

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金集成电路指数	3239.89
沪深300指数	3141.05
上证指数	2581.00
深证成指	7523.77
中小板综指	7640.01

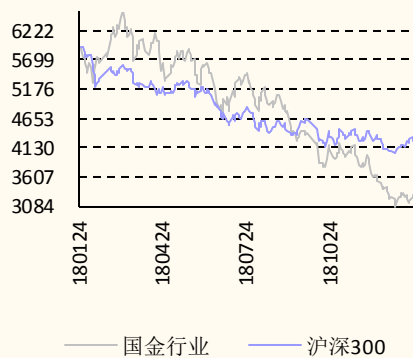
小而美的华虹半导体

本周重点

- 华虹半导体：小而美的电力功率代工龙头

核心观点

- 专注于 8 英寸旧制程工艺晶圆代工的华虹半导体因受惠于多样化代工产品的扎实需求而稳定增长，让其能透过调整产品结构来提升平均单价及毛利。又因多旧设备，华虹的折旧成本仅占全部营业成本不到 26% 的比重，这让华虹的毛利率近倍数于联电及中芯国际，全球市占率有望继续拉升。其次由于公司产品多属于容制化产品，让华虹过去两年，平均单价年成长率达 5% 以上。此外公司并不追求先进制程工艺竞赛与突破，凭借差异化晶圆代工事业的市场定位，造成远高于同业的 20% 净利润率及 33% 的净利加折旧占营收比率。



投资建议

- 首次覆盖华虹半导体并给予“买入”评级。未来 12—18 个月 HK\$22 元目标价位有超过 30% 的潜在获利空间，目标价是建立于 13 倍 2021 年每股收益的 US\$0.22 (1 倍 PEG) 和落在 1.2 倍的 2020 年每股净资产，对应 8-10% 的净资产收益率预估。

相关报告

1. 《透过台积电看半导体趋势一成也萧何，败也萧何-透过台积电看半导...》，2019.1.18
2. 《【半导体周报】异质整合成为芯片封装新趋势-【半导体周报】异质...》，2019.1.18
3. 《先进封装成为摩尔定律的救星-【半导体周报】先进封装成为摩尔定...》，2019.1.10
4. 《中国智能手机芯片系列追踪报告（一）-中国智能手机芯片系列追踪...》，2019.1.10
5. 《【半导体周报】索尼加大 ToF 芯片投入，面板厂争相扩产-《20...》，2019.1.3

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 MC U 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，而与市场预期估值的差异是短期所面临的风险。

樊志远 分析师 SAC 执业编号：S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

宋敬祎 分析师 SAC 执业编号：S1130519010001
songjingyi@gjzq.com.cn

范彬泰 联系人
fanbintai@gjzq.com.cn

内容目录

一、行业观察	3
【事件一】华虹半导体 (1347.HK): 小而美的电力功率代工龙头	3
二、行情回顾	4
三、半导体行业公司限售股份解禁情况	5
四、半导体产业重点公司估值数据跟踪	5

图表目录

图表 1: 本周半导体走势排名 (%)	4
图表 2: 半导体板块涨幅前十	5
图表 3: 半导体板块跌幅前十	5
图表 4: 半导体行业公司限售股份解禁日期及比例	5
图表 5: 半导体产业重点公司估值数据跟踪	6

一、行业观察

【事件一】华虹半导体 (1347.HK): 小而美的电力功率代工龙头

如需阅读完整深度报告请点击: <http://t.cn/E51LKjK>

【报告核心观点】

■ 基本结论

晶圆代工产业的通则是“数大+先进工艺未必美”，在晶圆代工产业进行的先进制程研发竞赛中，因为首单，先进封测技术及折旧及成本优势，有赢者（台积电）通吃的特性，而跟随者连剩菜剩汤都吃不到的困境，但反而是专注于 8 英寸旧制程工艺晶圆代工的华虹，因受惠于多样化代工产品的扎实需求而稳定增长，让其能透过调整产品结构来提升平均单价及毛利。

- **小而美的华虹：**目前华虹的平均制程为 246 纳米，远差于台积电的 60 纳米，联电及中芯的 110-120 纳米，但因为没有天敌，华虹逐年增加其晶圆代工单价并改善其利润，又因多旧设备，华虹的折旧成本仅占全部营业成本不到 26%的比重，远低于联电的 40%及中芯国际的 38%，这让华虹的毛利率近倍数于联电及中芯国际。配合晶圆代工产业为提升自给率，小而美的华虹持续拉升其市占（现在仅有 1%的全球市占）。
- **深入非主流的利基：**不同于 14 纳米或是 7 纳米的先进制程代工，华虹的产品及客户深入高毛利/高成长的电力功率半导体，嵌入式非易失存储器的智能卡及微控制器(MCU)，模拟/LED 照明所用的电源管理，及逻辑，射频(RF)。但因为产品多属于客制化产品，反而让华虹过去两年，平均单价年成长率达 5%以上，而联电及中芯国际的平均晶圆代工价格年度下跌了近 2-4%。
- **稳定的自由现金净流：**为追求先进制程工艺竞赛与突破，往往造成每股收益的越加摊薄或净负债对股东权益比重的恶化。我们认为华虹稳定的自由现金净流归因于其晶圆代工事业的市场定位，造成远高于同业的 20%净利润率及 33%的净利加折旧占营收比率，买旧制程设备让资本开支对营收比 (<25%) 相对合理并低于经营活动现金净流。

■ 投资建议与估值

我们首次覆盖华虹并给予“买入”评级，我们预估其未来 3-4 年，2018-2025 年的营收有 18-22%的复合成长率（高于中国晶圆代工产业的 10-12%复合成长率）及摊薄每股收益有 13-23%的复合成长率。未来 12-18 个月 HK\$22 元目标价位有超过 30%的潜在获利空间，目标价是建立于 13 倍 2021 年每股收益的 US\$0.22（1 倍 PEG）和落在 1.2 倍的 2020 年每股净资产，对应 8-10%的净资产收益率预估。

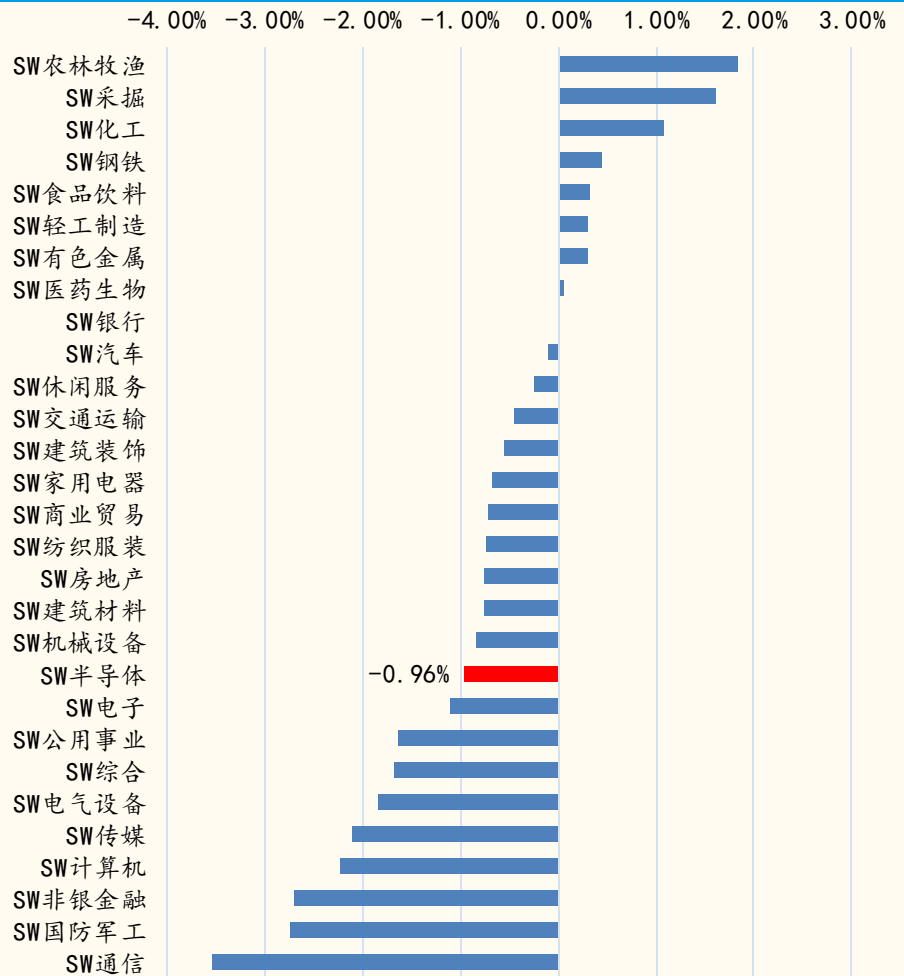
■ 风险提示

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，而与市场预期值的差异是短期所面临的风险。

二、行情回顾

- 截止本周三收盘，最近 5 个交易日全部 A 股下降-0.66%，沪深 300 下降-0.10%，电子板块下降-1.11%，半导体板块下降-0.96%。
- 涨跌幅榜分别为：长电科技+12.84%，兆易创新+8.15%，中颖电子+3.25%，圣邦股份+2.62%，北京君正+2.49%；盈方微-6.36%，晓程科技-5.77%，纳思达-5.42%，康强电子-5.19%，苏州固得-4.76%

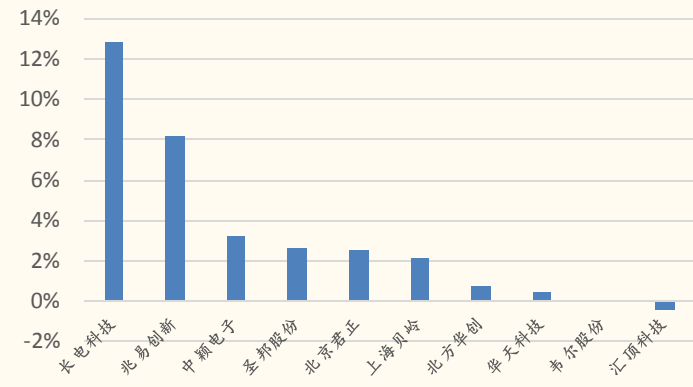
图表 1：本周半导体走势排名 (%)



来源：wind，国金证券研究所

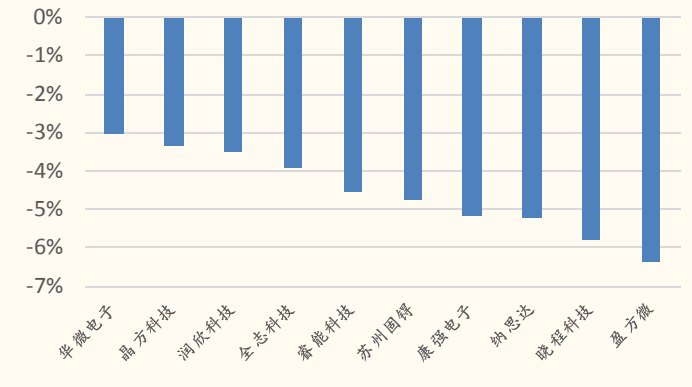
■ 本周半导体板块涨跌幅排名

图表 2：半导体板块涨幅前十



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：半导体板块跌幅前十



来源：wind，国金证券研究所

三、半导体行业公司限售股份解禁情况

图表 4：半导体行业公司限售股份解禁日期及比例

证券代码	证券简称	解禁股份性质	限售解禁日期	总股本亿股	本期解禁数量亿股	解禁占比
600198.SH	*ST大唐	定向增发机构配售股份	2019-05-13	8.82	0.05	0.58%
603005.SH	晶方科技	首发原股东限售股份	2019-04-18	2.33	0.03	1.29%
300474.SZ	景嘉微	首发一般股份, 首发机构配	2019-04-01	2.71	2.00	73.85%
601908.SH	京运通	定向增发机构配售股份	2019-03-22	19.95	0.01	0.06%
002156.SZ	通富微电	定向增发机构配售股份	2019-01-23	11.54	1.81	15.70%
300373.SZ	扬杰科技	股权激励限售股份	2019-01-23	4.72	2.34	49.55%
600460.SH	士兰微	定向增发机构配售股份	2019-01-14	13.12	0.65	4.95%
002180.SZ	纳思达	股权激励限售股份	2018-12-24	10.64	0.52	4.86%
600584.SH	长电科技	定向增发机构配售股份	2018-11-26	13.60	0.51	3.78%
300604.SZ	长川科技	首发原股东限售股份	2018-06-25	1.48	0.14	9.16%
603986.SH	兆易创新	首发原股东限售股份	2018-06-21	2.84	0.01	0.39%

来源：wind，国金证券研究所

四、半导体产业重点公司估值数据跟踪

图表 5: 半导体产业重点公司估值数据跟踪

产业	新应用	证券代码	证券简称	人民币 价格	发行总股本 亿股	人民币 市值亿元	美金 市值亿美元	2019E 每股盈余	2020E 每股盈余	2019E 市盈率	2020E 市盈率	2019E 市销率	2020E 市销率
系统行业	平均									15.61	11.98	2.07	1.68
系统	安防	002415.SZ	海康威视	28.36	93.48	2,651.22	414.50	1.51	1.87	18.78	15.16	4.09	3.31
系统	安防	002236.SZ	大华股份	12.02	29.98	360.31	56.33	1.10	1.38	10.95	8.69	1.19	0.92
系统	打印机, IC	002180.SZ	纳思达	23.68	10.64	251.86	39.38	1.39	1.96	17.09	12.09	0.93	0.81
制造行业	平均									22.24	18.02	3.65	2.95
半导体 IDM	功率, LED	600703.SH	三安光电	10.28	40.78	419.26	65.55	1.09	1.37	9.46	7.50	3.54	2.72
半导体 IDM	功率, MEMS	600460.SH	士兰微	8.90	13.12	116.77	18.26	0.25	0.29	36.31	30.35	2.89	2.40
半导体 IDM	功率	600360.SH	华微电子	5.41	7.51	40.62	6.35	0.25	0.32	21.54	16.69	1.64	1.32
半导体 IDM	功率, 电力	300623.SZ	捷捷微电	24.68	1.80	44.36	6.94	1.14	1.41	21.64	17.53	6.55	5.38
封测行业	平均									18.73	13.35	1.37	1.03
半导体封测	逻辑	600584.SH	长电科技	9.84	16.03	157.72	24.66	0.48	0.76	20.55	13.01	0.51	0.44
半导体封测	DRAM	600667.SH	太极实业	5.43	21.06	114.37	17.88	0.34	0.45	16.19	12.08	0.67	0.54
半导体封测	逻辑	002185.SZ	华天科技	4.32	21.31	92.06	14.39	0.30	0.38	14.20	11.26	0.94	0.77
半导体封测	逻辑	002156.SZ	通富微电	7.54	11.54	86.99	13.60	0.40	0.51	19.02	14.84	0.89	0.73
半导体封测	逻辑	603005.SH	晶方科技	15.81	2.34	37.03	5.79	0.67	1.02	23.71	15.55	3.83	2.69
设计行业	平均									30.15	23.27	6.59	4.96
半导体设计	3D 传感, 指纹, 触控	603160.SH	汇顶科技	74.10	4.57	338.38	52.90	2.42	3.06	30.61	24.25	7.08	
半导体设计	功率	300373.SZ	扬杰科技	14.60	4.72	68.95	10.78	0.92	1.18	15.85	12.36	2.77	2.14
半导体设计	功率, 电源	603501.SH	韦尔股份	29.19	4.56	133.02	20.80	1.28	1.61	22.89	18.18	2.34	1.91
半导体设计	存储, 记忆体	603986.SH	兆易创新	65.00	2.85	185.02	28.93	2.65	3.61	24.52	18.00	4.98	3.64
半导体设计	军用	300474.SZ	景嘉微	35.32	3.01	106.46	16.64	0.65	0.86	54.21	41.05	21.54	16.04
半导体设计	安防	300613.SZ	富瀚微	92.48	0.45	41.91	6.55	3.20	4.17	28.93	22.20	5.82	4.53
半导体设计	安防, 导航	300053.SZ	欧比特	8.83	7.02	62.00	9.69	0.32	0.43	27.45	20.69	4.83	3.70
半导体设计	显示屏驱动 IC	300327.SZ	中颖电子	19.70	2.31	45.51	7.12	0.96	1.27	20.51	15.56	4.07	3.14
半导体设计	存储	002049.SZ	紫光国微	30.46	6.07	184.84	28.90	0.80	1.00	38.23	30.34	5.66	4.19
半导体设计	电源管理, 模拟芯	300661.SZ	圣邦股份	70.50	0.79	55.97	8.75	1.84	2.34	38.35	30.12	6.83	5.33
设备行业	平均									41.25	30.30	6.10	4.55
半导体设备与材料	半导体装备	002371.SZ	北方华创	42.11	4.58	192.87	30.15	0.84	1.21	50.24	34.89	4.21	3.07
半导体设备与材料	封测	300604.SZ	长川科技	28.24	1.49	42.11	6.58	0.76	1.08	37.38	26.09	9.78	6.95
半导体设备与材料	高纯溅射靶材	300666.SZ	江丰电子	36.55	2.19	79.96	12.50	0.57	0.74	63.87	49.42	7.64	5.99
半导体设备与材料	集成电路抛光垫	300054.SZ	鼎龙股份	6.41	9.60	61.54	9.62	0.47	0.59	13.51	10.82	2.76	2.21
A股半导体产业	平均									26.77	20.34	4.54	3.39
港股半导体产业	平均									26.06	15.79	8.36	7.02
产业	新应用	证券代码	证券简称	港币 价格	发行总股本 亿股	港币 市值亿港元	美金 市值亿美元	2019E 每股盈余	2020E 每股盈余	2019E 市盈率	2020E 市盈率	2019E 市销率	2020E 市销率
光學模组	车用相机	2382.HK	舜宇光学	70.80	10.97	776.57	98.98	3.90	5.10	15.73	12.02	2.19	1.74
IDM, system	功率器件	3898.HK	中车电气	43.30	11.75	508.98	64.87	2.84	3.22	13.23	11.66	2.74	2.45
半导体晶圆代工		0981.HK	中芯国际	6.87	50.40	346.25	44.13	0.01	0.03	62.09	27.53	9.21	8.03
半导体晶圆代工		1347.HK	华虹半导体	15.58	12.84	200.04	25.50	0.15	0.17	13.18	11.95	19.30	15.86
港股半导体产业	平均									26.06	15.79	8.36	7.02
产业	新应用	证券代码	证券简称	人民币 价格	发行总股本 亿股	人民币 市值亿元	美金 市值亿美元	2019E 每股盈余	2020E 每股盈余	2019E 市盈率	2020E 市盈率	2019E 市销率	2020E 市销率
系统行业	平均									15.61	11.98	2.07	1.68
系统	安防	002415.SZ	海康威视	28.36	93.48	2,651.22	414.50	1.51	1.87	18.78	15.16	4.09	3.31
系统	安防	002236.SZ	大华股份	12.02	29.98	360.31	56.33	1.10	1.38	10.95	8.69	1.19	0.92
系统	打印机, IC	002180.SZ	纳思达	23.68	10.64	251.86	39.38	1.39	1.96	17.09	12.09	0.93	0.81
制造行业	平均									22.24	18.02	3.65	2.95
半导体 IDM	功率, LED	600703.SH	三安光电	10.28	40.78	419.26	65.55	1.09	1.37	9.46	7.50	3.54	2.72
半导体 IDM	功率, MEMS	600460.SH	士兰微	8.90	13.12	116.77	18.26	0.25	0.29	36.31	30.35	2.89	2.40
半导体 IDM	功率	600360.SH	华微电子	5.41	7.51	40.62	6.35	0.25	0.32	21.54	16.69	1.64	1.32
半导体 IDM	功率, 电力	300623.SZ	捷捷微电	24.68	1.80	44.36	6.94	1.14	1.41	21.64	17.53	6.55	5.38
封测行业	平均									18.73	13.35	1.37	1.03
半导体封测	逻辑	600584.SH	长电科技	9.84	16.03	157.72	24.66	0.48	0.76	20.55	13.01	0.51	0.44
半导体封测	DRAM	600667.SH	太极实业	5.43	21.06	114.37	17.88	0.34	0.45	16.19	12.08	0.67	0.54
半导体封测	逻辑	002185.SZ	华天科技	4.32	21.31	92.06	14.39	0.30	0.38	14.20	11.26	0.94	0.77
半导体封测	逻辑	002156.SZ	通富微电	7.54	11.54	86.99	13.60	0.40	0.51	19.02	14.84	0.89	0.73
半导体封测	逻辑	603005.SH	晶方科技	15.81	2.34	37.03	5.79	0.67	1.02	23.71	15.55	3.83	2.69
设计行业	平均									30.15	23.27	6.59	4.96
半导体设计	3D 传感, 指纹, 触控	603160.SH	汇顶科技	74.10	4.57	338.38	52.90	2.42	3.06	30.61	24.25	7.08	
半导体设计	功率	300373.SZ	扬杰科技	14.60	4.72	68.95	10.78	0.92	1.18	15.85	12.36	2.77	2.14
半导体设计	功率, 电源	603501.SH	韦尔股份	29.19	4.56	133.02	20.80	1.28	1.61	22.89	18.18	2.34	1.91
半导体设计	存储, 记忆体	603986.SH	兆易创新	65.00	2.85	185.02	28.93	2.65	3.61	24.52	18.00	4.98	3.64
半导体设计	军用	300474.SZ	景嘉微	35.32	3.01	106.46	16.64	0.65	0.86	54.21	41.05	21.54	16.04
半导体设计	安防	300613.SZ	富瀚微	92.48	0.45	41.91	6.55	3.20	4.17	28.93	22.20	5.82	4.53
半导体设计	安防, 导航	300053.SZ	欧比特	8.83	7.02	62.00	9.69	0.32	0.43	27.45	20.69	4.83	3.70
半导体设计	显示屏驱动 IC	300327.SZ	中颖电子	19.70	2.31	45.51	7.12	0.96	1.27	20.51	15.56	4.07	3.14
半导体设计	存储	002049.SZ	紫光国微	30.46	6.07	184.84	28.90	0.80	1.00	38.23	30.34	5.66	4.19
半导体设计	电源管理, 模拟芯	300661.SZ	圣邦股份	70.50	0.79	55.97	8.75	1.84	2.34	38.35	30.12	6.83	5.33
设备行业	平均									41.25	30.30	6.10	4.55
半导体设备与材料	半导体装备	002371.SZ	北方华创	42.11	4.58	192.87	30.15	0.84	1.21	50.24	34.89	4.21	3.07
半导体设备与材料	封测	300604.SZ	长川科技	28.24	1.49	42.11	6.58	0.76	1.08	37.38	26.09	9.78	6.95
半导体设备与材料	高纯溅射靶材	300666.SZ	江丰电子	36.55	2.19	79.96	12.50	0.57	0.74	63.87	49.42	7.64	5.99
半导体设备与材料	集成电路抛光垫	300054.SZ	鼎龙股份	6.41	9.60	61.54	9.62	0.47	0.59	13.51	10.82	2.76	2.21
A股半导体产业	平均									26.77	20.34	4.54	3.39
港股半导体产业	平均									26.06	15.79	8.36	7.02
产业	新应用	证券代码	证券简称	港币 价格	发行总股本 亿股	港币 市值亿港元	美金 市值亿美元	2019E 每股盈余	2020E 每股盈余	2019E 市盈率	2020E 市盈率	2019E 市销率	2020E 市销率
光學模组	车用相机	2382.HK	舜宇光学	70.80	10.97	776.57	98.98	3.90	5.10	15.73	12.02	2.19	1.74
IDM, system	功率器件	3898.HK	中车电气	43.30	11.75	508.98	64.87	2.84	3.22	13.23	11.66	2.74	2.45
半导体晶圆代工		0981.HK	中芯国际	6.87	50.40	346.25	44.13	0.01	0.03	62.09	27.53	9.21	8.03
半导体晶圆代工		1347.HK	华虹半导体	15.58	12.84	200.04	25.50	0.15	0.17	13.18	11.95	19.30	15.86
港股半导体产业	平均									26.06	15.79	8.36	7.02

来源: wind, 国金证券研究所

公司投资评级的说明：

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。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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，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，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。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，国金证券不作出任何担保。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