

买入

2024年6月27日

CIS 及嵌入式产品需求驱动下半年产能利用率及 ASP 提升

- 盈利摘要:** 公司 24Q1 收入为 4.6 亿美元，同比下降 27.1%，环比上升 1%，略低于彭博一致预期的 4.7 亿美元。半导体行业市场仍在逐步恢复，公司产能利用率及晶圆 ASP 仍在低位，毛利率为 6.4%，同比下降 25.7pct，环比上升 2.4pct。本季度整体产能利用率为 91.7%，同比下降 11.4pct，环比上升 7.6pct，其中 8 寸晶圆产能利用率达 100.3%，12 寸产能利用率达 84.2%。归母净利润 3180 万美元，同比下降 79.1%，环比下降 10.2%，低于彭博一致预期的 3838 万美元。公司指引 Q2 营收在 4.7-5.0 亿美元，指引中值环比增加 5.4%，毛利率为 6%-10%，中值环比增加 1.6pct。
- 成熟制程产能利用率满载，下半年代工价格有望上涨:** 本季度公司业务的增长主要来自 CIS 逻辑产品和电源管理产品的需求，两项业务收入同比分别增长 63.8%/15.9% 达 0.6/1.0 亿美元。功率器件和嵌入式业务则受制于产品需求仍在恢复阶段，晶圆 ASP 的低迷，收入同比分别下滑 38.4%/50.2% 达 1.4/1.2 亿美元。本季度公司 8 寸及 12 寸晶圆产能利用率均趋近满载，但 8 寸及 12 寸晶圆 ASP 同比分别下滑 41.6%/17.2% 达 369/1168 美元。2024H2 晶圆 ASP 有望受益于 CIS、BCD 及部分嵌入式及功率器件的需求反弹迎来 5-10% 的涨价幅度，我们预计 2024-2026 年整体晶圆 ASP 有望分别达到 405/450/530 美元，同比分别 -23.8%/+11.1%/+17.8%；2024-2026 年公司毛利率分别为 15%/17.5%/19.3%，同比分别 -6.3pct/+2.5pct/+1.8pct。
- 2024 年底无锡二期晶圆厂建成，3 年内有望增加 8.3 万片月产能:** 公司 Q1 整体晶圆厂月产能环比增加 6.7 万片达 39.1 万片等效 8 寸晶圆，其中无锡一期 12 英寸晶圆厂月产能达 9.5 万片。公司第二条 12 寸生产线（华虹制造）将在 2024 年底前建成投产并在 3 年内逐步形成 8.3 万片的月产能。24Q1 公司资本开支同比增长 39.7% 达 3 亿美元，其中 2 亿美元用于华虹制造。
- 目标价 34.00 港元，买入评级:** 我们认为公司未来产能利用率有望受益于下游逻辑及嵌入式产品需求回暖提升至满载，晶圆 ASP 有望从 24H2 开始逐步增长。预测 2024-2026 年公司收入 CAGR 为 18.8%；净利润 CAGR 为 24.5%。我们采用 P/B 对公司进行估值，给予公司 2024 年收入 0.8 倍 P/B，对应目标价 34.00 港元，相对于现价有 49.14% 的上升空间，买入评级。
- 风险:** 扩产不及预期、需求不及预期、出口管制加强、汇率变动。

曹凌霁

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

韩啸宇

852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

黄佳杰

+ 852-25321599

Harry.huang@firstshanghai.com.hk

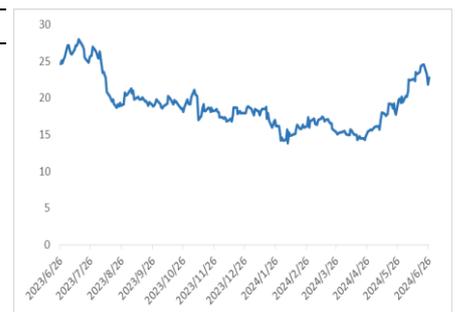
主要数据

行业	半导体
股价	22.8 港元
目标价	34.00 港元 (49.14%)
股票代码	1347
已发行股本	17.17 亿股
市值	298 亿港元
52 周高/低	28.34/13.64 港元
每股净资产	28.86 港元
主要股东	华虹集团 20.25% 华鑫投资 13.22% 上海联合投资 11.01%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入 (千美元)	2,475,488	2,286,113	2,127,100	2,607,323	3,227,341
变动	51.8%	-7.7%	-7.0%	22.6%	23.8%
净利润 (千美元)	406,571	126,425	66,260	124,656	195,932
每股盈利 (美元)	0.35	0.19	0.10	0.19	0.29
变动	71.6%	-45.1%	-47.6%	88.1%	57.2%
基于22.8港元的市盈率 (估)	8.5	15.4	29.4	15.6	9.9
每股派息 (美元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现


来源: Bloomberg

附录 1: 主要财务报表

损益表							财务分析						
截至<12月31日>,千美元													
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2021年 实际	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	1,630,754	2,475,488	2,286,113	2,127,100	2,607,323	3,227,341	盈利能力						
毛利	451,598	843,656	487,096	319,065	456,281	622,877	毛利率 (%)	27.7%	34.1%	21.3%	15.0%	17.5%	19.3%
其他业务净额	60,776	-40,296	110,807	100,604	94,039	86,490	EBITDA 利率 (%)	38.2%	40.0%	33.7%	21.7%	21.5%	20.9%
销售及管理费用	-209,593	-279,130	-333,057	-280,352	-341,038	-415,681	净利率 (%)	14.2%	16.4%	5.5%	3.1%	4.8%	6.1%
营运收入	302,781	524,230	264,846	139,317	209,283	293,685	营运表现						
财务开支	-13,226	-40,331	-100,497	-59,559	-67,790	-67,774	销售及管理费用/	12.9%	11.3%	14.6%	13.2%	13.1%	12.9%
联营公司等	6,765	12,171	9,230	8,588	10,527	13,030	实际税率 (%)	22.1%	18.0%	27.2%	25.0%	18.0%	18.0%
税前盈利	296,320	496,070	173,579	88,347	152,019	238,941	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税	-65,349	-89,499	-47,154	-22,087	-27,364	-43,009	库存周转	102.1	113.1	104.3	71.0	72.0	74.0
净利润	230,971	406,571	126,425	66,260	124,656	195,932	应收账款天数	54.6	43.1	54.0	72.0	73.0	74.0
少数股东应占利润	-30,505	-43,341	-153,609	-80,507	-151,460	-238,061	应付账款天数	50.4	48.2	47.9	65.0	66.0	67.0
本公司股东应占利润	261,476	449,912	128,034	146,767	276,116	433,993	财务状况						
折旧及摊销	-313,896	-452,970	-495,653	-313,791	-341,329	-368,869	总负债/总资产	0.41	0.41	0.27	0.28	0.27	0.28
EBITDA	623,442	989,371	769,729	461,696	561,139	675,584	收入/净资产	0.44	0.60	0.29	0.26	0.32	0.38
增长							经营性现金流/收	0.32	0.30	0.28	0.29	0.05	0.22
总收入 (%)	69.6%	51.8%	-7.7%	-7.0%	22.6%	23.8%	税前盈利对利息倍	22.40	12.30	1.73	1.48	2.24	3.53
EBITDA (%)	148.2%	58.7%	-22.2%	-40.0%	21.5%	20.4%							

资产负债表							现金流量表						
截至<12月31日>,千美元							截至<12月31日>,千美元						
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2021年 实际	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	1,610,140	2,008,765	5,585,181	5,436,763	4,803,015	4,757,568	EBITDA	623,442	989,371	769,729	461,696	561,139	675,584
应收账款	181,042	291,856	278,669	515,476	527,453	781,167	净融资成本	13,226	40,331	100,497	59,559	67,790	67,774
存货	432,917	578,060	449,749	253,651	594,979	461,078	营运资金变化	-72,637	-173,914	-108,563	177,469	-392,490	97,621
其他流动资产	167,093	197,044	255,956	210,916	210,916	210,916	所得税	-20,448	-50,901	-71,505	-19,436	-24,080	-37,848
总流动资产	2,391,192	3,075,725	6,569,555	6,416,806	6,136,364	6,210,728	其他	-25,112	-54,022	-48,463	-68,147	-78,317	-80,804
固定资产	3,116,501	3,367,716	3,519,292	3,897,478	4,248,223	4,571,529	营运现金流	518,471	750,865	641,695	611,141	134,042	722,327
无形资产	35,312	32,986	49,827	59,421	68,875	78,189	资本开支	-862,945	-976,211	-722,668	-700,000	-700,000	-700,000
长期投资	122,040	130,721	139,099	147,687	158,214	171,244	其他投资活动	-114	46,055	-110,644	0	0	0
银行存款及其他	537,054	448,228	665,647	664,076	662,547	661,058	投资活动现金流	-863,059	-930,156	-833,312	-700,000	-700,000	-700,000
总资产	6,202,099	7,055,376	10,943,420	11,185,468	11,274,223	11,692,749	负债变化	-11,729	-47,286	-106,570	-59,559	-67,790	-67,774
应付账款	194,385	236,999	235,410	408,548	369,363	586,796	股本变化	7,419	6,248	2,941,945	0	0	0
短期银行借款	195,024	426,756	193,035	193,035	193,035	193,035	股息	0	0	0	0	0	0
其他短期负债	690,992	718,661	543,942	543,942	543,942	543,942	其他融资活动	1,018,950	713,215	946,371	0	0	0
总短期负债	1,080,401	1,382,416	972,387	1,145,525	1,106,340	1,323,773	融资活动现金流	1,014,640	672,177	3,781,746	-59,559	-67,790	-67,774
长期银行借款	1,395,279	1,481,580	1,906,526	1,906,526	1,906,526	1,906,526	现金变化	670,052	492,886	3,590,129	-148,418	-633,748	-45,447
其他负债	41,872	55,912	49,963	48,475	51,759	56,920	期初持有现金	922,786	1,610,140	2,008,765	5,585,181	5,436,763	4,803,015
总负债	2,517,552	2,919,908	2,928,876	3,100,526	3,064,625	3,287,219	汇兑变化	17,302	-94,261	-13,713	0	0	0
少数股东权益	814,188	1,104,998	1,713,549	1,633,042	1,481,582	1,243,521	期末持有现金	1,610,140	2,008,765	5,585,181	5,436,763	4,803,015	4,757,568
股东权益	3,684,547	4,135,468	8,014,544	8,084,942	8,209,598	8,405,529							
每股账面值(摊薄)	2.79	3.15	5.39	5.44	5.52	5.65							
营运资产	1,310,791	1,693,309	5,597,168	5,271,281	5,030,023	4,886,955							

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送给或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。