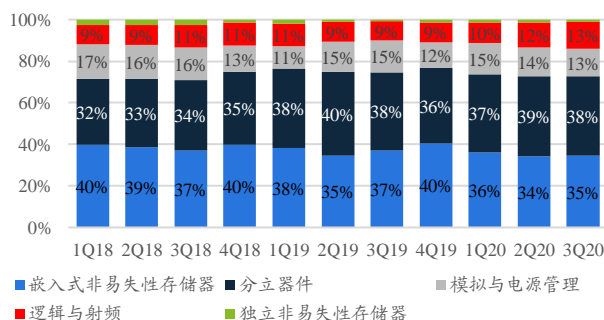
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表7、 华虹半导体季度利润率



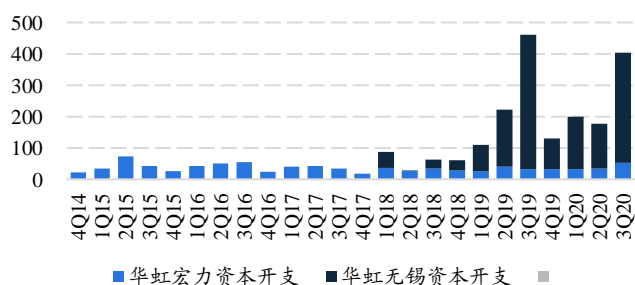
资料来源: 公司季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表8、 华虹半导体营收拆分 (按技术类型)



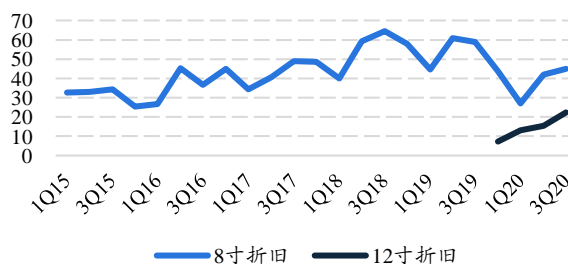
资料来源: 公司季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表9、 华虹半导体资本开支 (百万美元)



资料来源: 公司季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

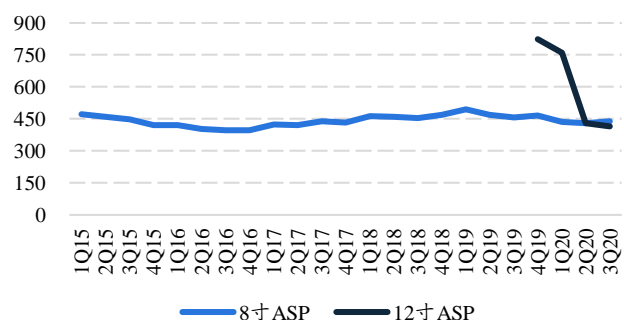
图表10、 华虹半导体折旧 (百万美元)



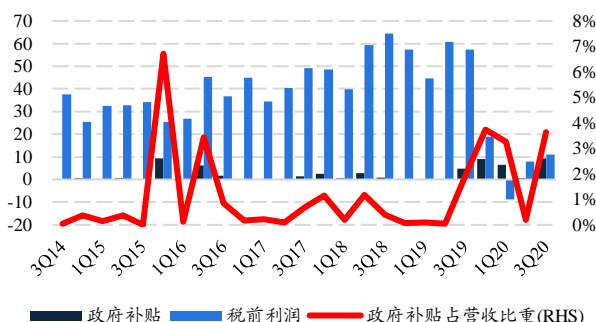
资料来源: 公司季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表11、 华虹半导体 ASP (8寸当量, 美元/片)



图表12、 华虹半导体政府补贴 (百万美元)

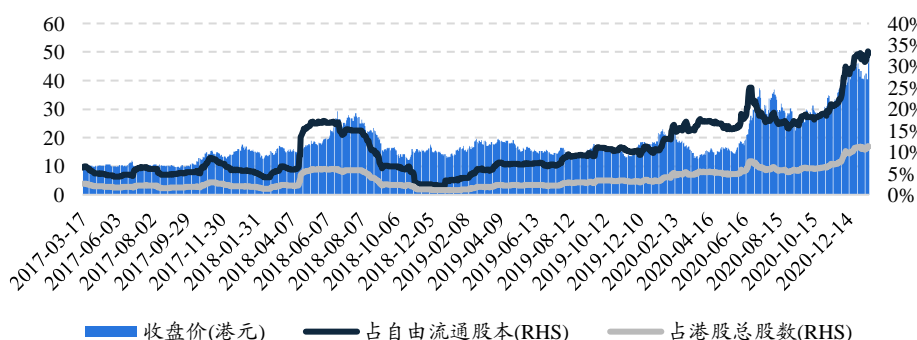


资料来源: 公司季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

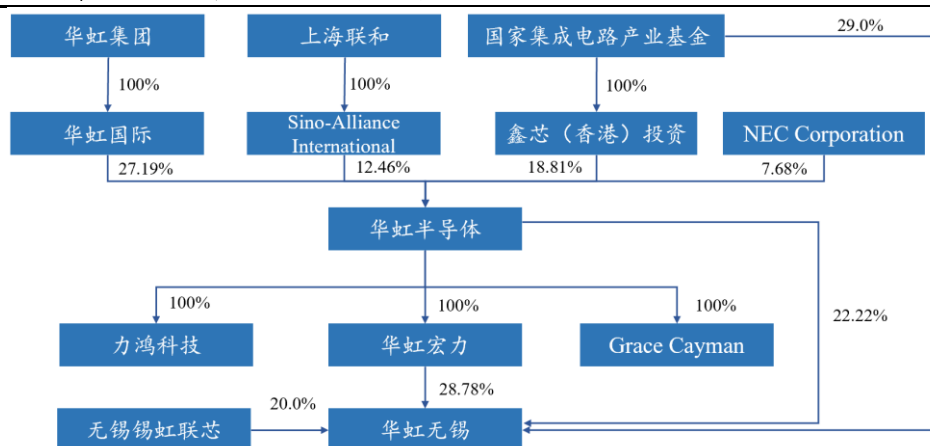
北水南下逐步掌握定价权, 公司作为晶圆代工头部公司有望打开估值空间。截至1月19日, 港股通占公司自由流通股本约33%, 占港股总股数11%。伴随北水南下, 内地投资者已逐步掌握港股优质资产定价权; 同时公司前四大股东(均有国字背景)亦掌握6成股权。目前A股半导体头部制造公司华润微PB(MRQ)8.1, 公司目前PB估值仅为3.5倍。公司作为国内特色工艺代工龙头估值仍有提升空间。

图表13、 华虹半导体港股通持股比例 (截至 2021.01.19)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表14、 公司股权结构图 (截至 2020.06.30)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**投资建议:** 短期来看, 8寸产能紧俏下 ASP 尚有提升空间; 同时无锡 12寸厂在行业高景气度下利用率有望持续攀升, 或熨平折旧影响。长期来看, 新厂扩建后公司产品组合优化及规模效应下盈利能力或显著提升, 毛利率有望上探 35%。我们上调公司 21/22 年营收预测至 12.8/14.9 亿美元, 较此前预测提升 8.4%/15.5%; 净利润预测至 1.23/1.67 亿美元, 较此前预测提升 4.2%/3.7%, 每股净资产 1.83/1.94/2.09 美元。我们结合公司 21 年的预测每股净资产以及 3.8 倍 PB 估值水平, 上调目标价 59% 至 57.23 港元, 并提升至“买入”评级。

**风险提示:** 需求景气度不及预期; 无锡厂产能爬坡不及预期

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,497</b>	<b>1,069</b>	<b>852</b>	<b>1,268</b>	<b>营业收入</b>	<b>933</b>	<b>959</b>	<b>1,279</b>	<b>1,488</b>
货币资金	476	620	265	476	营业成本	-650	-745	-948	-1,057
应收账款	165	144	192	223	<b>毛利</b>	<b>282</b>	<b>214</b>	<b>331</b>	<b>431</b>
存货	142	224	284	317	销售费用	-9	-10	-13	-13
其他	713	82	111	252	管理费用	-170	-173	-230	-268
<b>非流动资产</b>	<b>2,117</b>	<b>3,334</b>	<b>4,609</b>	<b>4,683</b>	研发支出	0	0	0	0
固定资产	1,558	2,698	3,934	3,976	财务费用	-1	-18	-43	-46
无形资产	13	35	49	58	其他	79	73	88	82
长期股权投资	281	281	303	322	<b>税前利润</b>	<b>182</b>	<b>86</b>	<b>134</b>	<b>186</b>
其他	264	298	304	304	所得税	-27	-12	-19	-26
<b>资产总计</b>	<b>3,613</b>	<b>4,403</b>	<b>5,462</b>	<b>5,951</b>	<b>净利润</b>	<b>155</b>	<b>74</b>	<b>115</b>	<b>160</b>
<b>流动负债</b>	<b>475</b>	<b>666</b>	<b>688</b>	<b>895</b>	少数股东损益	-7	-8	-8	-7
短期借款	4	74	4	4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>162</b>	<b>82</b>	<b>123</b>	<b>167</b>
应付账款	86	98	112	142	<b>EPS(元)</b>	<b>0.13</b>	<b>0.06</b>	<b>0.10</b>	<b>0.13</b>
其他	385	494	572	748					
<b>非流动负债</b>	<b>55</b>	<b>542</b>	<b>1,444</b>	<b>1,546</b>					
长期借款	22	522	1,422	1,522					
其他	34	20	22	25					
<b>负债合计</b>	<b>531</b>	<b>1,208</b>	<b>2,132</b>	<b>2,441</b>					
股本	1,966	1,974	1,974	1,974					
储备	195	279	391	534					
归母权益	2,245	2,365	2,508	2,695					
少数股东权益	837	830	822	815					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,083</b>	<b>3,195</b>	<b>3,330</b>	<b>3,510</b>					
<b>负债及权益合计</b>	<b>3,613</b>	<b>4,403</b>	<b>5,462</b>	<b>5,951</b>					

主要财务比率				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	0.2%	2.8%	33.4%	16.3%
税前利润增长率	-18%	-53%	55%	39%
净利润增长率	-16%	-52%	55.1%	39.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	30.3%	22.3%	25.9%	29.0%
净利率	16.6%	7.7%	9.0%	10.7%
ROE	5.0%	3.5%	4.9%	6.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	14.7%	27.4%	39.0%	41.0%
流动比率	3.15	1.60	1.24	1.42
速动比率	2.85	1.27	0.83	1.06
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	0.26	0.22	0.23	0.25
应收帐款周转率	5.65	6.67	6.67	6.67
<b>每股资料(美元)</b>				
每股收益	0.13	0.06	0.10	0.13
每股经营现金	0.13	0.33	0.35	0.49
每股净资产	1.74	1.83	1.94	2.09
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	49.7	98.7	65.6	48.3
PB	3.59	3.43	3.22	3.00

现金流量表				
单位:百万美元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	182	86	134	186
折旧和摊销	126	235	428	528
其他	-145	106	-109	-86
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>163</b>	<b>428</b>	<b>453</b>	<b>628</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-723</b>	<b>-893</b>	<b>-1,657</b>	<b>-537</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>263</b>	<b>578</b>	<b>830</b>	<b>100</b>
现金净变动	-301	143	-355	211
现金的期初余额	777	476	620	265
现金的期末余额	476	620	265	476



**分析师声明**

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**投资评级说明**

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**信息披露**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**有关财务权益及商务关系的披露**

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

**使用本研究报告的风险提示及法律声明**

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

**特别声明**

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。