

华虹半导体 4Q20 业绩前瞻： 料 4Q20 收入有望超指引，看好未来三年 收入增长

方正证券研究所证券研究报告

华虹半导体 (01347)

公司研究

电子行业

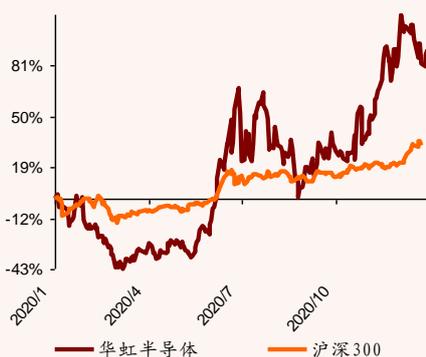
公司跟踪报告

2021.01.15/强烈推荐(维持)

分析师： 陈杭
登记编号： S1220519110008

联系人： 骆奕扬

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《华虹半导体：旺季很旺，受惠功率半导体及 CIS 高景气》2020.11.15

《华虹半导体：4Q19 业绩前瞻：国产 IGBT 代工领军者，收入有望超预期》2020.02.12

《华虹半导体：受惠新能源车浪潮》2020.01.14

《【方正科技】华虹半导体：淡季不淡，无锡 7 厂打开成长新空间》2020.01.04

受惠功率半导体及 CIS 需求提振，料 4Q20 收入有望超指引。

国产功率半导体市场 2Q20 以来维持旺盛，我们判断这种高景气度能持续到至少 4Q21，主要有 3 个原因：1) 汽车电动化趋势在 2021 年有望加速；2) 疫情加速了国产替代；3) 经济复苏带来工业及家电需求提高。而功率半导体占到华虹整体营收约 38%，功率高景气有望让华虹 8 寸产能持续满载，甚至带来 ASP 提升、12 寸爬坡超预期的机会。

中低阶 CIS 市场在 4Q20 也进入高景气状态，据 Omdia 报道，中低像素 CIS 在 2020 年末开始供不应求，部分厂家上调价格。受益于智能手机多摄方案升级和新能源车摄像头数量提高，我们判断该市场高景气状态有望持续，中低像素 CIS 目前是华虹 12 寸厂占比过 50% 的主要产品，高景气度有望让 12 寸线爬坡进度超预期。

12 寸厂扩产积极，看好未来三年收入增长。

公司 12 寸厂产能 4Q20 预估扩充至 20k wpm，2021 年预估产能翻倍，年底达到 40k wpm。考虑到大陆晶圆代工需求约占全球 22%，而目前大陆 foundry 市场占比仅不到 10%，未来大陆纯晶圆代工厂增长空间较大，预估华虹 12 寸有望未来三年持续扩产至 80k wpm，2023 年收入有望达到 16.6 亿美金，相对 2020 年增长 74%，年复合增速有望达 20%。

DCF 估值：58.2 港元

我们通过 DCF 的方式计算出当前股价合理价值在 58.2 港元。

投资建议：

公司是大陆特色工艺代工龙头，受惠于功率半导体及 CIS 高景气，8 寸持续满载，12 寸扩产顺利。我们预计公司 2020-2022 年实现收入 9.58/11.84/14.38 亿美元，每股净资产为 2.40/2.44/2.59 美元，对应当前市值的 PB 为 3.01、2.86、2.66 倍，重申“强烈推荐”评级。

风险提示：扩产后折旧提高或使毛利率承压；技术研发不及预期；行业竞争加剧；中美贸易摩擦加剧。

盈利预测：

单位/百万美元	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	933	958	1,184	1,438
(+/-) (%)	0.2%	2.7%	23.7%	21.4%
归母净利润	162	74	129	183
(+/-) (%)	-11.4%	-54.5%	75.0%	41.5%
EPS (元)	0.13	0.06	0.10	0.14
ROE (%)	7.2%	3.2%	5.3%	6.9%
P/B	3.12	3.01	2.86	2.66

数据来源：wind 方正证券研究所

注：EPS 预测值按最新股本摊薄

图表1： 盈利预测

	2018	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	2021E	2022E	2023E
8寸产能 (千片每月)	172	176	178	178	178	178	178	180	180	180
1厂	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
2厂	59	60	60	60	60	60	60	60	60	60
3厂	49	51	53	53	53	53	53	55	55	55
8寸UTR	99%	92%	92%	100%	102%	100%	99%	96%	97%	97%
8寸出货量 (千片)	2,016	1,965	460	501	537	534	2,032	2,076	2,090	2,090
8寸ASP (美元)	452	462	421	413	424	433	439	449	447	455
8寸收入 (百万美元)	911	899	194	207	228	231	860	896	892	901

	2018	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	2021E	2022E	2023E
12寸产能 (千片每月)		3	10	10	14	20	14	32	55	76
12寸UTR		21%	7%	38%	56%	80%	53%	84%	90%	90%
12寸出货量 (千片)		4	1	10	18	38	67	261	531	782
12寸ASP (美元)		1,854	1,712	970	934	953	965	970	946	910
12寸收入 (百万美元)		7	2	9	17	37	65	253	503	712

单位: 百万美金	2018	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	2021E	2022E	2023E
收入	930	933	203	225	253	276	958	1,184	1,438	1,663
qoq			-16%	11%	12%	9%				
yoy	15%	0%	-8%	-2%	6%	14%	3%	24%	21%	16%
8寸收入	911	899	194	207	228	231	860	896	892	901
12寸收入	-	7	2	9	17	37	65	253	503	712
非代工收入	19	26	7	9	9	8	33	36	43	50
毛利润	311	282	43	59	61	62	225	270	444	654
8寸毛利润	305	280	41	57	62	65	225	276	268	270
12寸毛利润	-	-0	0	-1	-3	-5	-9	-17	164	368
毛利率	33%	30%	21%	26%	24%	23%	23%	23%	31%	39%
8寸毛利率	33%	31%	21%	28%	27%	28%	26%	31%	30%	30%
12寸毛利率		-5%	18%	-13%	-18%	-13%	-13%	-7%	33%	52%
经营开支	143	180	71	63	74	95	305	308	314	246
8寸经营开支	143	147	29	26	31	32	121	118	118	120
12寸经营开支	-	33	42	36	43	62	184	190	196	126
销售费用	8	9	2	2	2	2	7	7	9	10
管理费用	122	170	69	61	73	93	295	298	302	232
经营利润	168	102	-29	-4	-13	-32	-80	-38	130	408
8寸经营利润	161	133	12	31	31	32	104	158	150	150
12寸经营利润	-	-34	-42	-37	-46	-67	-193	-207	-32	242
经营利润率	18%	11%	-14%	-2%	-5%	-12%	-8%	-3%	9%	25%
8寸经营利润率	18%	15%	6%	15%	14%	14%	12%	18%	17%	17%
12寸经营利润率		-455%	-1839%	-394%	-279%	-183%	-297%	-82%	-6%	34%
归母净利润	183	162	20	18	18	15	74	129	183	261
归母净利润率	20%	17%	10%	8%	7%	5%	8%	11%	13%	16%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表2: 自由现金流测算

自由现金流测算 (第一阶段)	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
Net Revenue	932,567	957,543	1,184,216	1,438,087	1,662,647
YoY	0.2%	2.7%	23.7%	21.4%	15.6%
EBIT	103,430	-78,319	-35,035	133,337	411,362
YoY		-175.7%	-55.3%	-480.6%	208.5%
EBIT Margin	11.1%	-8.2%	-3.0%	9.3%	24.7%
EBIT*(1 - t)	76,842	-81,276	-40,850	98,324	334,590
+ Depreciation and Amortization	152,189	241,145	329,184	363,995	361,226
- Change in working capital	-31,381	424,885	138,837	73,238	38,236
- Capex	-922,280	-1,327,209	-320,000	-100,000	-80,000
Free Cash Flows	-724,630	-742,455	107,171	435,557	654,051
YoY		2.5%	-114.4%	306.4%	50.2%
自由现金流测算 (第二阶段)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Free Cash Flows	752,159	849,940	943,433	1,037,776	1,131,176
YoY	15%	13%	11%	10%	9%
Free Cash Flows	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Free Cash Flows	1,221,670	1,307,187	1,385,618	1,454,899	1,513,095
YoY	8%	7%	6%	5%	4%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表3: DCF 估值

	FCFF估值	现金流折现值 (千港元)	价值百分比
第一阶段		-4,003,392	-4%
第二阶段		38,768,872	43%
第三阶段 (终值)		55,337,114	61%
企业价值AEV		90,102,594	100%
- 少数股东权益		-6,514,591	
- 净债务		-8,099,283	
总股本价值		75,488,719	
股数 (千股)		1,297,815	
每股价值 (港元)		58.17	

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表4: 敏感性分析

DCF估值敏感性分析									
Perpetual Growth	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	
WACC	7.5%	67.44	71.65	76.63	82.61	89.91	99.04	110.78	126.43
	8.0%	59.53	62.92	66.87	71.54	77.14	83.98	92.54	103.54
	8.5%	52.76	55.51	58.68	62.38	66.76	72.00	78.42	86.44
	9.0%	46.89	49.14	51.72	54.70	58.17	62.27	67.19	73.21
	9.5%	41.76	43.63	45.74	48.16	50.95	54.21	58.05	62.67
	10.0%	37.25	38.81	40.56	42.55	44.81	47.43	50.49	54.10
	10.5%	33.26	34.57	36.03	37.67	39.54	41.67	44.12	46.99

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万美元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,496.6	782.0	1,041.9	1,614.2
货币资金	476.3	389.6	582.7	1,100.9
贸易应收款项及应收票据	165.0	144.3	162.2	189.1
按公允价值计入损益的金融资产	519.8	0.0	0.0	0.0
存货	142.1	110.4	125.3	136.1
其他	193.5	137.7	171.7	188.1
非流动资产	2,116.7	3,134.9	3,133.0	2,877.1
固定资产	1,558.3	2,649.7	2,646.4	2,388.8
无形资产	13.3	14.7	16.1	17.7
投资物业	168.6	168.6	168.6	168.6
指定按公允价值计入其他全面收益的股权投资	207.7	207.7	207.7	207.7
其他	168.8	94.3	94.3	94.3
资产总计	3,613.3	3,916.9	4,174.9	4,491.3
流动负债	475.3	777.3	962.2	1,056.6
贸易应付款项	86.1	97.1	121.1	131.7
其他应付款项及暂估费用	303.6	341.3	450.9	490.1
计息银行借款	4.3	223.8	223.8	223.8
政府补助	40.6	76.8	126.8	171.8
其他	40.7	38.2	39.5	39.1
非流动负债	55.4	51.6	72.2	105.2
计息银行借款	21.5	34.4	55.0	88.1
其他	33.9	17.2	17.2	17.2
负债合计	530.7	828.9	1,034.4	1,161.8
股本	1,966.1	1,974.4	1,974.4	1,974.4
储备	279.1	353.0	482.2	665.0
归母权益	2,245.2	2,327.4	2,456.6	2,639.4
少数股东权益	837.4	760.6	683.9	690.0
股东权益合计	3,082.6	3,088.0	3,140.5	3,329.5
负债及权益合计	3,613.3	3,916.9	4,174.9	4,491.3
现金流量表				
净利润	155.0	-2.9	52.5	189.0
折旧和摊销	152.2	241.1	329.2	364.0
经营活动产生现金流量	162.9	1,155.9	487.5	590.3
投资活动产生现金流量	-722.6	-1,249.1	-291.6	-68.8
融资活动产生现金流量	262.9	6.5	-2.7	-3.3
现金净变动	-296.8	-86.7	193.2	518.2
现金的期初余额	777.0	476.3	389.6	582.7
现金的期末余额	476.3	389.6	582.7	1,100.9

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	932.6	957.5	1,184.2	1,438.1
营业成本	-650.1	-732.8	-914.4	-993.8
毛利	282.5	224.8	269.9	444.2
销售费用	-8.8	-7.5	-7.1	-8.6
管理费用	-169.8	-295.2	-297.8	-302.3
其他费用	-0.4	-0.4	0.0	0.0
财务费用	-1.2	-1.8	-2.7	-3.3
其他	79.4	80.2	96.0	93.9
税前利润	181.6	0.1	58.3	224.0
所得税	-26.6	-3.0	-5.8	-35.0
净利润	155.0	-2.9	52.5	189.0
少数股东损益	-7.3	-76.7	-76.7	6.2
归属母公司净利润	162.2	73.8	129.2	182.8
EPS(美元)	0.126	0.057	0.100	0.141
主要财务比率				
2019 2020E 2021E 2022E				
成长能力				
营业收入增长率	0.2%	2.7%	23.7%	21.4%
毛利润增长率	-9.2%	-20.4%	20.1%	64.6%
净利润增长率	-16.5%	-101.9%	-1912.8%	260.2%
盈利能力				
毛利率	30.3%	23.5%	22.8%	30.9%
净利率	16.6%	-0.3%	4.4%	13.1%
ROE	7.2%	3.2%	5.3%	6.9%
偿债能力				
资产负债率	0.15	0.21	0.25	0.26
流动比率	3.15	1.01	1.08	1.53
速动比率	1.00	0.50	0.61	1.04
营运能力				
资产周转率	0.26	0.24	0.28	0.32
应收帐款周转率	5.65	6.64	7.30	7.60
每股资料(美元)				
每股收益	0.126	0.057	0.100	0.141
每股经营现金	0.13	0.89	0.38	0.45
每股净资产	2.40	2.38	2.42	2.57

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。若据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告可能附带其它网站或超级链接，对于可能涉及本公司网站以外的地址或超级链接，本公司不对其内容负责。本公司提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，所链接地址的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站信息的费用或风险。

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。本报告所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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址： https://www.foundersc.com	E-mail： yjzx@foundersc.com
北京	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼6层	
上海	上海市浦东新区新上海国际大厦36层	
深圳	广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼	
长沙	湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层	