

## 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)

业绩亮眼, 前景向好

- 2021年二季度收入优于指引及预期, 因晶圆出货量和平均售价增长; 各个业务平台需求均强劲
- 管理层预计工厂持续满载, 因需求强劲, 平均售价将每季度增长3-5%
- 前景仍然乐观; 维持买入评级; 目标价提高至62港元

### 季度业绩超预期; 强劲需求拉动出货量和平均售价增长

华虹半导体(华虹)在2021年二季度的收入为3.46亿美元(环比增长14%, 超出公司指引和市场预期), 再创新高。在MCU(微控制器)、RF(射频)、PMIC(电源管理芯片)、NOR闪存等的推动下, 晶圆出货量环比增长9%, 而整体平均售价增长4%。得益于更高的价格和产能利用率, 毛利率环比增长1.1个百分点至24.8%(优于预期), 随着8英寸晶圆厂产能利用率提升至112%, 整体产能利用率从一季度的104%进一步提升至二季度的110%。净利润为4,400万美元(而市场预期为3,600万美元), 这得益于较低的营业费用(因政府补助)。

### 三季度指引表明未来一个季度仍靓丽

对于2021年三季度, 华虹预计其收入将环比增长18%至约4.1亿美元(比市场预期高10%), 增长主要来自无锡工厂。5月份无锡厂产能已经达到每月4.8万片, 接近满载, 并有望在2021年底达到每月6.5万片的产能。指引指出2021年三季度毛利率提升至25-27%(市场预期为24.6%), 因为晶圆价格上涨抵消了折旧费用的增加。管理层预计, 在强劲的需求和产品组合改善的推动下, 今年晶圆平均售价将每季度增长3-5%。因客户需求稳定, 华虹预计其所有晶圆厂都能保持满载。

### 无锡厂继续迅速扩张

管理层维持在年底前将无锡晶圆厂产能提高至每月6.5万片的计划(三季度开始投产5.0-5.2万片, 四季度6.0万片), 未来将扩大至每月9.0-9.5万片。2021年的总资本支出为14亿美元(其中无锡厂为13亿美元, 8英寸厂为1.4亿美元), 下半年的资本支出将加速。我们相信华虹将建造一个新的晶圆厂, 因为无锡厂区仍有可用土地。

### 前景仍然乐观; 上调预测和目标价

我们仍然看好华虹, 尽管近期其股价有所回落, 很可能由资金流动造成。我们认为华虹的基本面仍然很好, 有多种有利因素推动收入增长和利润率扩张。我们将2021-2022年净利润预测上调15-18%, 并将目标价上调至62港元(此前为60港元), 仍基于3.8倍的2021年前瞻市净率。

### 盈利预测及估值

百万美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	933	961	1,489	1,789	2,045
同比增长	0%	3%	55%	20%	14%
毛利率	30.3%	24.4%	25.1%	26.6%	27.0%
净利润	162	99	177	239	280
同比增长	-11%	-39%	78%	35%	17%
每股净资产(美元)	1.74	1.95	2.10	2.25	2.47
市盈率(x)	18.1	75.3	45.8	34.0	29.0
市净率(x)	1.3	2.9	2.9	2.7	2.5
权益收益率	7.4%	4.2%	6.7%	8.4%	9.1%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测; 股价截至2021/08/12

此为2021年8月12日“Hua Hong (1347 HK) - Stellar results with favorable 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

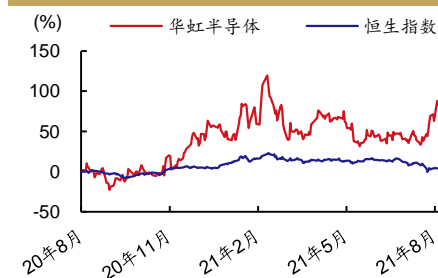
### 最新变动

2021年二季度业绩; 目标价、预测变动

### 买入

前次评级	买入
股价(2021/08/12)	47.55港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	62.0港元 (+30%)
前次目标价:	60.0港元

### 股价表现



资料来源: 彭博; 截至2021/08/12

%	1m	6m	12m
华虹半导体	13.2	(7.1)	64.0
恒生指数	(4.6)	(10.0)	5.1

### 行业: 电子及硬件科技

恒生指数(2021/08/12)	26,518
国企指数(2021/08/12)	9,465

### 重要数据

52周股价区间(港元)	21.8 - 64.65
港股市值(百万港元)	61,826
日均成交量(百万股)	20.78
每股净资产(港元)	15.23

### 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) - 季度业绩再创新高; 强劲需求前景持续(买入) (2021/05/13)
2. 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)
3. 华虹半导体 (1347 HK) - 再创季度新高, 强劲动能继续(买入) (2021/02/10)
4. 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)

## 华虹半导体2021年二季度(2Q21)业绩概览

图 1: 华虹半导体 2021 年二季度 (2Q21) 业绩比较 (实际对比预测)

(百万美元)	实际			2Q21 增长率		2Q21 预测			
	2Q20	1Q21	2Q21	环比	增长	市场预期	超预期	招商证券	超预期
收入	225	305	346	14%	54%	336	3%	336	3%
晶圆代工	216	292	331	14%	53%	n.a.	n.a.	322	3%
其他	9	13	15	13%	63%	n.a.	n.a.	14	5%
毛利润	59	72	86	19%	46%	81	6%	81	6%
营业利润	(4)	13	40	214%	n.a.	14	185%	11	270%
税前利润	8	20	52	161%	546%	30	74%	22	136%
净利润	18	33	44	33%	147%	36	22%	37	19%
稀释每股收益 (美元)	0.014	0.025	0.033	33%	143%	0.029	15%	0.028	19%
每股净资产 (美元)	1.749	1.960	2.028	3%	16%	1.990	2%	1.988	2%
毛利润率	26.0%	23.7%	24.8%	1.1 ppt	-1.2 ppt	24.1%	0.6 ppt	24.0%	0.8 ppt
营业利润率	-1.8%	4.2%	11.5%	7.3 ppt	13.3 ppt	4.2%	7.3 ppt	3.2%	8.3 ppt
税前利润率	3.5%	6.5%	14.9%	8.4 ppt	11.4 ppt	8.8%	6.1 ppt	6.5%	8.4 ppt
净利润率	7.9%	10.8%	12.7%	1.9 ppt	4.8 ppt	10.8%	2.0 ppt	11.1%	1.7 ppt
权益收益率 (ROE)	3.2%	5.2%	6.8%	1.6 ppt	3.6 ppt	6.0%	0.8 ppt	5.8%	1.0 ppt
晶圆出货量 (千片)*	523	669	730	9%	40%	n.a.	n.a.	716	2%
晶圆销售均价 (美元)	414	436	454	4%	10%	n.a.	n.a.	449	1%
总产能 (千片/月)*	201	241	268	11%	33%	n.a.	n.a.	257	4%
产能利用率	93.4%	104.2%	109.5%	5.3 ppt	16.1 ppt	n.a.	n.a.	92.9%	16.6 ppt
200mm 利用率	100.4%	104.3%	112.1%	7.8 ppt	11.7 ppt	n.a.	n.a.	100.0%	12.1 ppt
300mm 利用率	38.3%	103.8%	104.1%	0.3 ppt	65.8 ppt	n.a.	n.a.	77.0%	27.1 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8月11日)、招商证券 (香港) 预测

### ■ 收入取得季度新高, 利润率有所改善

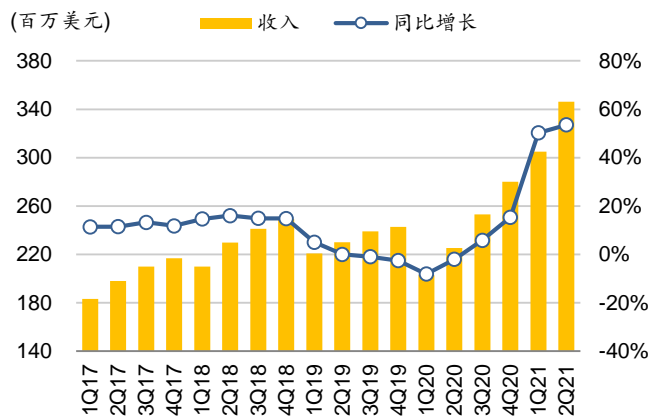
- 收入于2021年二季度环比增长14%至3.46亿美元 (同比增54%), 达到季度历史最高, 主要受到MCU (微控制器)、射频 (RF)、PMIC (电源管理芯片)、NOR闪存、超级结需求增长的推动, 使得晶圆出货量增长 (环比增9%至73.0万片) 和平均售价增长 (环比增4%)
- 毛利润率 (GM) 二季度环比改善1.1个百分点至24.8%, 主要因为平均售价和产能利用率改善
- 二季度营业费用环比降低了23%, 主要因为于研发相关的政府补助
- 净利润二季度环比增加33%至4,400万美元 (净利润率12.7%); 二季度年化权益收益率 (ROE) 为6.8%
- 经营现金流二季度达到9,900万美元; 资本支出总计达1.47亿美元 (8寸厂和无锡厂分别为2,700万美元和1.19亿美元)

### ■ 华虹8寸厂和华虹无锡厂的表现

- 华虹8寸厂
  - 收入环比增4.7%至2.62亿美元 (同比增21.4%), 达到历史新高
  - 毛利润率环比下跌4.3个百分点至31.6%, 主要由于平均售价和产能利用率改善
  - 营业费用为2,080万美元, 比一季度低35.9%, 主要因为无锡厂开始分担成本
- 华虹无锡厂
  - 收入环比增54%至8,400万美元
  - 二季度毛利润率为3.3% (今年一季度为7.3%, 去年二季度为-12.7%)
  - 营业费用为2,500万美元, 比一季度低7.1%, 主要因为政府补助增加
  - EBITDA达到2,990万美元 (EBITDA利润率为35.5%)

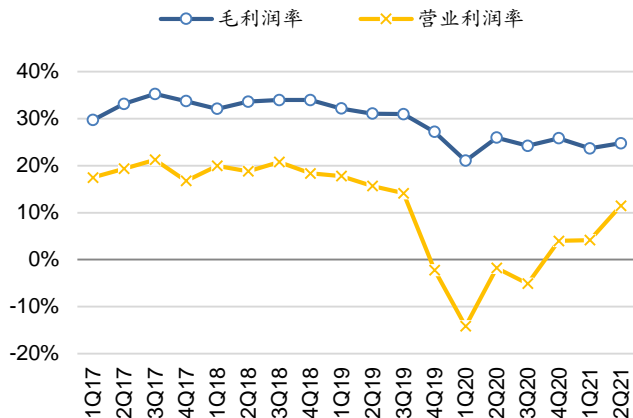
季度财务表现

图2: 华虹半导体季度收入



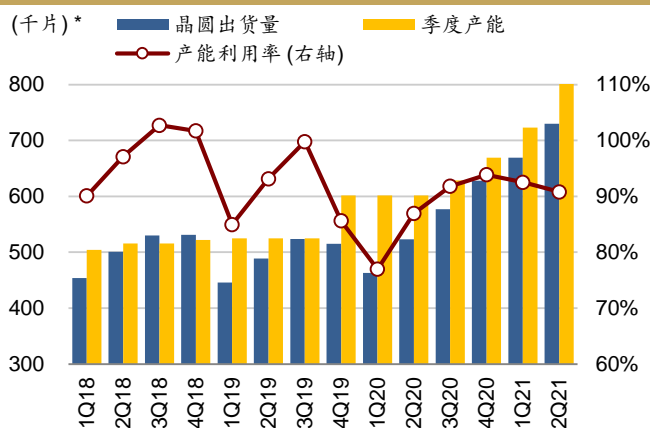
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图3: 华虹半导体季度利润率



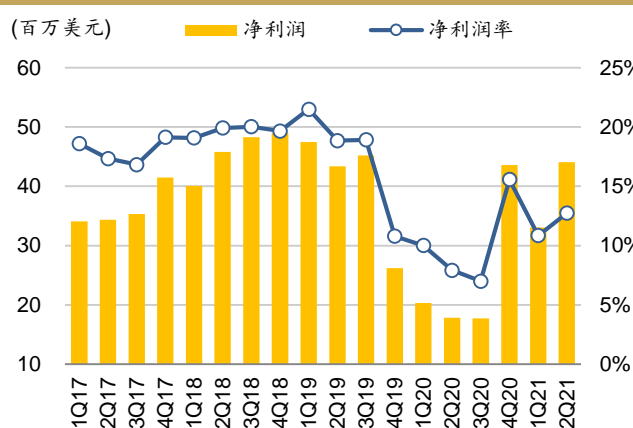
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图4: 华虹半导体季度出货量和产能



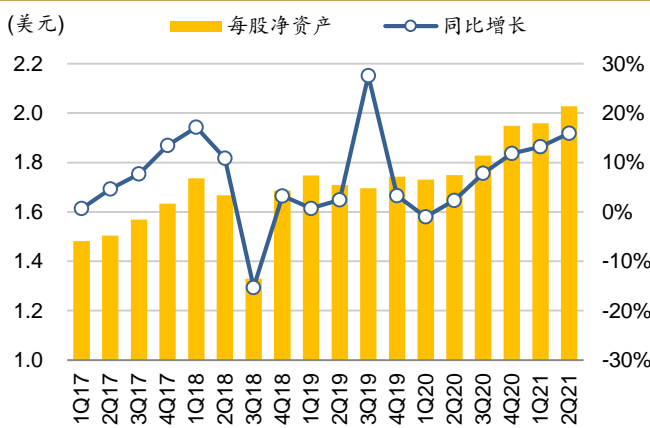
资料来源: 公司数据、招商证券(香港); (\*) 约当8寸晶圆

图5: 华虹半导体季度净利润



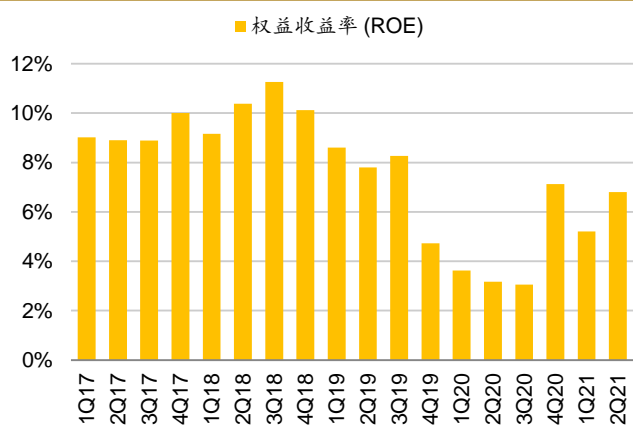
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

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	1,335	1,489	154	12%	1,607	1,789	182	11%	1,905	2,045	140	7%
毛利润	322	374	51	16%	427	475	48	11%	515	553	38	7%
营业利润	41	98	56	136%	88	145	57	65%	121	181	60	49%
税前利润	90	144	54	60%	151	189	38	25%	212	238	27	13%
净利润	150	177	27	18%	207	239	32	15%	258	280	22	9%
每股收益 (美元)	0.11	0.13	0.02	18%	0.16	0.18	0.02	15%	0.19	0.21	0.02	9%
毛利润率	24.1%	25.1%	1.0 ppt		26.6%	26.6%	0.0 ppt		27.0%	27.0%	0.0 ppt	
营业利润率	3.1%	6.6%	3.5 ppt		5.5%	8.1%	2.6 ppt		6.4%	8.8%	2.5 ppt	
税前利润率	6.7%	9.7%	2.9 ppt		9.4%	10.6%	1.2 ppt		11.1%	11.6%	0.5 ppt	
净利润率	11.3%	11.9%	0.7 ppt		12.9%	13.3%	0.5 ppt		13.5%	13.7%	0.2 ppt	
每股净资产 (美元)	2.050	2.105	0.055	3%	2.176	2.250	0.074	3%	2.375	2.465	0.091	4%
权益收益率	5.8%	6.7%	1.0% pt		7.5%	8.4%	0.9% pt		8.7%	9.1%	0.4% pt	

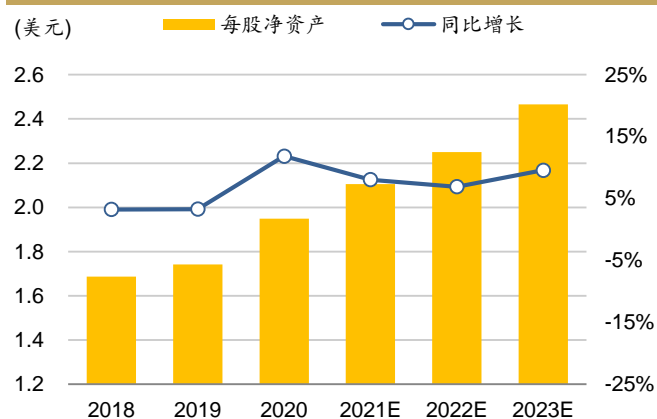
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

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
<b>收入</b>			
招商证券	1,489	1,789	2,045
一致预测	1,402	1,765	2,082
差异	6%	1%	-2%
<b>毛利润率 (%)</b>			
招商证券	25.1%	26.6%	27.0%
一致预测	24.6%	26.2%	27.8%
差异	0.5 ppt	0.3 ppt	-0.8 ppt
<b>营业利润</b>			
招商证券	98	145	181
一致预测	60	126	194
差异	63%	15%	-7%
<b>净利润</b>			
招商证券	177	239	280
一致预测	157	198	245
差异	13%	20%	15%

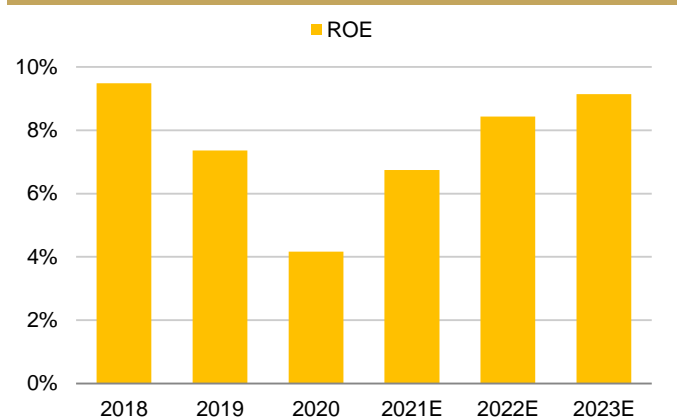
资料来源: 彭博一致预测 (截至2021年8月11日)、招商证券 (香港) 预测

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

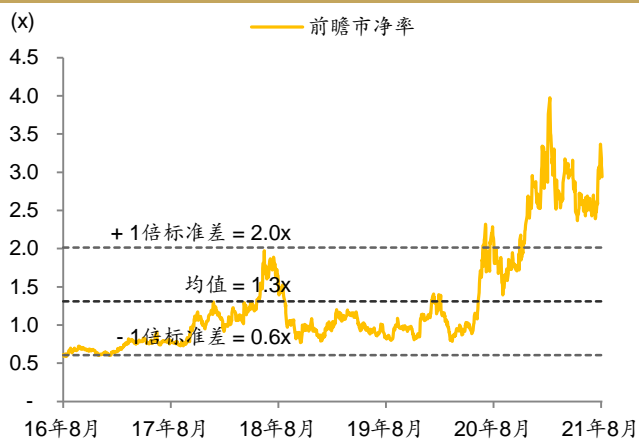
图 11: 华虹半导体权益收益率 (ROE) 预测



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

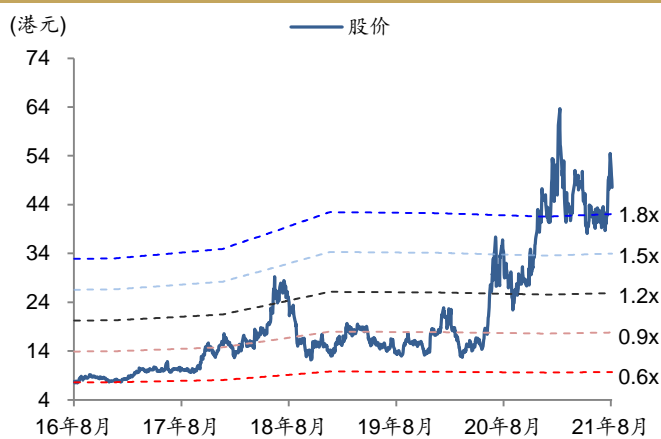
估值

图12: 华虹半导体前瞻市净率



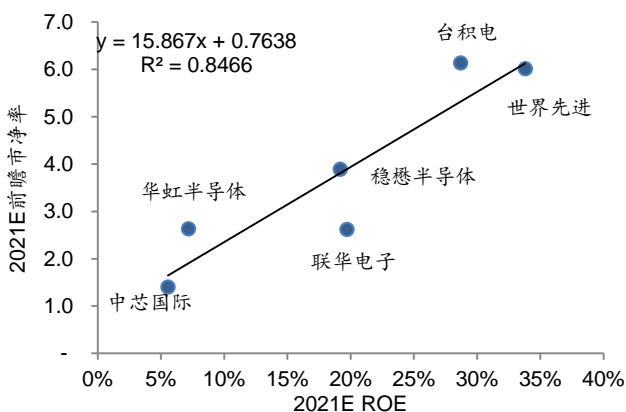
资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测; 截至2021/08/12

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2021/08/12

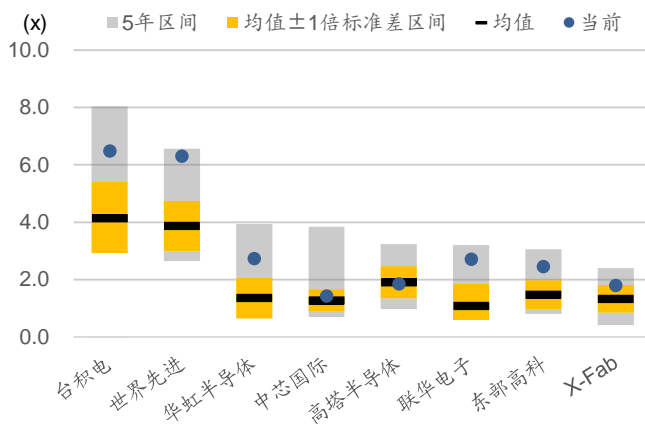
图14: 晶圆代工厂2021年预期前瞻市净率与ROE



资料来源: 彭博、招商证券(香港); 截至2021/08/12

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2021/08/12

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	
<b>晶圆代工厂</b>															
华虹半导体	1347 HK	港元	47.55	7.9	45.8	34.0	2.9	2.7	17.8	13.6	7%	8%	0.6%	0.8%	-11%
中芯国际	0981 HK	港元	25.55	38.2	19.0	29.2	1.6	1.5	8.4	8.6	9%	5%	0.0%	0.0%	-17%
台积电	2330 TT	新台币	586.00	546.4	26.1	22.7	7.1	6.1	14.0	11.8	29%	29%	1.9%	2.1%	-23%
联华电子	2303 TT	新台币	60.10	26.8	15.6	13.6	2.9	2.6	7.5	6.7	19%	20%	3.7%	5.0%	-11%
华润微电子	688396 CH	人民币	87.07	17.8	64.5	53.5	8.2	7.1	42.3	37.8	14%	14%	0.1%	0.2%	-44%
世界先进	5347 TT	新台币	145.00	8.5	21.4	18.4	6.8	6.0	13.3	11.0	34%	34%	3.2%	3.7%	-30%
稳懋半导体	3105 TT	新台币	343.50	5.2	27.4	20.8	4.3	3.9	14.2	11.4	15%	19%	2.6%	3.0%	8%
高塔半导体	TSEM IT	新谢克尔	9,428	3.2	20.7	16.4	2.0	1.8	6.7	6.0	10%	11%	n.a.	n.a.	-21%
东部高科	000990 KS	韩元	64,300	2.5	11.9	9.6	2.9	2.2	6.1	5.4	27%	27%	0.6%	0.6%	-5%
<b>均值</b>					<b>29.0</b>	<b>24.8</b>	<b>4.3</b>	<b>3.8</b>	<b>14.8</b>	<b>12.6</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.8%</b>	<b>-17%</b>

注: 招商证券(香港)评级股票: 华虹半导体 (1347 HK、买入、目标价: 62港元)、中芯国际 (981 HK、中性、目标价: 30港元);

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测; 股价截至2021/08/12

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	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
收入	203	225	253	280	305	346	409	429	433	444	449	462	933	961	1,489	1,789	2,045	
同比增长	-8%	-2%	6%	15%	50%	54%	62%	53%	42%	28%	10%	8%	0%	3%	55%	20%	14%	
营业成本	(160)	(167)	(192)	(208)	(233)	(260)	(303)	(320)	(323)	(325)	(327)	(339)	(650)	(726)	(1,115)	(1,314)	(1,493)	
毛利润	43	59	61	72	72	86	106	109	111	119	122	123	282	235	374	475	553	
营业费用	(71)	(63)	(74)	(61)	(60)	(46)	(81)	(89)	(77)	(81)	(84)	(87)	(179)	(269)	(276)	(330)	(372)	
营业利润	(29)	(4)	(13)	11	13	40	25	20	33	38	38	37	104	(35)	98	145	181	
非经营性损益	20	12	24	24	7	12	13	14	11	11	11	11	78	81	46	44	57	
税前利润	(9)	8	11	36	20	52	39	34	45	49	49	47	182	46	144	189	238	
所得税	11	(7)	(10)	(7)	1	(14)	(7)	(6)	(7)	(8)	(8)	(8)	(27)	(13)	(26)	(30)	(38)	
少数股东损益	18	17	17	15	12	7	20	20	20	20	20	20	7	66	59	80	80	
净利润(除少数股东)	20	18	18	44	33	44	52	48	57	61	61	60	162	99	177	239	280	
稀释每股收益(美元)	0.016	0.014	0.013	0.033	0.025	0.033	0.039	0.036	0.043	0.046	0.046	0.045	0.125	0.075	0.134	0.180	0.211	
同比增长	-57%	-59%	-62%	64%	60%	143%	194%	10%	74%	38%	16%	24%	-26%	-40%	78%	35%	17%	
每股净资产(美元)	1.73	1.75	1.83	1.95	1.96	2.03	2.07	2.10	2.15	2.16	2.20	2.25	1.74	1.95	2.10	2.25	2.47	
ROE	3.6%	3.2%	3.1%	7.1%	5.2%	6.8%	7.8%	7.1%	8.3%	8.7%	8.6%	8.3%	7.4%	4.2%	6.7%	8.4%	9.1%	
<b>利润率</b>																		
毛利率	21.1%	26.0%	24.2%	25.8%	23.7%	24.8%	26.0%	25.5%	25.5%	26.8%	27.2%	26.7%	30.3%	24.4%	25.1%	26.6%	27.0%	
营业利润率	-14.2%	-1.8%	-5.1%	4.0%	4.2%	11.5%	6.2%	4.7%	7.7%	8.5%	8.4%	7.9%	11.1%	-3.6%	6.6%	8.1%	8.8%	
营业费用率	35.2%	27.7%	29.3%	21.8%	19.5%	13.3%	19.8%	20.8%	17.8%	18.3%	18.8%	18.8%	19.2%	28.0%	18.5%	18.4%	18.2%	
税前利润率	-4.3%	3.5%	4.4%	12.7%	6.5%	14.9%	9.5%	7.9%	10.3%	10.9%	10.8%	10.2%	19.5%	4.8%	9.7%	10.6%	11.6%	
净利润率	10.0%	7.9%	7.0%	15.6%	10.8%	12.7%	12.8%	11.2%	13.2%	13.7%	13.5%	12.9%	17.4%	10.3%	11.9%	13.3%	13.7%	
<b>收入按服务类型细分</b>																		
晶圆代工	96.5%	96.0%	96.6%	96.5%	95.7%	95.7%	96.1%	96.3%	96.2%	95.9%	95.6%	95.7%	97%	96%	96%	96%	96%	
其他	3.5%	4.0%	3.4%	3.5%	4.3%	4.3%	3.9%	3.7%	3.8%	4.1%	4.4%	4.3%	3%	4%	4%	4%	4%	
<b>晶圆代工收入</b>																		
晶圆代工收入	196	216	244	270	292	331	393	413	417	425	429	442	907	927	1,429	1,715	1,958	
环比	-16%	10%	13%	11%	8%	14%	19%	5%	1%	2%	1%	3%	-1%	2%	54%	20%	14%	
出货量(千片)	463	523	577	628	669	730	825	841	858	875	902	920	1,974	2,191	3,065	3,555	4,010	
环比	-10%	13%	10%	9%	7%	9%	13%	2%	2%	2%	3%	2%	-2%	11%	40%	16%	13%	
平均售价(美元)	423	414	424	430	436	454	477	491	486	486	476	481	459	423	466	482	488	
环比	-7%	-2%	2%	2%	1%	4%	5%	3%	-1%	0%	-2%	1%	2%	-8%	10%	3%	1%	
<b>产能</b>																		
总产能(千片每月)	201	201	210	223	241	268	291	313	313	324	324	336	182	209	278	324	361	
环比	0%	0%	4%	6%	8%	11%	8%	8%	0%	4%	0%	3%	6%	15%	33%	17%	11%	
产能利用率	82.4%	93.4%	95.8%	99.0%	104.2%	109.5%	94.7%	89.6%	91.4%	90.0%	92.7%	91.4%	90.6%	87.5%	91.8%	91.4%	92.6%	
200mm 产能利用率	91.9%	100.4%	102.0%	104.4%	104.3%	112.1%	100.0%	95.0%	95.0%	97.0%	97.0%	95.0%	92.4%	99.7%	102.9%	96.0%	96.0%	
300mm 产能利用率	6.9%	38.3%	56.4%	75.5%	103.8%	104.1%	86.2%	82.5%	86.6%	81.5%	87.4%	87.3%	9.6%	17.0%	72.3%	85.7%	89.3%	

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
<b>流动资产</b>	<b>1,497</b>	<b>1,406</b>	<b>1,384</b>	<b>1,100</b>	<b>1,237</b>
现金及现金等价物	476	923	760	457	570
短期投资	520	0	0	0	0
应收账款	165	121	189	203	223
存货	142	226	354	366	370
其他应收款	113	131	73	67	66
其他流动资产	80	5	7	7	7
<b>非流动资产</b>	<b>2,117</b>	<b>3,162</b>	<b>4,329</b>	<b>4,850</b>	<b>5,000</b>
固定资产净值	1,558	2,510	3,670	4,190	4,340
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	107	107	106
长期金融资产	208	230	229	229	229
其他非流动资产	190	200	210	211	211
<b>总资产</b>	<b>3,613</b>	<b>4,569</b>	<b>5,713</b>	<b>5,949</b>	<b>6,236</b>
<b>流动负债</b>	<b>475</b>	<b>665</b>	<b>918</b>	<b>966</b>	<b>973</b>
短期借款	4	48	139	139	139
应付账款	86	131	175	221	229
其他应付款及应计款	304	386	491	491	491
其他流动负债	81	100	114	115	115
<b>非流动负债</b>	<b>55</b>	<b>549</b>	<b>1,243</b>	<b>1,242</b>	<b>1,242</b>
长期借款	22	518	1,216	1,216	1,216
其它长期负债	34	31	27	26	26
<b>总负债</b>	<b>531</b>	<b>1,214</b>	<b>2,161</b>	<b>2,208</b>	<b>2,215</b>
普通股	1,966	1,979	1,984	1,984	1,984
储备	279	549	753	942	1,222
少数股东权益	837	826	815	815	815
资本调整	0	0	0	0	0
<b>权益和负债总额</b>	<b>3,613</b>	<b>4,569</b>	<b>5,713</b>	<b>5,949</b>	<b>6,236</b>

### 现金流量表

百万美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>163</b>	<b>269</b>	<b>445</b>	<b>617</b>	<b>683</b>
税前利润	182	46	144	189	238
折旧和摊销	129	206	326	430	499
营运资本变动	6	4	(152)	21	(17)
已付税金	(27)	(13)	(26)	(30)	(38)
其他	(127)	25	153	7	1
<b>投资活动现金流</b>	<b>(723)</b>	<b>(406)</b>	<b>(1,425)</b>	<b>(938)</b>	<b>(637)</b>
资本支出	(922)	(1,087)	(1,440)	(950)	(650)
其他投资	200	682	15	12	13
<b>融资活动现金流</b>	<b>263</b>	<b>540</b>	<b>811</b>	<b>18</b>	<b>67</b>
已付股利	(51)	0	0	(50)	(67)
已发行新股(已注销)	3	8	7	0	0
已发债(已偿还)	(4)	539	788	0	0
其他	316	(7)	16	68	134
<b>现金净流量</b>	<b>(301)</b>	<b>447</b>	<b>(163)</b>	<b>(303)</b>	<b>113</b>

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测; 股价截至2021/08/12

### 损益表

百万美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>933</b>	<b>961</b>	<b>1,489</b>	<b>1,789</b>	<b>2,045</b>
营业成本	(650)	(726)	(1,115)	(1,314)	(1,493)
<b>毛利润</b>	<b>282</b>	<b>235</b>	<b>374</b>	<b>475</b>	<b>553</b>
销售费用	(9)	(8)	(11)	(14)	(16)
管理及行政费用	(170)	(261)	(264)	(315)	(356)
<b>营业利润</b>	<b>104</b>	<b>(35)</b>	<b>98</b>	<b>145</b>	<b>181</b>
利息收入	19	11	13	12	12
利息费用	(1)	(3)	(12)	(13)	(13)
其他非经营性损益	60	73	45	44	58
<b>税前利润</b>	<b>182</b>	<b>46</b>	<b>144</b>	<b>189</b>	<b>238</b>
所得税	(27)	(13)	(26)	(30)	(38)
<b>净利润(含少数股东)</b>	<b>155</b>	<b>33</b>	<b>118</b>	<b>159</b>	<b>200</b>
归属于少数股东	7	66	59	80	80
<b>净利润(除少数股东)</b>	<b>162</b>	<b>99</b>	<b>177</b>	<b>239</b>	<b>280</b>
<b>调整每股收益(美元)</b>	<b>0.13</b>	<b>0.08</b>	<b>0.13</b>	<b>0.18</b>	<b>0.21</b>

### 财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>同比增长率</b>					
收入	0.2%	3.1%	54.9%	20.1%	14.3%
营业利润	-42.7%	n.a.	n.a.	48.4%	24.4%
净利润	-11.4%	-38.7%	78.4%	34.6%	17.3%
<b>盈利能力</b>					
毛利润率	30.3%	24.4%	25.1%	26.6%	27.0%
营业利润率	11.1%	-3.6%	6.6%	8.1%	8.8%
净利润率	17.4%	10.3%	11.9%	13.3%	13.7%
ROE	7.4%	4.2%	6.7%	8.4%	9.1%
<b>偿债能力</b>					
负债权益比	0.8%	16.9%	38.1%	36.2%	33.7%
净负债权益比	-14.6%	-10.6%	16.7%	24.0%	19.5%
流动比率	3.1	2.1	1.5	1.1	1.3
速动比率	2.8	1.8	1.1	0.8	0.9
<b>经营效率</b>					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	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	0.2	0.2
<b>每股指标(美元)</b>					
稀释每股收益	0.13	0.08	0.13	0.18	0.21
每股净资产	1.74	1.95	2.10	2.25	2.47
每股净现金	0.35	0.27	(0.45)	(0.68)	(0.59)
每股自由现金流	(0.59)	(0.62)	(0.75)	(0.25)	0.03
每股EBITDA	0.24	0.19	0.36	0.48	0.57
<b>估值比率</b>					
市盈率	18.1	75.3	45.8	34.0	29.0
市净率	1.3	2.9	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	10.6	30.6	17.8	13.6	11.4

## 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