

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

华虹半导体 (1347 HK)

季度业绩再创新高; 强劲需求前景持续

- 2021年一季度收入再一次超过公司指引和市场预期, 因各个业务分部均受到强劲需求的拉动; 无锡厂的EBITDA首盈利
- 因需求前景未改变, 管理层预计产能将持续满载, 在2021年间持续提升平均售价
- 我们在科技硬件板块的首选; 多重利好持续

季度业绩再创新高; 无锡厂产能满载

华虹半导体(华虹)2021年一季度的收入再创历史新高, 达3.05亿美元(环比增长9%, 高于公司指引和市场预期)。在NOR flash闪存、微处理单元(MCU)、IGBT(绝缘栅几双极性晶体管)等产品强劲需求的推动下, 晶圆出货量环比增长7%, 同时总体平均售价增长1%。毛利润率环比下降2.1个百分点至23.7%(符合预期), 部分原因是员工奖金支付。产能利用率从2020年四季度的99%上升至2021年一季度的104%, 其中无锡厂的产能已经满载。净利润为3,300万美元, 符合预期。

需求强劲拉动平均售价在2021年持续增长

华虹预计二季度的收入将环比增长10%至约3.55亿美元(较市场预期高7%)。公司预计, 随着无锡厂继续扩大产能, 其产能将保持满载。半导体需求仍然强劲, 尤其是在中国, 并且没有迹象显示强劲的需求会在2021-22年有所减弱。华虹预计, 受提价和产品结构改善的推动, 其产品的平均售价将在2021年间逐步提升。公司指引指出, 由于折旧上升, 2021年二季度的毛利润率将保持稳定, 为23-25%(而市场预期为24.1%)。

无锡厂EBITDA首盈利, 产能持续扩增

华虹无锡厂收入环比增长53%, 达到5,500万美元(占总收入的18%), 并由于产能利用率和产品结构的改善, EBITDA在2021年一季度首次实现盈利(970万美元)。产能已达到超过每月4万片, 并满载。管理层维持其扩产计划, 到年底将产能提高到每月6.5万片, 未来可能会继续扩增到每月9万片。总资本支出预算约为13亿美元(无锡厂为12亿美元, 8寸厂为1.3亿美元)。管理层计划通过借款为产能扩增提供资金支持。

我们在科技硬件的首选, 前景仍然乐观

华虹仍是我们在科技硬件领域的首选, 因我们预计多重利好将继续推动收入增长和利润率提升。华虹股价自二月中以来已拉回30%(现估值为2.6倍2021年市净率)。我们认为华虹基本面仍然稳固, 正向看法不变。提高对华虹的预测, 维持60港元目标价不变(仍基于3.8倍的2021年市净率)。

盈利预测及估值

百万美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	933	961	1,335	1,607	1,905
同比增长	0%	3%	39%	20%	19%
毛利润率	30.3%	24.4%	24.1%	26.6%	27.0%
净利润	162	99	150	207	258
同比增长	-11%	-39%	51%	38%	25%
每股净资产(美元)	1.74	1.95	2.05	2.18	2.37
市盈率(x)	18.1	75.3	50.6	36.8	29.5
市净率(x)	1.3	2.9	2.8	2.6	2.4
权益收益率	7.4%	4.2%	5.8%	7.5%	8.7%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测; 股价截至2021/05/13

此为2021年5月13日“Hua Hong (1347 HK) - Another record quarter; solid demand outlook intact”的中文版

陈永豪 苏林
+852 3189 6125 +852 3189 6635
kevinchen@cmschina.com.hk clintsu@cmschina.com.hk

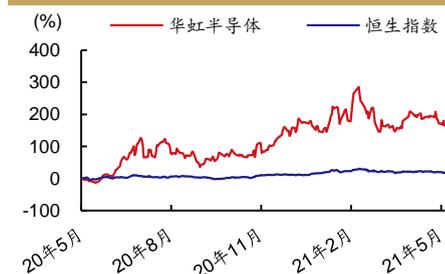
最新变动

2021年一季度业绩; 预测变动

买入

前次评级	买入
股价(2021/05/13)	43.80港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	60.0港元(+37%)
前次目标价:	60.0港元

股价表现



资料来源: 贝格数据; 截至2021/05/13

%	1m	6m	12m
华虹半导体	(11.1)	47.7	165.5
恒生指数	(4.1)	5.7	16.5

行业: 电子及硬件科技

恒生指数(2021/05/13)	27,719
国企指数(2021/05/13)	10,340

重要数据

52周股价区间(港元)	13.86 - 64.65
港股市值(百万港元)	56,949
日均成交量(百万股)	6.56
每股净资产(港元)	15.16

主要股东

华虹集团	27.1%
上海联和	15.1%
国家集成电路产业基金	18.8%
总股数(百万股)	1,295
自由流通量	39.0%

资料来源: 公司资料, 彭博

相关报告

1. 华虹半导体(1347 HK) - 斯达半导体扩产影响担忧过度, 华虹基本面维持良好(买入)(2021/03/03)
2. 华虹半导体(1347 HK) - 再创新高, 强劲动能继续(买入)(2021/02/10)
3. 中国硬件科技 - 联华电子业绩及前景乐观; 行业持续供不应求(中性)(2021/01/27)
4. 华虹半导体(1347 HK) - 强劲增长持续, 前方东风正劲(买入)(2020/11/11)

华虹半导体2021年一季度(1Q21)业绩概览

图 1: 华虹半导体 2021 年一季度 (1Q21) 业绩比较 (实际对比预测)

(百万美元)	实际			1Q21 增长率		1Q21 预测			
	1Q20	4Q20	1Q21	环比	增长	市场预期	超预期	招商证券	超预期
收入	203	280	305	9%	50%	291	5%	290	5%
晶圆代工	196	270	292	8%	49%	n.a.	n.a.	281	4%
其他	7	10	13	31%	85%	n.a.	n.a.	9	48%
毛利润	43	72	72	0%	69%	69	4%	72	0%
营业利润	(29)	11	13	14%	n.a.	15	-16%	(2)	n.a.
税前利润	(9)	36	20	-44%	n.a.	23	-13%	15	29%
净利润	20	44	33	-24%	63%	32	3%	31	8%
稀释每股收益 (美元)	0.016	0.033	0.025	-25%	60%	0.024	4%	0.023	7%
每股净资产 (美元)	1.731	1.948	1.960	1%	13%	1.970	-1%	1.972	-1%
毛利率	21.1%	25.8%	23.7%	-2.1 ppt	2.6 ppt	23.7%	-0.1 ppt	25.0%	-1.3 ppt
营业利润率	-14.2%	4.0%	4.2%	0.2 ppt	18.3 ppt	5.2%	-1.0 ppt	-0.8%	5.0 ppt
税前利润率	-4.3%	12.7%	6.5%	-6.2 ppt	10.8 ppt	7.8%	-1.3 ppt	5.3%	1.2 ppt
净利润率	10.0%	15.6%	10.8%	-4.7 ppt	0.8 ppt	11.0%	-0.1 ppt	10.6%	0.2 ppt
权益收益率 (ROE)	3.6%	7.1%	5.2%	-1.9 ppt	1.6 ppt	4.8%	0.4 ppt	4.8%	0.4 ppt
晶圆出货量 (千片)*	463	628	669	7%	44%	n.a.	n.a.	641	4%
晶圆销售均价 (美元)	423	430	436	1%	3%	n.a.	n.a.	439	-1%
总产能 (千片/月)*	201	223	241	8%	20%	n.a.	n.a.	234	3%
产能利用率	82.4%	99.0%	104.2%	5.2 ppt	21.8 ppt	n.a.	n.a.	91.2%	13.0 ppt
200mm 利用率	91.9%	104.4%	104.3%	-0.1 ppt	12.4 ppt	n.a.	n.a.	100.0%	4.3 ppt
300mm 利用率	6.9%	75.5%	103.8%	28.3 ppt	96.9 ppt	n.a.	n.a.	63.1%	40.7 ppt

注: (*) 出货量和产能均转换为约当8寸晶圆 (每月千片晶圆)

资料来源: 公司数据、彭博一致预测 (截至2021年5月12日)、招商证券 (香港) 预测

■ 收入取得季度新高, 利润率有所下滑

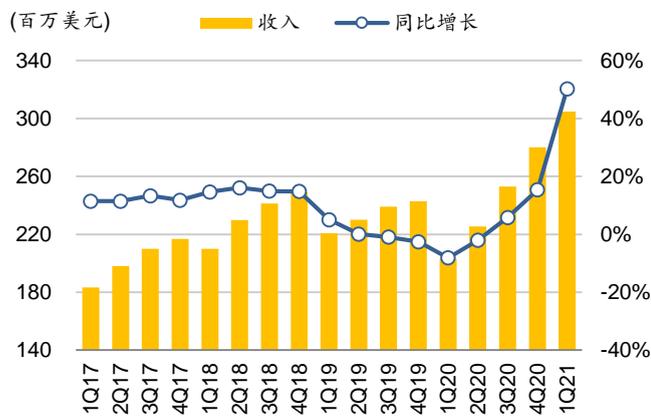
- 收入于2021年一季度环比增长9%至3.05亿美元 (同比增50%), 达到历史最高, 主要受到NOR flash和分立器件需求增长的推动, 使得晶圆出货量增长 (环比增7%至66.9万片) 和平均售价增长 (环比增1%)
- 毛利润率 (GM) 一季度环比下滑2.1个百分点至23.7%, 主要由于折旧和人力成本上升
- 一季度营业费用环比降低了2.7%, 主要因为研发费用的下降
- 净利润一季度环比增加24%至3,300万美元 (净利润率10.8%); 一季度年化权益收益率 (ROE) 为5.2%
- 经营现金流一季度达到6,100万美元; 资本支出总计达1.67亿美元 (8寸厂和无锡厂分别为2,400万美元和1.43亿美元)

■ 华虹8寸厂和华虹无锡厂的表现

- 华虹8寸厂
 - 收入环比增2.4%至2.5亿美元 (同比增24.7%)
 - 毛利润率环比下跌1.3个百分点至27.3%, 主要由于人力成本增加
 - 营业费用为3,250万美元, 比去年四季度高103.5%, 主要因为去年四季度有一些政府补助
- 华虹无锡厂
 - 收入环比增53%至5,500万美元
 - 一季度毛利润率为7.3% (去年四季度为6.5%)
 - 营业费用为2,700万美元, 比去年四季度低40%, 主要因为折旧费用降低
 - EBITDA在2021年一季度首次转正, 达到970万美元 (EBITDA利润率为47.7%)

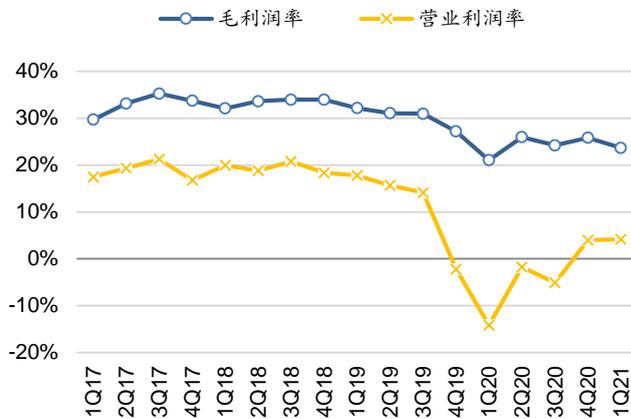
季度财务表现

图2: 华虹半导体季度收入



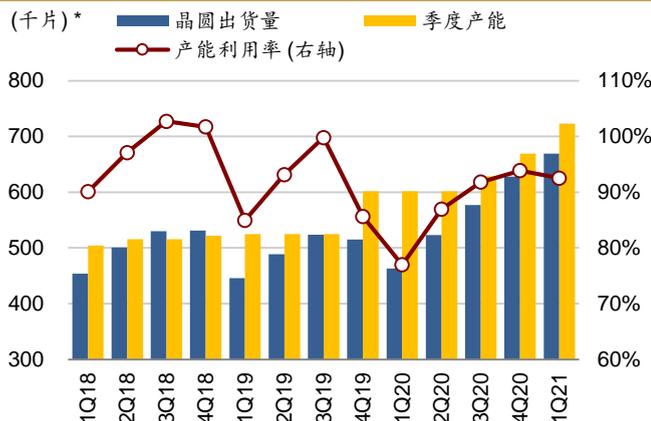
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图3: 华虹半导体季度利润率



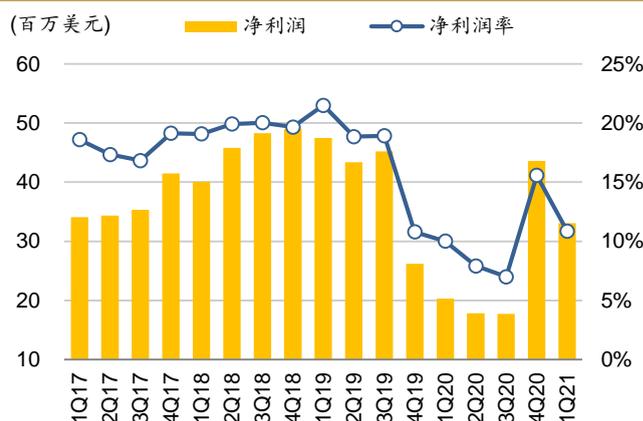
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图4: 华虹半导体季度出货量和产能



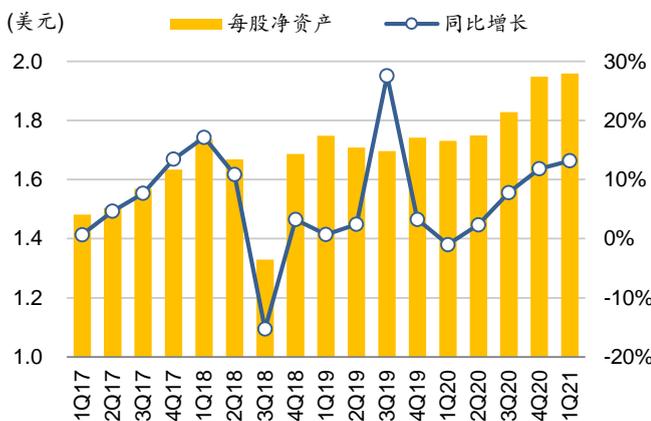
资料来源: 公司数据、招商证券(香港); (*) 约当8寸晶圆

图5: 华虹半导体季度净利润



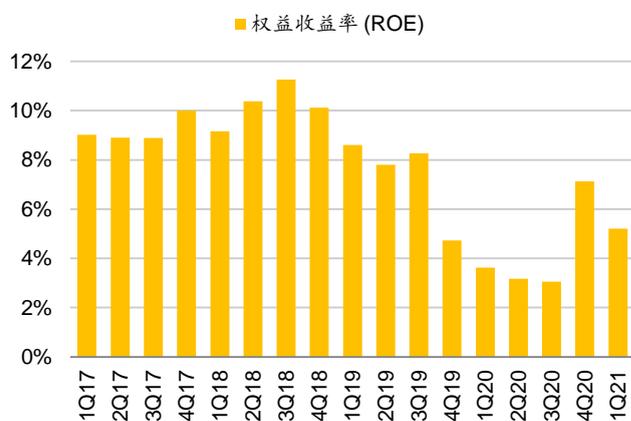
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图6: 华虹半导体季度每股净资产 (BPS)



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图7: 华虹半导体季度权益收益率 (ROE, 年化)



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

预测更新

图8: 华虹半导体预测调整 (2021E, 2022E, 2023E)

(百万美元)	2021E				2022E				2023E			
	调整前	调整后	差值	变动	调整前	调整后	差值	变动	调整前	调整后	差值	变动
收入	1,300	1,335	35	3%	1,542	1,607	65	4%	n.a.	1,905	n.a.	n.a.
毛利润	324	322	(2)	-1%	414	427	13	3%	n.a.	515	n.a.	n.a.
营业利润	1	41	41	n.m.	57	88	31	55%	n.a.	121	n.a.	n.a.
税前利润	79	90	11	13%	145	151	6	4%	n.a.	212	n.a.	n.a.
净利润	143	150	7	5%	202	207	5	2%	n.a.	258	n.a.	n.a.
每股收益(美元)	0.11	0.11	0.01	5%	0.15	0.16	0.00	2%	n.a.	0.19	n.a.	n.a.
毛利润率	24.9%	24.1%	-0.8 ppt		26.8%	26.6%	-0.3 ppt		n.a.	27.0%	n.a.	
营业利润率	0.1%	3.1%	3.0 ppt		3.7%	5.5%	1.8 ppt		n.a.	6.4%	n.a.	
税前利润率	6.1%	6.7%	0.6 ppt		9.4%	9.4%	0.0 ppt		n.a.	11.1%	n.a.	
净利润率	11.0%	11.3%	0.3 ppt		13.1%	12.9%	-0.2 ppt		n.a.	13.5%	n.a.	
每股净资产(美元)	2.058	2.050	(0.009)	0%	2.183	2.176	(0.007)	0%	n.a.	2.375	n.a.	n.a.
权益收益率	5.5%	5.8%	0.3% pt		7.3%	7.5%	0.2% pt		n.a.	8.7%	n.a.	

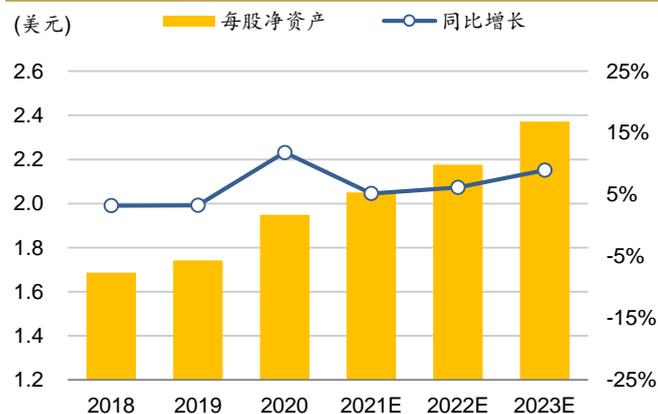
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图9: 华虹半导体盈利预测比较 (招商证券 vs. 彭博一致预测)

(百万美元)	2021E	2022E	2023E
收入			
招商证券	1,335	1,607	1,905
一致预测	1,294	1,624	2,054
差异	3%	-1%	-7%
毛利润率 (%)			
招商证券	24.1%	26.6%	27.0%
一致预测	24.0%	26.3%	26.9%
差异	0.1 ppt	0.2 ppt	0.1 ppt
营业利润			
招商证券	41	88	121
一致预测	83	158	244
差异	-50%	-44%	-50%
净利润			
招商证券	150	207	258
一致预测	152	198	246
差异	-1%	5%	5%

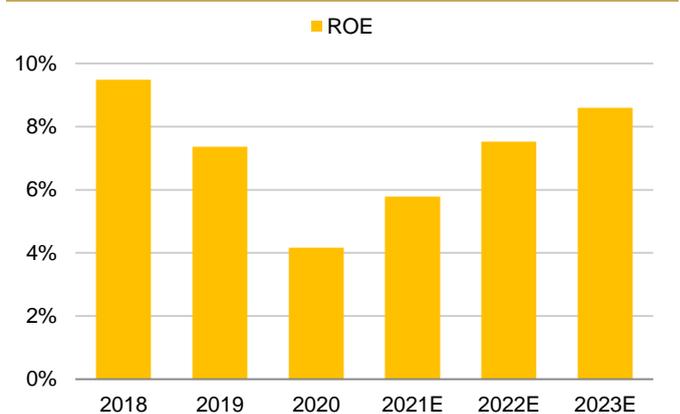
资料来源: 彭博一致预测(截至2021年5月12日)、招商证券(香港)预测

图10: 华虹半导体每股净资产(BPS)预测



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

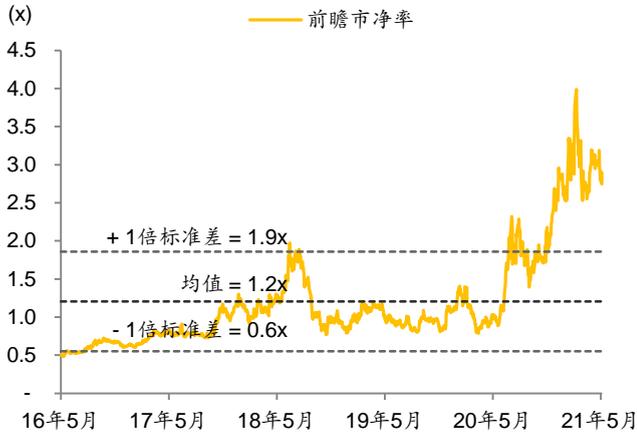
图11: 华虹半导体权益收益率(ROE)预测



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

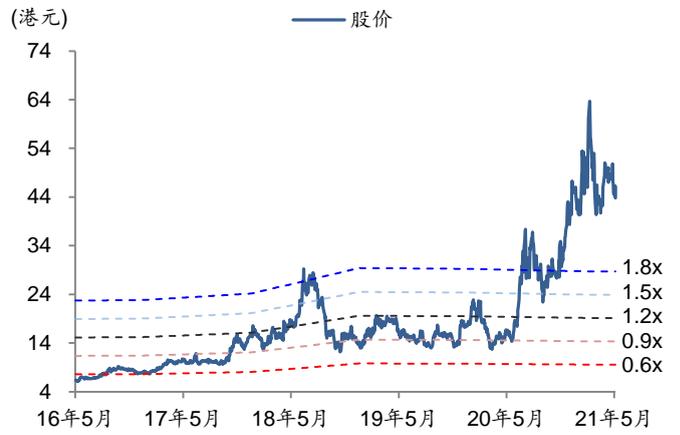
估值

图12: 华虹半导体前瞻市净率



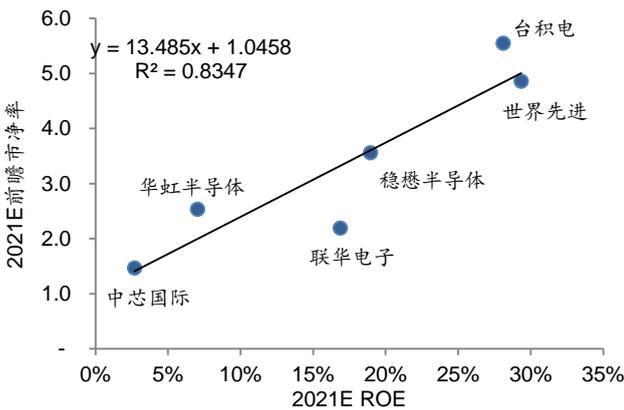
资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测; 截至2021/05/13

图13: 华虹半导体前瞻市净率通道



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测; 截至2021/05/13

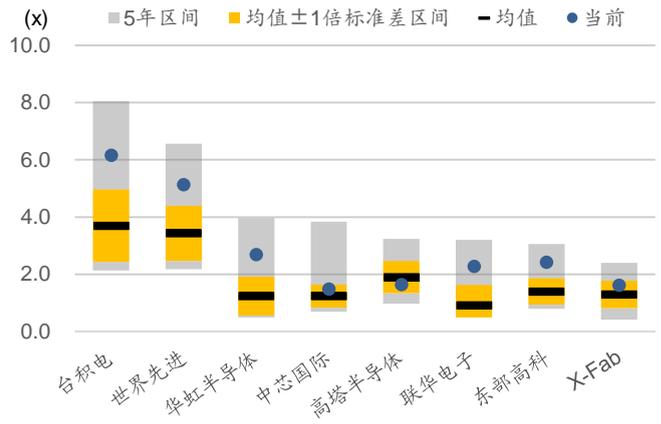
图14: 晶圆代工厂2021年预期前瞻市净率与ROE



资料来源: 彭博、招商证券(香港); 截至2021/05/13

股票代码: 台积电 (2330 TT)、联华电子 (2303 TT)、中芯国际 (981 HK)、高塔半导体 (TSEM IT)、华虹半导体 (1347 HK)、世界先进 (5347 TT)、X-Fab (XFAB FP)、东部高科 (000990 KS)

图15: 晶圆代工厂前瞻市净率比较



资料来源: 彭博、招商证券(香港); 截至2021/05/13

图16: 估值比较

公司	股票代码	交易货币	股价	市值 (十亿美元)	市盈率 (x)		市净率 (x)		EV/EBITDA (x)		权益收益率		股息收益率		净杠杆率
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	
晶圆代工厂															
华虹半导体	1347 HK	港元	43.80	7.3	49.8	36.2	2.8	2.6	18.9	13.7	6%	8%	0.6%	0.8%	-11%
中芯国际	0981 HK	港元	23.80	35.0	114.2	81.4	1.6	1.5	14.3	12.1	1%	2%	0.0%	0.0%	-17%
台积电	2330 TT	新台币	547.00	507.0	23.9	20.8	6.6	5.6	12.9	10.8	29%	28%	2.0%	2.2%	-23%
联华电子	2303 TT	新台币	47.55	21.1	14.5	13.1	2.3	2.2	6.6	6.2	16%	17%	4.3%	5.3%	-11%
华润微电子	688396 CH	人民币	59.00	12.1	47.8	39.6	6.5	5.6	29.6	26.9	13%	13%	0.2%	0.3%	-44%
世界先进	5347 TT	新台币	110.00	6.4	18.6	17.0	5.3	4.9	10.9	9.6	30%	29%	3.8%	4.3%	-30%
稳懋半导体	3105 TT	新台币	322.50	4.9	23.1	19.1	3.9	3.6	11.3	9.3	16%	19%	2.9%	3.4%	8%
高塔半导体	TSEM IT	新谢克尔	8,322	2.7	18.8	14.7	1.7	1.5	6.0	5.4	10%	11%	n.a.	n.a.	-21%
东部高科	000990 KS	韩元	57,600	2.3	12.8	10.8	2.6	2.1	5.5	4.7	21%	22%	0.6%	0.8%	-5%
均值					36.2	28.1	3.7	3.3	12.9	11.0	16%	17%	1.7%	2.0%	-17%

注: 招商证券(香港)评级股票: 华虹半导体 (1347 HK、买入、目标价: 60港元)、中芯国际 (981 HK、中性、目标价: 25港元);

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测; 股价截至2021/05/13

盈利预测表

图 17: 华虹半导体盈利预测

(百万美元)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	203	225	253	280	305	336	354	340	365	396	426	419	933	961	1,335	1,607	1,905
同比增长	-8%	-2%	6%	15%	50%	49%	40%	21%	20%	18%	20%	23%	0%	3%	39%	20%	19%
营业成本	(160)	(167)	(192)	(208)	(233)	(255)	(267)	(257)	(274)	(291)	(309)	(306)	(650)	(726)	(1,012)	(1,180)	(1,390)
毛利润	43	59	61	72	72	81	87	83	91	105	117	113	282	235	322	427	515
营业费用	(71)	(63)	(74)	(61)	(60)	(70)	(77)	(74)	(76)	(84)	(91)	(87)	(179)	(269)	(281)	(338)	(394)
营业利润	(29)	(4)	(13)	11	13	11	10	8	15	21	26	26	104	(35)	41	88	121
非经营性损益	20	12	24	24	7	11	15	15	15	15	16	16	78	81	48	63	91
税前利润	(9)	8	11	36	20	22	25	24	31	36	43	42	182	46	90	151	212
所得税	11	(7)	(10)	(7)	1	(4)	(4)	(4)	(5)	(6)	(7)	(7)	(27)	(13)	(11)	(24)	(34)
少数股东损益	18	17	17	15	12	19	20	20	20	20	20	20	7	66	71	80	80
净利润(除少数股东)	20	18	18	44	33	37	40	40	46	50	56	55	162	99	150	207	258
稀释每股收益(美元)	0.016	0.014	0.013	0.033	0.025	0.028	0.031	0.030	0.034	0.038	0.042	0.042	0.125	0.075	0.113	0.156	0.195
同比增长	-57%	-59%	-62%	64%	60%	105%	127%	-10%	38%	35%	38%	40%	-26%	-40%	50%	38%	25%
每股净资产(美元)	1.73	1.75	1.83	1.95	1.96	1.99	2.02	2.05	2.08	2.09	2.13	2.18	1.74	1.95	2.05	2.18	2.37
ROE	3.6%	3.2%	3.1%	7.1%	5.2%	5.8%	6.2%	6.0%	6.8%	7.4%	8.1%	7.9%	7.4%	4.2%	5.8%	7.5%	8.7%
利润率																	
毛利率	21.1%	26.0%	24.2%	25.8%	23.7%	24.0%	24.5%	24.3%	25.0%	26.5%	27.5%	27.0%	30.3%	24.4%	24.1%	26.6%	27.0%
营业利润率	-14.2%	-1.8%	-5.1%	4.0%	4.2%	3.2%	2.7%	2.5%	4.2%	5.2%	6.2%	6.2%	11.1%	-3.6%	3.1%	5.5%	6.4%
营业费用率	35.2%	27.7%	29.3%	21.8%	19.5%	20.8%	21.8%	21.8%	20.8%	21.3%	21.3%	20.8%	19.2%	28.0%	21.0%	21.1%	20.7%
税前利润率	-4.3%	3.5%	4.4%	12.7%	6.5%	6.5%	7.0%	7.0%	8.4%	9.0%	10.0%	10.1%	19.5%	4.8%	6.7%	9.4%	11.1%
净利润率	10.0%	7.9%	7.0%	15.6%	10.8%	11.1%	11.4%	11.7%	12.5%	12.6%	13.1%	13.2%	17.4%	10.3%	11.3%	12.9%	13.5%
收入按服务类型细分																	
晶圆代工	96.5%	96.0%	96.6%	96.5%	95.7%	95.8%	97.2%	96.9%	95.5%	95.6%	97.1%	96.8%	97%	96%	96%	96%	96%
其他	3.5%	4.0%	3.4%	3.5%	4.3%	4.2%	2.8%	3.1%	4.5%	4.4%	2.9%	3.2%	3%	4%	4%	4%	4%
晶圆代工收入																	
晶圆代工收入	196	216	244	270	292	322	344	329	349	379	414	405	907	927	1,287	1,547	1,835
环比	-16%	10%	13%	11%	8%	10%	7%	-4%	6%	9%	9%	-2%	-1%	2%	39%	20%	19%
出货量(千片)	463	523	577	628	669	716	759	744	781	828	877	869	1,974	2,191	2,887	3,354	3,852
环比	-10%	13%	10%	9%	7%	7%	6%	-2%	5%	6%	6%	-1%	-2%	11%	32%	16%	15%
平均售价(美元)	423	414	424	430	436	449	454	443	447	458	472	467	459	423	446	461	476
环比	-7%	-2%	2%	2%	1%	3%	1%	-2%	1%	2%	3%	-1%	2%	-8%	5%	3%	3%
产能																	
总产能(千片每月)	201	201	210	223	241	257	268	279	291	302	313	324	182	209	261	307	350
环比	0%	0%	4%	6%	8%	7%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	6%	15%	25%	18%	14%
产能利用率	82.4%	93.4%	95.8%	99.0%	104.2%	92.9%	94.4%	88.8%	89.6%	91.4%	93.4%	89.3%	90.6%	87.5%	92.1%	90.9%	91.8%
200mm 产能利用率	91.9%	100.4%	102.0%	104.4%	104.3%	100.0%	98.0%	96.0%	95.0%	97.0%	97.0%	95.0%	92.4%	99.7%	99.6%	96.0%	96.0%
300mm 产能利用率	6.9%	38.3%	56.4%	75.5%	103.8%	77.0%	87.2%	76.0%	81.0%	83.4%	88.7%	82.3%	9.6%	17.0%	76.1%	84.0%	87.5%

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测; 产能均转换为约当8寸晶圆

财务预测表

资产负债表

百万美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,497	1,406	1,346	1,011	1,136
现金及现金等价物	476	923	838	471	516
短期投资	520	0	7	8	8
应收账款	165	121	172	181	195
存货	142	226	245	272	337
其他应收款	113	131	77	71	71
其他流动资产	80	5	8	8	8
非流动资产	2,117	3,162	4,062	4,590	4,750
固定资产净值	1,558	2,510	3,411	3,941	4,101
使用权资产	75	79	77	77	77
无形资产	13	37	36	36	36
权益法投资	73	105	102	100	100
长期金融资产	208	230	225	224	224
其他非流动资产	190	200	211	212	212
总资产	3,613	4,569	5,407	5,602	5,886
流动负债	475	665	690	721	748
短期借款	4	48	91	91	91
应付账款	86	131	146	177	204
其他应付款及应计款	304	386	346	346	346
其他流动负债	81	100	107	107	106
非流动负债	55	549	1,244	1,243	1,243
长期借款	22	518	1,218	1,218	1,218
其它长期负债	34	31	26	25	25
总负债	531	1,214	1,935	1,964	1,991
普通股	1,966	1,979	1,984	1,984	1,984
储备	279	549	681	846	1,103
少数股东权益	837	826	808	808	808
资本调整	0	0	0	0	0
权益和负债总额	3,613	4,569	5,407	5,602	5,886

现金流量表

百万美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	163	269	430	542	610
税前利润	182	46	90	151	212
折旧和摊销	129	206	321	420	489
营运资本变动	6	4	(54)	(6)	(53)
已付税金	(27)	(13)	(11)	(24)	(34)
其他	(127)	25	83	1	(4)
投资活动现金流	(723)	(406)	(1,311)	(939)	(639)
资本支出	(922)	(1,087)	(1,330)	(950)	(650)
其他投资	200	682	19	11	11
融资活动现金流	263	540	798	31	73
已付股利	(51)	0	0	(42)	(58)
已发行新股(已注销)	3	8	6	0	0
已发债(已偿还)	(4)	539	743	0	0
其他	316	(7)	48	73	131
现金净流量	(301)	447	(85)	(367)	45

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测; 股价截至 2021/05/13

损益表

百万美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	933	961	1,335	1,607	1,905
营业成本	(650)	(726)	(1,012)	(1,180)	(1,390)
毛利润	282	235	322	427	515
销售费用	(9)	(8)	(11)	(13)	(15)
管理及行政费用	(170)	(261)	(270)	(325)	(379)
营业利润	104	(35)	41	88	121
利息收入	19	11	11	11	11
利息费用	(1)	(3)	(7)	(7)	(7)
其他非经营性损益	60	73	44	58	86
税前利润	182	46	90	151	212
所得税	(27)	(13)	(11)	(24)	(34)
净利润(含少数股东)	155	33	79	127	178
归属于少数股东	7	66	71	80	80
净利润(除少数股东)	162	99	150	207	258
调整每股收益(美元)	0.13	0.08	0.11	0.16	0.19

财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
同比增长率					
收入	0.2%	3.1%	38.8%	20.4%	18.6%
营业利润	-42.7%	n.a.	n.a.	113.1%	37.1%
净利润	-11.4%	-38.7%	51.1%	37.6%	24.7%
盈利能力					
毛利润率	30.3%	24.4%	24.1%	26.6%	27.0%
营业利润率	11.1%	-3.6%	3.1%	5.5%	6.4%
净利润率	17.4%	10.3%	11.3%	12.9%	13.5%
ROE	7.4%	4.2%	5.8%	7.5%	8.7%
偿债能力					
负债权益比	0.8%	16.9%	37.7%	36.0%	33.6%
净负债权益比	-14.6%	-10.6%	13.6%	23.0%	20.4%
流动比率	3.1	2.1	1.9	1.4	1.5
速动比率	2.8	1.8	1.6	1.0	1.1
经营效率					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
应付账款周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
每股指标(美元)					
稀释每股收益	0.13	0.08	0.11	0.16	0.19
每股净资产	1.74	1.95	2.05	2.18	2.37
每股净现金	0.35	0.27	(0.36)	(0.63)	(0.60)
每股自由现金流	(0.59)	(0.62)	(0.68)	(0.31)	(0.03)
每股 EBITDA	0.24	0.19	0.32	0.44	0.53
估值比率					
市盈率	18.1	75.3	49.8	36.2	29.0
市净率	1.3	2.9	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	82.9	237.5	18.9	13.7	86.5

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828