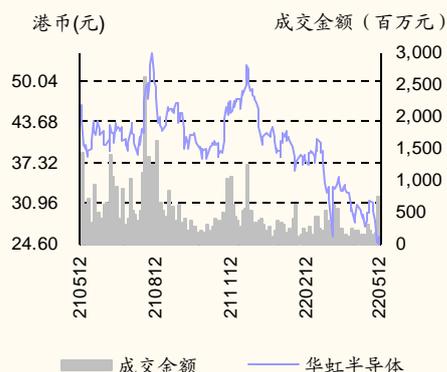


市场数据(港币)

收盘价(元)	24.600
流通港股(百万股)	1,301.75
总市值(百万元)	32,022.93
年内股价最高最低(元)	54.500/24.600
香港恒生指数	19380.34



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-34.14	-45.93	-46.87
相对香港红筹	-18.00	-41.83	-36.36

相关报告

- 《华虹半导体业绩点评-淡季代工价量齐扬驱动获利率提升》，2022.1.30
- 《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

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

短期动能仍强，国内客户库存飙高是中期风险

主要财务指标

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收(十亿美元)	0.93	0.96	1.63	2.40	2.74
摊薄每股收益(元)	0.125	0.076	0.160	0.302	0.337
每股收益同比增长(%)	-26%	-39%	111%	89%	12%
每股净资产(元)	1.7	1.9	2.1	2.4	2.6
市盈率(倍)	36.9	60.8	28.8	15.3	13.7
市净率(倍)	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8
净资产收益率(%)	7%	4%	8%	13%	7%
(净利润+折旧摊销)/营收(%)	31%	32%	34%	34%	37%
资本开支/营收(%)	60%	69%	41%	40%	47%

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

- **平均单价提升高于预期:** 华虹 5 月 12 日公布一季度营收环比增长 13 个点, 同比增长 95%, 足足比之前的指引高出 7 个点, 我们归因于 8 寸产品组合改变, 平均单价环比提升近 11 个点, 同比增 26 个点, 12 “平均单价环比增 6 个点, 同比也增 26 个点, 两者皆远高于市场及我们的预测。一季度 8 “毛利率下滑近 7 个点主要系政府补助的审计调整及奖金增加。就一季度营收分析, 以模拟及电源管理 (24% q/q, 201% y/y), 独立性非易失存储器 MCU/智能卡芯片 (50% q/q, 406% y/y) 的增长较平均为强劲。
- **二季度增长与同业类似:** 华虹二季度营收指引 6.2 亿美元 (3%环比增长, 78%同比增长, 估计单价环比增长 1-2%) 及毛利率指引 28-29%, 营收环比增长类似于对标公司台积电 / Globalfoundries 的环比营收增长指引, 但明显高于彭博分析师预期近 12 个点。
- **短期营收动能仍强, 但客户库存月数飙高是中期风险:** 虽然华虹短期营收动能仍强, 但其营收占比 76% 的国内芯片设计客户库存月数飙高将成为公司下半年或 2023 年的风险。我们之前在国金 2021 年及 2022 年一季度季报总结报告中指出, 国内芯片设计客户一季度库存月数达 6.5 个月, 环比增加 22%, 同比增加 74%, 而二季度因为部分下游组装客户封控, 库存月数将持续提升, 今年下半年或明年, 当弱应用客户卖不动, 晶圆代工价格涨不动及产能陆续释放, 部分弱应用客户为避免跌价风险, 将进行库存及订单调整, 我们估计将会有 2-3 个季度的调整期。

投资建议

- 因营收及晶圆代工平均单价超预期, 我们调升华虹 2022E/2023E EPS 达 13%/5%到 0.34/0.35 美元, 明显高于彭博分析师预期的 0.23/0.24 美元预估, 我们维持华虹“买入”评级, 但持续关注其国内客户的库存调整风险。

风险提示

- 美国升息对科技板块投资, 乌俄战争对电子产品需求, 国内客户库存月数超过 6.5 个月, 各种消费性电子产品需求转弱的风险。

图表 1：华虹季度财务模型预估调整

	1Q22A	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
原预测								
产能利用率 (%)	105%	104%	102%	99%	100%	101%	105%	105%
平均单价 (美元)	510	522	538	546	526	538	554	562
营收 (US\$bn)	0.559	0.575	0.620	0.648	0.582	0.647	0.732	0.780
环比 q/q (%)	6%	3%	8%	4%	-10%	11%	13%	7%
毛利率 (%)	29%	30%	28%	32%	21%	28%	28%	33%
营业利润率 (%)	15%	20%	13%	16%	6%	18%	14%	19%
净利润率 (%)	16%	20%	15%	17%	10%	20%	16%	20%
季度每股收益 (美元)	0.067	0.085	0.068	0.082	0.041	0.095	0.086	0.115
年度每股收益 (美元)				0.302				0.337
新预测								
产能利用率 (%)	109%	105%	104%	96%	97%	96%	100%	104%
平均单价 (美元)	544	552	557	581	560	568	573	598
营收 (US\$bn)	0.595	0.616	0.651	0.665	0.598	0.648	0.718	0.822
环比 q/q (%)	13%	4%	6%	2%	-10%	8%	11%	15%
毛利率 (%)	27%	29%	26%	28%	19%	25%	24%	34%
营业利润率 (%)	14%	19%	12%	22%	5%	15%	9%	28%
净利润率 (%)	17%	19%	14%	22%	8%	17%	12%	29%
季度每股收益 (美元)	0.078	0.089	0.066	0.108	0.037	0.081	0.064	0.172
年度每股收益 (美元)				0.340				0.354
彭博季度每股收益 (美元)	0.059	0.058	0.057	0.058	0.058	0.059	0.056	0.056
年度每股收益 (美元)				0.232				0.229
彭博营收 环比 q/q (%)	13%	-4%	6%	5%	-5%	3%	3%	0%
彭博毛利率 (%)	29%	28%	28%	28%	26%	25%	25%	24%
彭博营业利润率 (%)	12%	13%	12%	12%	13%	13%	13%	12%
修正幅度 (%)								
营收	6%	7%	5%	3%	3%	0%	-2%	5%
年度每股收益				13%				5%

来源：公司公告，彭博社，国金证券研究所

附录：三张报表预测及摘要

损益表					
单位 (10 亿美元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	0.96	1.63	2.53	2.79	3.43
营业成本	0.73	1.18	1.83	2.07	2.40
毛利	0.23	0.45	0.69	0.72	1.02
营业费用	0.27	0.21	0.27	0.30	0.33
营业利润	(0.03)	0.24	0.42	0.42	0.695
折旧	0.21	0.34	0.51	0.57	0.72
摊销	-	-	-	-	0.00
折旧前净利	0.17	0.58	0.93	0.99	1.42
财务利息	(0.00)	(0.01)	(0.01)	(0.00)	-0.00
其他	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07
投资收入	0.03	0.01	-	-	0.00
特例	-	-	-	-	0.00
税前利润总额	0.05	0.30	0.47	0.49	0.76
所得税/少数股东损益	(0.05)	0.03	0.02	0.01	0.04
净利润	0.099	0.2615	0.4532	0.4813	0.7279
优先股息	0.00	0.00	-	-	0.00
净利润	0.10	0.26	0.45	0.48	0.73
获利能力比率 (%)					
毛利率	24%	28%	27%	26%	30%
营业利润率	-4%	15%	17%	15%	20%
折旧前净利率	18%	35%	37%	36%	41%
税前利润率	5%	18%	19%	18%	22%
净利率	10%	16%	18%	17%	21%
净资产收益率	4%	9%	14%	13%	17%
投入资本回报率	1%	4%	6%	6%	9%
同比成长率 (%)					
营业总收入	3%	70%	55%	10%	23%
营业毛利	-17%	92%	54%	4%	42%
营业利润	-133%	N.M.	75%	0%	65%
折旧前净利	-26%	236%	61%	7%	42%
税前利润总额	-75%	543%	59%	4%	56%
净利润	-39%	163%	73%	6%	51%
收益评估 (CNY\$)					
每股营业收入	0.73	1.23	1.90	2.05	2.40
每股折旧前净利	(0.03)	0.18	0.32	0.31	0.49
每股利润	0.08	0.20	0.34	0.35	0.51
每股账面净值	2.56	2.78	3.04	3.23	3.48
每股经营现金流量	0.28	0.43	0.76	0.78	1.06
每股自由现金流量	(0.65)	(0.31)	(0.01)	(0.50)	(0.34)
资产负债表					
单位 (10 亿美元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	0.92	1.61	1.92	1.60	0.97
应收票据及应收账款	0.13	0.19	0.29	0.32	0.39
存货	0.23	0.43	0.67	0.76	0.88
其他流动资产	0.13	0.16	0.24	0.27	0.33
流动资产合计	1.41	2.39	3.13	2.95	2.58
固定资产	2.77	3.38	3.89	4.92	6.20
其他非流动资产	0.16	0.18	0.18	0.18	0.18
长期股权投资	0.23	0.26	0.26	0.40	0.40

非流动资产合计	3.16	3.81	4.33	5.50	6.78
资产总计	4.57	6.20	7.46	8.45	9.35
短期借款	0.05	0.20	0.25	0.31	0.31
应付票据及应付账款	0.13	0.19	0.30	0.34	0.40
其他流动负债	0.49	0.69	1.07	1.18	1.45
流动负债合计	0.67	1.08	1.62	1.83	2.16
长期贷款	0.52	1.40	1.75	2.19	2.19
其他长期负债	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
非流动负债合计	0.55	1.44	1.80	2.24	2.24
负债合计	1.21	2.52	3.41	4.06	4.39
实收资本(或股本)	1.98	1.99	1.99	1.99	1.99
资本公积金	0.00	0.00	-	-	-
未分配利润	0.55	0.88	1.26	1.60	2.18
少数股东权益	0.83	0.81	0.80	0.80	0.80
所有者权益合计	3.35	3.68	4.04	4.39	4.96
负债和股东权益合计	4.57	6.20	7.46	8.45	9.35
流动资产比率(x)					
净营运资本	2	2	2	3	4
流动比率	5.3	2.4	2.2	2.2	2.8
速动比	5.1	2.3	2.1	2.1	2.7
现金比率	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
资本总额比率(%)					
负债比率	13%	27%	30%	33%	31%
所有者权益比率	65%	57%	56%	55%	58%
债务股本比	53%	77%	79%	83%	72%
经营比率(x)					
应收账款月数	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
存货月数	3.7	4.4	4.4	4.4	4.4
存货周转率	3.2	2.7	2.7	2.7	2.7
固定资产周转率(x)	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
总资产周转率(x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
现金流量表					
单位(10亿美元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	0.10	0.26	0.45	0.48	0.73
折旧费用	0.21	0.34	0.51	0.57	0.72
摊销费用	0.00	0.00	0.00	-	-
其他	-0.03	-0.01	0.00	-	-
营运资金变动	0.09	-0.03	0.06	0.01	0.07
经营活动现金净流	0.37	0.56	1.02	1.06	1.52
资本开支	-1.18	-0.94	-1.02	(1.60)	(2.00)
其他	-0.05	-0.01	0.00	-	-
投资	0.00	-0.02	0.00	(0.14)	-
投资活动现金净流	-1.23	-0.98	-1.02	(1.74)	(2.00)
债权募资	0.54	1.02	0.41	0.50	-
其他长期债权募资	-0.00	0.01	0.00	-	-
股权募资	0.17	0.07	-0.09	(0.14)	(0.15)
筹资活动现金净流	0.71	1.10	0.32	0.36	(0.15)
现金净流量	-0.14	0.69	0.31	(0.32)	(0.64)
自由现金净流量	-0.85	-0.41	-0.01	(0.68)	(0.48)

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。

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: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402