

【广发海外】华虹半导体(01347.HK)

8 寸景气上行, 12 寸持续扩张

核心观点:

- **看好 21 年 8 英寸晶圆代工产业持续景气。**本轮 8 英寸产业景气上行核心逻辑与上一轮 (3Q16-2Q18) 背景相似, 皆因需求回暖下产业并无明显新增产能所致, 鉴于 21 年下游需求大概率将呈复苏基调, 8 英寸产能紧缺或将持续加剧。中长期维度, 公司亦受益电动车智能化与物联网的持续渗透, 对应无锡新厂产能爬坡或优于预期, 同时公司或将于未来两年持续扩充无锡新厂产能。
- **估值性价比仍佳, “以时间换空间”为后续投资逻辑。**当前公司股价已由“南下资金”主导, 整体估值 (1.9 倍 PB, LF, 考虑科创板回归预期) 虽已达历史高位 (1.7-1.8 倍 PB, LF), 然相对大陆 8 英寸上市公司而言, 公司性价比仍佳。鉴于本轮景气上行较高的能见度, 我们认为公司后续将演绎“以时间换空间”投资逻辑。
- **上调至“买入”评级。**鉴于当前产能紧缺及后续景气度仍将上行, 我们认为 8 英寸代工产业于 1 月份可望涨价 5-10%, 同时 12 英寸部分节点或将商议涨价 (产业缺货持续, 智能机、汽车于服务器等终端需求同比迎来低基数效应增长)。我们预测公司 20/21 年归母净利润分别为 0.84/0.48 亿美元。参考本轮景气周期中联电 (2.7 倍 PB, LF)、世界先进 (6.3 倍 PB, LF) 的估值水平, 我们以 2.7 倍 PB (考虑科创板回归, 定价基础参考中芯国际, 对应 21 末归母净资产) 作为公司合理价值判断的基础。综上, 公司合理价值为 58.3 港元/股, 上调至“买入”评级。
- **风险提示。**全球宏观不及预期的风险, 无锡厂折旧政策不确定性风险。

盈利预测:

单位: 美元

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	930	933	954	1169	1288
增长率 (%)	15.1	0.2	2.3	22.4	10.2
EBITDA (百万元)	322	294	237	271	302
归母净利润 (百万元)	183	162	84	48	27
增长率 (%)	26.1	-11.4	-48.0	-43.7	-42.4
EPS (元/股)	0.143	0.126	0.065	0.037	0.021
市盈率 (P/E)	17.1	18.1	79.8	141.7	246.1
市净率 (P/B)	1.45	1.30	2.92	2.86	2.83
ROE (%)	9.5	7.4	3.7	2.0	1.1
EV/EBITDA	5.3	6.7	27.9	26.4	25.0

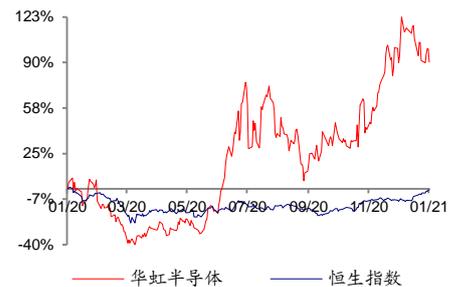
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 (备注: 美元兑人民币/港币汇率为 6.61/7.75)

公司评级

买入

当前价格	40.45 港元
合理价值	58.3 港元
前次评级	持有
报告日期	2021-01-17

相对市场表现



分析师:

蒲得宇



SAC 执证号: S0260519030002

SFC CE No. BNO719



852-37602085



jeffpu@gfgroup.com.hk

分析师:

张晓飞



SAC 执证号: S0260519010005

SFC CE No. BND704



021-38003636



zhangxiaofei@gf.com.cn

相关研究:

- 【广发海外】华虹半导体 2020-11-11
(01347.HK): 受益 8 英寸紧缺, 然折旧加大为主要逻辑
- 【广发海外】华虹半导体 2020-08-13
(01347.HK): 中期盈利前景面临挑战
- 【广发海外】华虹半导体 2020-05-18
(01347.HK): 复苏仍待时日

图表索引

图 1: 中芯国际 12" 产能爬坡对毛利率压制过程 (右轴单位: 千片, 8 英寸)	4
图 2: 主要 Foundry 厂商产能利用率变化状况	4
图 3: 主要 Foundry 厂商 ASP 变化状况 (单位: 美元/片, 等效 8 英寸)	5
图 4: 过往三年公司 PB (TTM)	7
表 1: 盈利预测调整表	3
表 2: 华虹半导体估值敏感性分析	3
表 3: 公司季度收入拆分及盈利预测	6
表 4: 可比公司估值 (股价为 2021 年 1 月 15 日收盘价)	8

一、公司经营数据

表 1: 盈利预测调整表

美元 (百万元)	2019	2020E		2021E		变动	
		调整前	调整后	调整前	调整后	2020E	2021E
营业收入	933	950	954	1129	1,169	0%	3%
毛利	282	222	223	234	242	0%	3%
营业利润	183	-3	-3	-60	-63	10%	5%
税前利润	193	0	-1	-60	-63	60%	5%
归母净利润	162	85	84	50	48	0%	-5%
EPS (美元)	0.13	0.06	0.06	0.04	0.04	0%	-5%
毛利率	30.3%	23.3%	23.3%	20.7%	20.7%		
营业利润率	19.6%	-0.3%	-0.3%	-5.3%	-5.4%		
税前利润率	20.7%	0.0%	-0.1%	-5.3%	-5.4%		
归母净利率	17.4%	8.9%	8.8%	4.4%	4.1%		

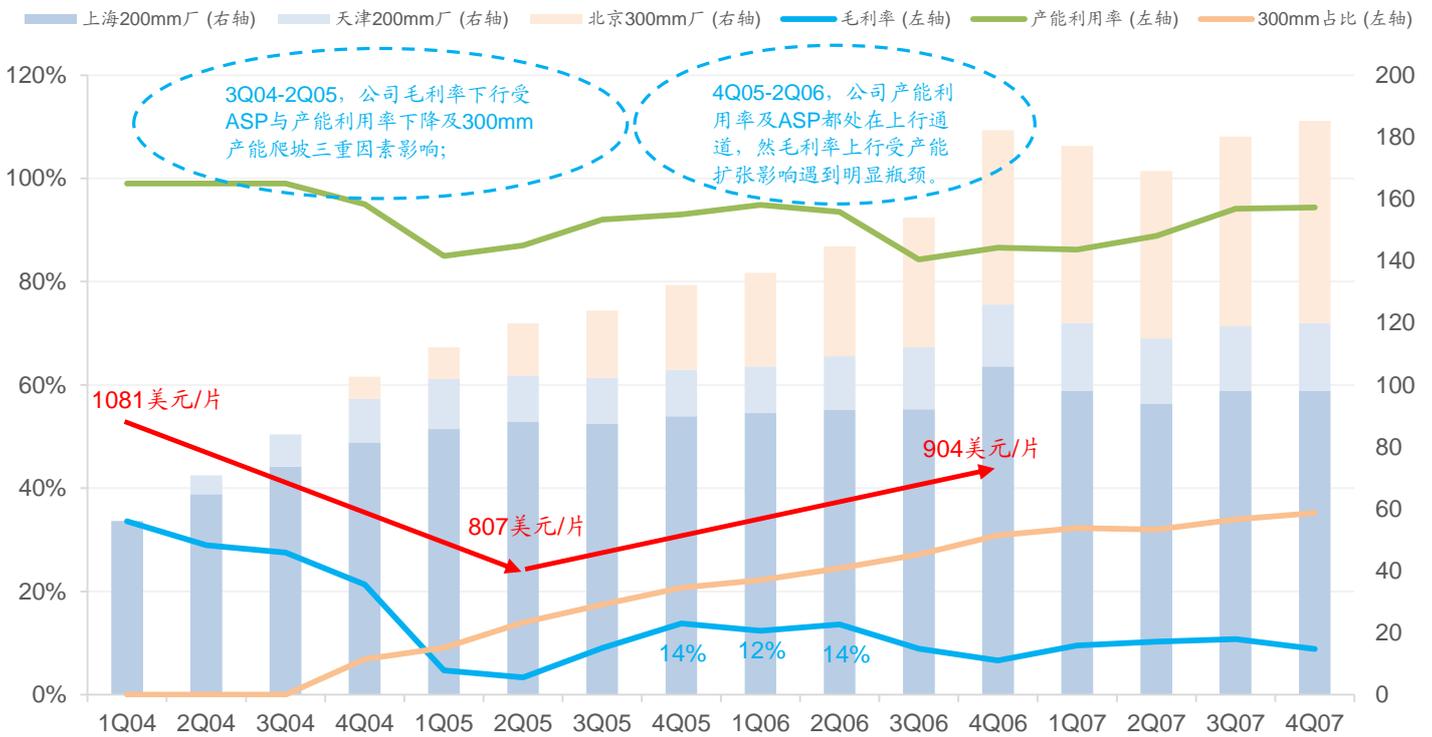
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 华虹半导体估值敏感性分析

发行 PB	科创板定价 (人民币, 元/股)	发行后 PB	发行后每股净资产 (港元/股)	1.0-3.0 倍 PB 对应港股价格区间 (人民币, 元/股)	2.0 倍 PB 对应股价 (人民币, 元/股)
2.5	30.3	1.92	18.5	18.5-55.4	36.9
2.6	31.5	1.97	18.7	18.7-56.2	37.5
2.7	32.7	2.01	19.0	19.0-57.1	38.0
2.8	33.9	2.06	19.3	19.3-57.9	28.6
2.9	35.1	2.10	19.6	19.6-58.8	39.2
3.0	36.3	2.14	19.9	19.9-59.6	39.8
3.1	37.5	2.18	20.2	20.2-60.5	40.3
3.2	38.7	2.22	20.4	20.4-61.3	40.9
3.3	39.9	2.26	20.7	20.7-62.2	41.5
3.4	41.2	2.30	21.0	21.0-63.0	42.0
3.5	42.4	2.33	21.3	21.3-63.9	42.6
3.6	43.6	2.37	21.6	21.6-64.7	43.2
3.7	44.8	2.40	21.9	21.9-65.6	43.7
3.8	46.0	2.44	22.1	22.1-66.4	44.3
3.9	47.2	2.47	22.4	22.4-67.3	44.9
4.0	48.4	2.50	22.7	22.7-68.1	45.4

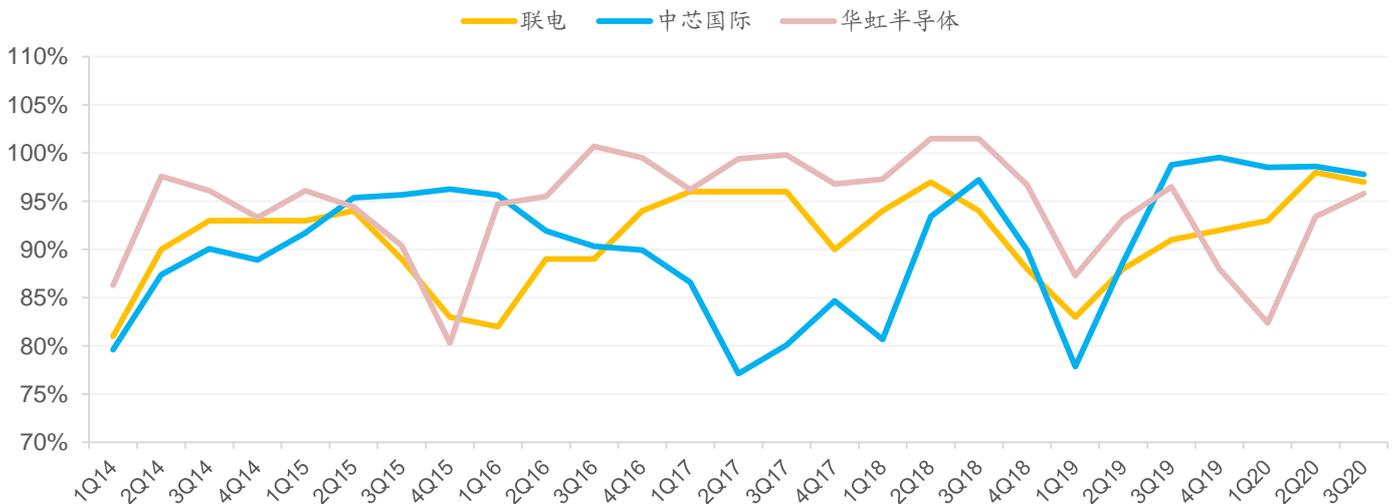
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (*橙色字体为中芯国际发行标准)

图 1: 中芯国际 12" 产能爬坡对毛利率压制过程 (右轴单位: 千片, 8 英寸)



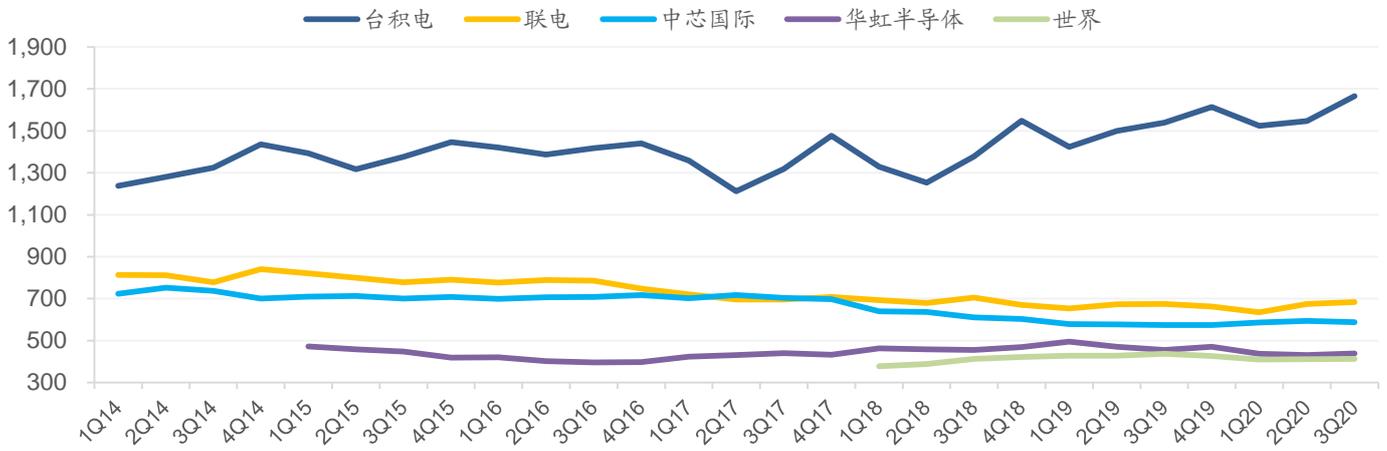
数据来源: 中芯国际财报, 广发证券发展研究中心

图 2: 主要 Foundry 厂商产能利用率变化状况



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 3: 主要 Foundry 厂商 ASP 变化状况 (单位: 美元/片, 等效 8 英寸)



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

二、盈利预测与估值

关键假设

产能：公司当前8英寸产能内部调整至满载，新接订单皆放入12英寸生产，故假设4Q20-4Q21公司8”产能环比保持不变，12”产能分别为20k/m、24k/m、28k/m、30k/m、33k/m；

产能利用率：基于公司内部产能规划及当前产业仍处上行周期，我们假设4Q20-4Q21公司8”产能利用率保持不变(皆为100%)；12”产能利用率分别为47.3%、52.3%、54.8%、57.3%、59.8%；

ASP：当前公司ASP改善主因产品结构改善，且公司当前专注12英寸产能爬坡，涨价与否或为次要考量，因此假设4Q20-4Q21公司总体ASP相较2Q20整体保持稳定；

光罩、探针卡及设计服务：公司包括光罩、探针卡及设计服务业务收入相对独立，故假设4Q20-4Q21此项业务收入占比保持稳定（3.4%）。

基于以上假设，我们预测公司20-21年收入如下表：

表 3：公司季度收入拆分及盈利预测

利润表(百万美元)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	2021E
营业收入	203	225	253	273	954	1169
营业成本	160	167	192	213	732	926
毛利润	43	59	61	60	223	242
营业费用	71	63	74	77	286	366
其他营业收入	17	8	19	16	60	60
营业利润	-11	4	6	-1	-3	-63
其他收入	3	4	5	-10	2	0
利润总额	-9	8	11	-11	-1	-63
所得税	-11	7	10	-5	0	-16
非经常性收益	0	0	0	0	0	0
净利润	3	1	1	-6	-1	-47
少数股东损益	-18	-17	-17	-34	-85	-95
归母净利润	20	18	18	29	84	48

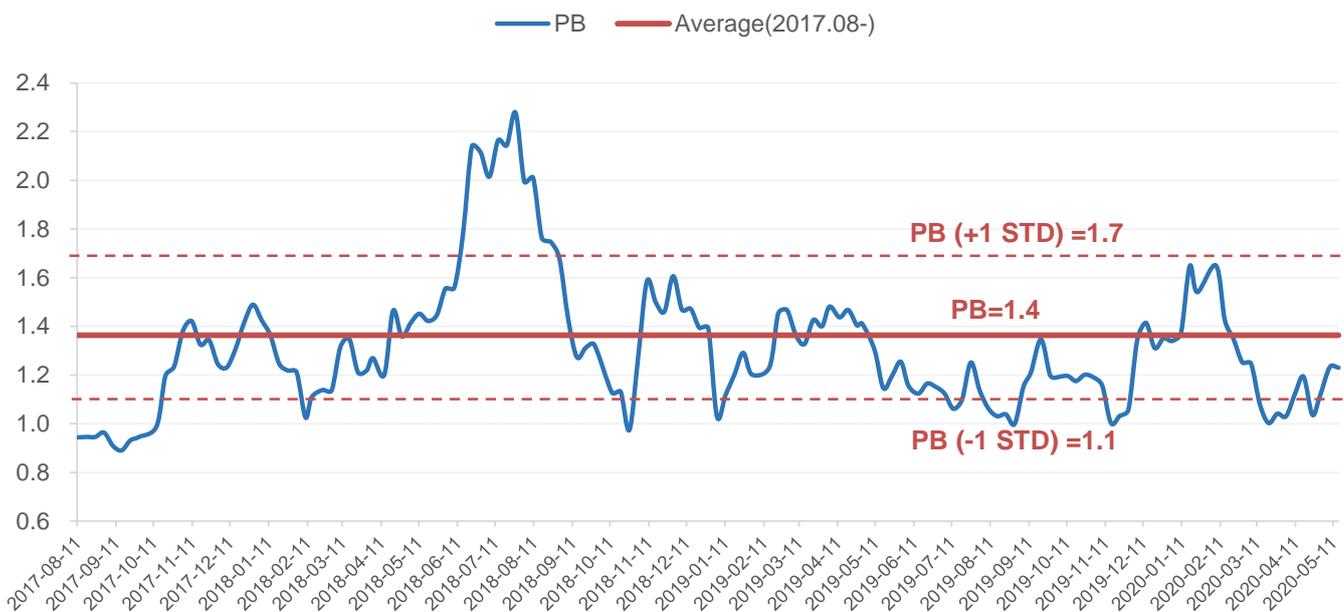
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

好21年8英寸晶圆代工产业持续景气。本轮8英寸产业景气上行核心逻辑与上一轮（3Q16-2Q18）背景相似，皆因需求回暖下产业并无明显新增产能所致，鉴于21年下游需求大概率将呈复苏基调，8英寸产能紧缺或将持续加剧。中长期维度，公司亦受益电动车智能化与物联网的持续渗透，对应无锡新厂产能爬坡或优于预期，同时公司或将于未来两年持续扩充无锡新厂产能。

估值性价比仍佳，“以时间换空间”为后续投资逻辑。当前公司股价已由“南下资金”主导，整体估值（1.9倍PB，LF，考虑科创板回归预期）虽已达历史高位（1.7-1.8倍PB，LF），然相对大陆8英寸上市公司而言，公司性价比仍佳。鉴于本轮景气上行较高的能见度，我们认为公司后续将演绎“以时间换空间”投资逻辑。

上调至“买入”评级。鉴于当前产能紧缺及后续景气度仍将上行，我们认为8英寸代工产业于1月份可望涨价5-10%，同时12英寸部分节点或将商议涨价（产业缺货持续，智能机、汽车于服务器等终端需求同比迎来低基数效应增长）。我们预测公司20/21年归母净利润分别为0.84/0.48亿美元。参考本轮景气周期中联电（2.7倍PB，LF）、世界先进（6.3倍PB，LF）的估值水平，我们以2.7倍PB（考虑科创板回归，定价基础参考中芯国际，对应21末归母净资产）作为公司合理价值判断的基础。综上，公司合理价值为58.3港元/股，上调至“买入”评级。

图 4：过往三年公司 PB (TTM)



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

表 4: 可比公司估值 (股价为 2021 年 1 月 15 日收盘价)

地区	证券代码	证券简称	股价(上市所在地币种)	EPS			PE			
				单位	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
香港	00981.HK	中芯国际	27.65	USD	0.03	0.03	0.04	129.46	130.99	85.29
台湾	2330.TW	台积电	601.00	TWD	13.16	16.27	18.45	45.66	36.94	32.58
	2303.TW	联电	48.75	TWD	0.70	0.84	1.15	69.70	58.33	42.55
	5347.TWO	世界	117.50	TWD	3.54	3.72	4.52	33.18	31.61	26.02
均值					-		-	69.50	64.47	46.61
香港	01347.HK	华虹半导体	40.45	USD	0.13	0.07	0.04	30.21	58.22	98.63
地区	证券代码	证券简称	股价(上市所在地币种)	BVPS			PB			
				单位	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
香港	00981.HK	中芯国际	22.45	USD	1.20	1.24	1.30	2.96	2.88	2.75
台湾	2330.TW	台积电	457.00	TWD	66.15	72.17	78.40	9.09	8.33	7.67
	2303.TW	联电	31.00	TWD	17.40	17.78	18.19	2.80	2.74	2.68
	5347.TWO	世界	98.30	TWD	18.40	19.16	20.15	6.38	6.13	5.83
均值					-	均值	-	5.31	5.02	4.73
香港	01347.HK	华虹半导体	29.65	USD	1.75	1.79	1.82	2.98	2.91	2.86

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (备注: 华虹半导体数据来自广发证券预测, 其余数据均来自彭博一致预期)

三、风险提示

- (一) 中美贸易格局改变的风险
- (二) 全球宏观经济不及预期的风险
- (三) 公司无锡项目折旧政策的不确定性风险
- (四) 无锡项目获得政府补助不及预期的风险

资产负债表

单位: 美元百万元

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,774	1,497	1,278	1,372	1,430
货币资金	777	476	300	300	300
应收及预付	200	288	231	288	320
存货	130	142	156	193	219
其他流动资产	667	591	591	591	591
非流动资产	1,304	2,117	2,880	3,367	3,704
长期股权投资	64	73	73	73	73
固定资产	773	1,558	2,322	2,809	3,145
在建工程	1	2	3	4	5
无形资产	10	88	88	88	88
其他长期资产	457	397	397	397	397
资产总计	3,078	3,613	4,158	4,739	5,134
流动负债	330	475	1,058	1,687	2,149
短期借款	4	6	682	1,223	1,625
应付及预收	79	86	97	120	134
其他流动负债	246	383	280	344	390
非流动负债	44	55	17	17	17
长期借款	26	38	0	0	0
应付债券	1	2	3	4	5
其他非流动负债	18	17	17	17	17
负债合计	374	531	1,076	1,704	2,166
股本	1,960	1,966	1,966	1,966	1,966
资本公积	35	0	0	0	0
留存收益	160	279	364	411	438
归属母公司股东权益	2,155	2,245	2,330	2,377	2,405
少数股东权益	549	837	752	657	563
负债和股东权益	3,078	3,613	4,158	4,739	5,134

现金流量表

单位: 美元百万元

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	274	163	214	305	358
净利润	183	162	-1	-47	-68
折旧摊销	119	129	237	313	363
营运资金变动	-15	-137	-50	-7	2
其它	-13	9	28	46	60
投资活动现金流	-717	-723	-1,018	-818	-718
资本支出	-230	-922	-1,000	-800	-700
投资变动	0	0	0	0	0
其他	2	200	-18	-18	-18
筹资活动现金流	865	263	627	513	360
现金净增加额	402	-301	-177	0	0
期初现金余额	375	777	476	300	300
期末现金余额	777	476	300	300	300

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力(%)					
营业收入增长	15.1	0.2	2.3	22.4	10.2
归属母公司净利润增长	26.1	-11.4	-48.0	-43.7	-42.4
获利能力(%)					
毛利率	33.4	30.3	23.3	20.7	20.0
净利率	19.7	17.4	8.8	4.1	2.1
ROE	9.5	7.4	3.7	2.0	1.1
ROIC	8.7	5.3	0.0	-0.8	-1.0
偿债能力					
资产负债率(%)	12.1	14.7	25.9	36.0	42.2
净负债比率	-52.3	-30.9	-4.5	13.3	27.2
流动比率	5.38	3.15	1.21	0.81	0.67
速动比率	4.99	2.85	1.06	0.70	0.56
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.28	0.25	0.26	0.26
应收账款周转率	5.04	3.82	3.68	4.50	4.23
存货周转率	5.05	4.79	4.91	5.31	5.00
每股指标(美元)					
每股收益	0.14	0.13	0.07	0.04	0.02
每股经营现金流	0.21	0.13	0.17	0.24	0.28
每股净资产	1.68	1.75	1.79	1.82	1.85
估值比率					
P/E	17.1	18.1	79.8	141.7	246.1
P/B	1.45	1.30	2.92	2.86	2.83
EV/EBITDA	5.3	6.7	27.9	26.4	25.0

利润表

单位: 美元百万元

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	930	933	954	1169	1288
营业成本	619	650	732	926	1030
其他收入及收益	14	81	60	60	60
销售费用	8	9	8	10	11
管理费用	122	170	267	327	361
财务费用	2	1	10	29	43
其他费用及亏损	0	12	0	0	0
投资净收益	28	10	2	0	0
利润总额	221	182	-1	-63	-97
所得税	35	27	0	-16	-29
净利润	186	155	-1	-47	-68
少数股东损益	2	-7	-85	-95	-95
归属母公司净利润	183	162	84	48	27
EBITDA	322	294	237	271	302
EPS(美元)	0.143	0.126	0.065	0.037	0.021

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：CFA，海外电子行业首席分析师。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业高级分析师，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 郑家懿：海外电子分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地

区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。