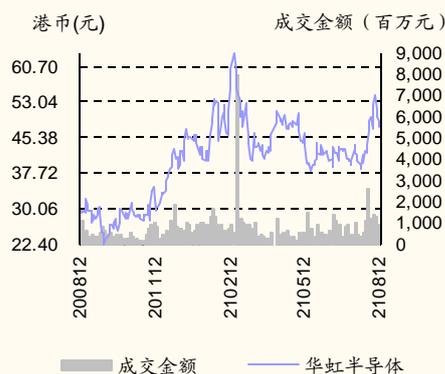


市场数据(港币)

收盘价(元)	47.550
流通港股(百万股)	1,300.32
总市值(百万元)	61,830.34
年内股价最高最低(元)	63.650/22.400
香港恒生指数	26517.82



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	2.70	-21.08	60.64
相对香港红筹	9.24		66.38

相关报告

- 《华虹半导体季报点评-营收单价增长超预期,但毛利率拉升有限》, 2021.5.13
- 《华虹半导体业绩点评-结构性问题待改善,同业拉高估值》, 2020.8.12

郑弼禹 分析师 SAC 执业编号: S1130520010001
zhengbiyu@gjzq.com.cn

邵广雨 联系人
shaoguangyu@gjzq.com.cn

赵晋 分析师 SAC 执业编号: S1130520080004
zhaojin1@gjzq.com.cn

营收单价增长超预期, 但毛利率拉升有限

主要财务指标

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(美元)	0.125	0.076	0.142	0.172	0.267
每股收益同比增长(%)	-26%	-39%	87%	21%	55%
每股净资产(美元)	1.7	1.9	2.2	2.3	2.5
市盈率(倍)	48.5	80.0	42.8	35.3	22.7
市净率(倍)	3.5	3.2	2.8	2.6	2.5
净资产收益率(%)	7%	4%	7%	8%	8%
(净利润+折旧摊销)/营收(%)	31%	32%	35%	39%	44%
资本开支/营收(%)	60%	69%	63%	55%	59%

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是美元

重点整理

- **8" 拉升获利率:** 华虹 8 月 12 日公布二季度营收环比增长 14 个点, 同比增长 54 个点, 略高于市场预期 1 个点, 归因于 8" 毛利率高于预期达历史新高的 32% (优于上季度及去年同期的 27-28%) 及营业费用率低于市场预期, 让二季度 0.033 EPS 高于市场预期近 14 个点。就二季度营收分析, 以中国客户 (16% q/q, 86% y/y) 12" 55/65nm 的 NOR/CIS (58% q/q, 481% y/y), 8" 250nm MCU 逻辑 (51% q/q, 74% y/y) 的增长幅度较平均来的强劲。
- **三季度增长优于预期:** 华虹三季度营收指引 4.1 亿美元 (18% 环比增长, 62% 同比增长, 估计单价环比增长 5-7%), 明显高于对标公司台积电/联电/世界先进/中芯的 11/8/15 / 3% 的环比营收增长的指引, 且有近 12 个点高于彭博分析师预期, 我们归因于 8" 及 12" 需求均高于预期, 拿下部分中芯扩产受限的份额, 还有 8" / 12" 的单价提升。毛利率 25-27% 的指引也高于市场预期近一个点。
- **12" 晶圆代工占比持续提升, 税前亏损率持续改善:** 12" 晶圆代工月产能持续提升到 40,000 片 (从一季度的 28,000 片), 及月度出货持续增加到 27,260 片 (从一季度的 18,963 片), 营收占比从一季度的 19% 到二季度的 25%。但归因于折旧费用仍高, 12" 毛利率只有 3%, 低于一季度的 7%, 更远低于 8" 的 32% 毛利率, 但值得关注的是, 华虹 12" 税前亏损率持续改善, 从一季度的 45%, 改善到二季度的 17%。

投资建议

- **结构性逐步改善:** 因营收超预期及毛利率趋稳, 我们调升华虹 2021/2022E EPS 达 17% / 15% 到 0.142 / 0.172 美元, 高于彭博分析师预期的 0.122/0.160 美元, 我们维持华虹“买入”评级, 并调升其目标价从 HK\$58 到 HK\$67。

风险提示

- 12" 无锡晶圆代工扩产计划所拉高的管理, 研发, 折旧费用可能持续破坏获利结构, 新冠肺炎疫情改善可能会让许多 IDM 客户重启全产能生产。

图表 1: 华虹季度财务模型预估调整

	1Q21A	2Q21A	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
原预测								
产能利用率 (%)	93%	94%	92%	91%	90%	88%	91%	90%
平均单价 (美元)	436	445	458	472	462	472	472	486
营收(US\$bn)	0.305	0.335	0.365	0.400	0.375	0.416	0.457	0.493
环比 q/q (%)	9%	10%	9%	10%	-6%	11%	10%	8%
毛利率 (%)	24%	24%	25%	25%	23%	25%	27%	27%
营业利润率 (%)	4%	4%	4%	5%	5%	7%	8%	9%
净利润率 (%)	11%	13%	11%	11%	10%	11%	12%	12%
季度每股收益 (美元)	0.025	0.033	0.031	0.032	0.03	0.04	0.04	0.05
年度每股收益 (美元)				0.121				0.15
新预测								
产能利用率 (%)	93%	91%	93%	88%	89%	87%	90%	89%
平均单价 (美元)	436	454	486	495	462	481	500	510
营收(US\$bn)	0.305	0.346	0.409	0.424	0.371	0.419	0.478	0.511
环比 q/q (%)	9%	14%	18%	4%	-13%	13%	14%	7%
毛利率 (%)	24%	25%	27%	24%	22%	25%	26%	27%
营业利润率 (%)	4%	11%	9%	5%	5%	13%	9%	10%
净利润率 (%)	11%	13%	16%	11%	9%	16%	13%	13%
季度每股收益 (美元)	0.025	0.033	0.050	0.034	0.026	0.050	0.046	0.050
年度每股收益 (美元)				0.142				0.172
彭博季度每股收益 (美元)	0.025	0.029	0.032	0.036	0.039	0.039	0.040	0.042
年度每股收益 (美元)				0.122				0.160
彭博营收环比 q/q (%)	13%	3%	9%	4%	8%	7%	8%	5%
彭博毛利率 (%)	24%	24%	25%	24%	25%	26%	27%	26%
彭博营业利润率 (%)	4%	4%	3%	4%	5%	4%	5%	5%
修正幅度 (%)								
营收	0%	3%	12%	6%	-1%	1%	5%	4%
年度每股收益				17%				15%

来源: 公司公告, 彭博社, 国金证券研究所

风险提示

12"无锡晶圆代工扩产计划所拉高的管理, 研发, 折旧费用可能持续破坏获利结构, 新冠肺炎疫情改善可能会让许多 IDM 客户重启全产能生产。

附录：三张报表预测及摘要

损益表					
单位 (10 亿美元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	0.93	0.96	1.48	1.78	2.20
营业成本	0.65	0.73	1.12	1.33	1.60
毛利	0.28	0.23	0.37	0.45	0.60
营业费用	0.18	0.27	0.26	0.28	0.31
营业利润	0.10	(0.03)	0.11	0.16	0.29
折旧	0.13	0.21	0.33	0.47	0.61
摊销	-	-	-	-	-
折旧前净利	0.23	0.17	0.44	0.63	0.90
财务利息	(0.00)	(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.00)
其他	0.07	0.06	0.06	0.05	0.07
投资收入	0.01	0.03	-	-	-
特例	-	-	-	-	-
税前利润总额	0.18	0.05	0.17	0.21	0.36
所得税/少数股东损益	0.02	(0.05)	(0.02)	(0.02)	(0.00)
净利润	0.16	0.10	0.19	0.23	0.37
优先股息	-	-	-	-	-
净利润	0.16	0.10	0.19	0.23	0.37
获利能力比率(%)					
毛利率	30%	24%	25%	25%	27%
营业利润率	11%	-4%	8%	9%	13%
折旧前净利率	25%	18%	30%	36%	41%
税前利润率	19%	5%	11%	12%	16%
净利率	17%	10%	13%	13%	17%
净资产收益率	7%	4%	6%	7%	11%
投入资本回报率	3%	1%	3%	3%	5%
同比增长率 (%)					
营业总收入	0%	3%	54%	20%	24%
营业毛利	-9%	-17%	57%	21%	35%
营业利润	-43%	-133%	N.M.	46%	80%
折旧前净利	-23%	-26%	158%	43%	42%
税前利润总额	-18%	-75%	261%	27%	71%
净利润	-11%	-39%	89%	23%	58%
收益评估 (CNY\$)					
每股营业收入	0.72	0.73	1.12	1.33	1.61
每股折旧前净利	0.08	(0.03)	0.08	0.12	0.21
每股利润	0.13	0.08	0.14	0.17	0.27
每股账面净值	2.38	2.56	2.98	3.45	3.97
每股经营现金流量	0.77	0.28	0.45	0.55	0.76
每股自由现金流量	0.05	(0.65)	(0.60)	(0.34)	(0.48)
资产负债表					
单位 (10 亿美元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1.07	0.92	0.58	0.66	0.53

应收票据及应收账款	0.17	0.13	0.19	0.23	0.29
存货	0.14	0.23	0.35	0.41	0.50
其他流动资产	0.11	0.13	0.20	0.24	0.30
流动资产合计	1.50	1.41	1.32	1.55	1.62
固定资产	1.80	2.77	3.76	4.49	5.48
其他非流动资产	0.11	0.16	0.16	0.16	0.16
长期股权投资	0.21	0.23	0.30	0.30	0.40
非流动资产合计	2.12	3.16	4.22	4.95	6.04
资产总计	3.61	4.57	5.54	6.50	7.66
短期借款	0.00	0.05	0.05	0.06	0.07
应付票据及应付账款	0.09	0.13	0.20	0.24	0.29
其他流动负债	0.38	0.49	0.75	0.90	1.11
流动负债合计	0.48	0.67	1.00	1.20	1.47
长期贷款	0.02	0.52	0.55	0.64	0.73
其他长期负债	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
非流动负债合计	0.06	0.55	0.58	0.67	0.76
负债合计	0.53	1.21	1.58	1.87	2.23
实收资本(或股本)	1.97	1.98	2.25	2.25	2.25
资本公积金	0.00	0.00	0.00	-	-
未分配利润	0.28	0.55	0.71	0.88	1.18
少数股东权益	0.84	0.83	1.00	1.50	2.00
所有者权益合计	3.08	3.35	3.96	4.63	5.43
负债和股东权益合计	3.61	4.57	5.54	6.50	7.66
流动资产比率(x)					
净营运资本	2	2	3	4	5
流动比率	83.8	5.3	6.8	7.0	7.5
速动比	78.5	5.1	6.5	6.6	7.1
现金比率	8.1	0.2	0.4	0.4	0.4
资本总额比率(%)					
负债比率	1%	13%	12%	12%	12%
所有者权益比率	72%	65%	66%	59%	56%
债务股本比	38%	53%	52%	68%	80%
经营比率(x)					
应收账款月数	2.2	1.6	1.6	1.6	1.6
存货月数	2.6	3.7	3.7	3.7	3.7
存货周转率	4.6	3.2	3.2	3.2	3.2
固定资产周转率(x)	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
总资产周转率(x)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
现金流量表					
单位(10亿美元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	0.16	0.10	0.19	0.23	0.37
折旧费用	0.13	0.21	0.33	0.47	0.61
摊销费用	0.00	0.00	0.00	0.00	-
其他	-0.01	-0.03	0.00	0.00	-
营运资金变动	0.71	0.09	0.07	0.04	0.07

经营活动现金净流	0.99	0.37	0.59	0.74	1.04
资本开支	-0.93	-1.18	-1.32	-1.20	(1.60)
其他	-0.08	-0.05	0.00	0.00	-
投资	0.07	0.00	-0.07	0.00	(0.10)
投资活动现金净流	-0.93	-1.23	-1.39	-1.20	(1.70)
债权募资	-0.00	0.54	0.03	0.10	0.10
其他长期债权募资	0.02	-0.00	0.00	0.00	-
股权募资	0.22	0.17	0.42	0.44	0.43
筹资活动现金净流	0.23	0.71	0.45	0.54	0.53
现金净流量	0.29	-0.14	-0.35	0.09	(0.13)
自由现金净流量	0.06	-0.85	-0.80	-0.46	(0.66)

来源：公司年报、国金证券研究所

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。

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, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 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。

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: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402