

买入

2024年8月14日

产能接近满载，均价有望逐步回升

- 盈利摘要:** 公司 24Q2 收入 4.8 亿美元 (Q1 指引 4.7-5 亿美元)，环比增长 4%，同比下降 24%，毛利率 10.5% (Q1 指引 6-10%)；归母净利润 667 万美元，同比下降 92%，环比下降 79%；整体产能利用率 98%，环比提升约 6ppts。公司指引 24Q3 收入环比增长 4-9%，季度毛利率提升至 10-12%，指引较为保守。
- 消费电子市场先行复苏，带动收入增长:** 公司 24H1 收入复苏主要来自消费电子和 AI 相关领域，而功率器件市场景气度仍疲软。24Q2 单季度 eNVM 收入 1.4 亿美元，环比增长 15%，同比降幅缩窄至 34.2%，主要由于 MCU 产品 ASP 下降以及智能卡芯片需求下降；分立器件收入 1.5 亿美元，环比增速转正至 6.3%，同比仍下降 39.4%，主要因为 IGBT、超级结产品需求及 ASP 下降；逻辑及射频收入 0.6 亿美元，同比增长 11%，主要受益于 CIS 及逻辑产品需求增长；模拟及电源管理收入 1 亿美元，环比略降 0.4%，同比增长 25.7%，主要为相关电源产品需求增长。
- 产能利用率预计维持高位，ASP 有望逐年提升:** 我们测算公司 24Q2 晶圆均价仍有小幅环比下降，但修复趋势已确立。2024H2 有望持续受益于 CIS、射频和 PMIC 的强劲需求，以及 eNVM 的逐季恢复，但汽车和工业市场复苏仍不明朗，对应公司功率器件和 MCU 产品仍有价格压力，我们预计公司 24Q3 和 24Q4 晶圆 ASP 仅有低单位数环比提升；2025 年后随着公司新 12 寸产能释放，以及功率器件市场有望开始逐步恢复，公司晶圆 ASP 有望获得明显提升，我们预计 2024-2026 年整体晶圆 ASP 有望分别达到 422/522/566 美元，2024-2026 年毛利率分别为 11.6%/21.1%/27.7%。公司第二座 12 寸厂预计 25Q1 开始量产出片，预计 25 年中完成首 4 万片产能建设，并保持稳步投产节奏，我们预计公司 2025-2026 年产能利用率仍保持高位。
- 目标价 29.00 港元，买入评级:** 我们认为公司 24Q2 晶圆 ASP 和业绩均已触底，行业复苏趋势确定，看好公司维持高产能利用率以及晶圆 ASP 维持逐季修复趋势，但考虑到汽车和工业行业需求复苏尚未明确以及公司 12 寸新厂投产的折旧影响，我们相应调整公司 2024-2026 年收入为 19.7/29.4/34.4 亿美元，净利润为 -0.47/1.9/5.2 亿美元，给予公司 2024 年净资产 1 倍 P/B 估值，对应目标价 29.00 港元，相对于现价有 57.8% 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。

黄佳杰

+ 852-25321599

Harry.huang@firstshanghai.com.hk

曹凌霁

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

主要数据

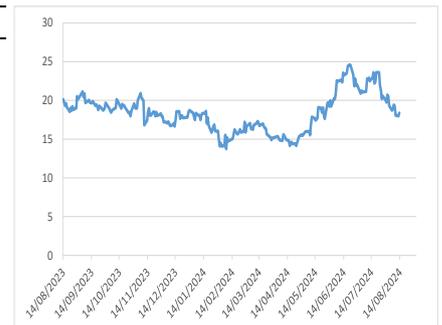
行业	半导体
股价	18.38 港元
目标价	29.00 港元 (+57.8%)
股票代码	1347
已发行股本	17.18 亿股
市值	240.76 亿港元
52 周高/低	25.65/13.80 港元
每股净资产	28.76 港元
主要股东	华虹集团 20.25% 华鑫投资 13.22% 上海联合投资 11.01%

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	1,971,614	2,941,325	3,445,067
变动	51.8%	-7.7%	-13.8%	49.2%	17.1%
净利润 (千美元)	406,571	126,425	-47,405	196,541	519,832
每股盈利 (美元)	0.35	0.19	0.06	0.16	0.34
变动	71.6%	-45.1%	-69.8%	181.3%	109.7%
基于18.38港元的市盈率 (估)	6.8	12.4	41.1	14.6	7.0
基于18.38港元的市净率 (估)	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6
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

财务报表摘要

损益表						财务分析					
截至<12月31日>,千美元											
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
收入	2,475,488	2,286,113	1,971,614	2,941,325	3,445,067	盈利能力					
毛利	843,656	487,096	227,772	619,919	952,450	毛利率 (%)	34.1%	21.3%	11.6%	21.1%	27.6%
其他业务净额	-40,296	110,807	133,800	153,036	114,777	EBITDA 利率 (%)	40.0%	33.7%	24.4%	42.2%	47.4%
销售及管理费用	-279,130	-333,057	-328,735	-428,601	-330,647	净利率 (%)	16.4%	5.5%	-2.4%	6.7%	15.1%
营运收入	524,230	264,846	32,837	344,354	736,580	营运表现					
财务开支	-40,331	-100,497	-90,756	-104,253	-90,972	销售及管理费用/收	11.3%	14.6%	16.7%	14.6%	9.6%
联营公司等	12,171	9,230	5,593	5,576	4,182	实际税率 (%)	18.0%	27.2%	9.4%	20.0%	20.0%
税前盈利	496,070	173,579	-52,326	245,677	649,790	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税	-89,499	-47,154	4,921	-49,135	-129,958	库存周转	113.1	104.3	71.0	72.0	74.0
净利润	406,571	126,425	-47,405	196,541	519,832	应收账款天数	43.1	54.0	72.0	73.0	74.0
少数股东应占利润	-43,341	-153,609	-145,525	-80,000	-60,000	应付账款天数	48.2	47.9	65.0	66.0	67.0
本公司股东应占利润	449,912	280,034	98,120	276,541	579,832	财务状况					
折旧及摊销	-452,970	-495,653	-442,151	-892,250	-892,349	总负债/总资产	0.41	0.27	0.28	0.28	0.26
EBITDA	989,371	769,729	480,581	1,242,180	1,633,112	收入/净资产	0.82	0.36	0.31	0.44	0.47
增长						经营性现金流/收入	0.30	0.28	0.37	0.18	0.57
总收入 (%)	51.8%	-7.7%	-13.8%	49.2%	17.1%	税前盈利对利息倍	12.30	1.73	-0.58	2.36	7.14
EBITDA (%)	58.7%	-22.2%	-37.6%	158.5%	31.5%						
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					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
现金	2,008,765	5,585,181	5,513,685	5,243,200	6,394,112	EBITDA	989,371	769,729	480,581	1,242,180	1,633,112
应收账款	291,856	278,669	454,133	722,397	674,507	净融资成本	40,331	100,497	90,756	104,253	90,972
存货	578,060	449,749	228,677	687,165	196,035	营运资金变化	-173,914	-108,563	240,922	-658,598	430,998
其他流动资产	197,044	255,956	210,916	210,916	210,916	所得税	-50,901	-71,505	11,512	-38,915	-102,927
总流动资产	3,075,725	6,569,555	6,407,412	6,863,677	7,475,570	其他	-54,022	-48,463	-96,349	-109,829	-95,154
固定资产	3,367,716	3,519,292	3,769,117	3,568,943	3,368,768	营运现金流	750,865	641,695	727,422	539,091	1,957,001
无形资产	32,986	49,827	59,421	68,875	78,189	资本开支	-976,211	-722,668	-700,000	-700,000	-700,000
长期投资	130,721	139,099	144,692	150,268	154,450	其他投资活动	46,055	-110,644	0	0	0
银行存款及其他	448,228	665,647	664,076	662,547	661,058	投资活动现金流	-930,156	-833,312	-700,000	-700,000	-700,000
总资产	7,055,376	10,943,420	11,044,719	11,314,310	11,738,036	负债变化	-47,286	-106,570	-90,756	-104,253	-90,972
应付账款	236,999	235,410	385,684	453,837	345,817	股本变化	6,248	2,941,945	0	0	0
短期银行借款	426,756	193,035	193,035	193,035	193,035	股息	0	0	0	0	0
其他短期负债	718,661	543,942	543,942	543,942	543,942	其他融资活动	713,215	946,371	0	0	0
总短期负债	1,382,416	972,387	1,122,661	1,190,814	1,082,794	融资活动现金流	672,177	3,781,746	-90,756	-104,253	-90,972
长期银行借款	1,481,580	1,906,526	1,906,526	1,906,526	1,906,526	现金变化	492,886	3,590,129	-63,335	-265,163	1,166,029
其他负债	55,912	49,963	44,255	49,562	63,597	期初持有现金	1,610,140	2,008,765	5,585,181	5,513,685	5,243,200
总负债	2,919,908	2,928,876	3,073,443	3,146,902	3,052,917	汇兑变化	-94,261	-13,713	-8,161	-5,323	-15,117
少数股东权益	1,104,998	1,713,549	1,568,024	1,488,024	1,428,024	期末持有现金	2,008,765	5,585,181	5,513,685	5,243,200	6,394,112
股东权益	3,030,470	6,300,995	6,403,252	6,679,794	7,259,626						
每股账面值(摊薄)	2.31	4.24	3.72	3.88	4.22						
营运资产	1,693,309	5,597,168	5,284,751	5,672,863	6,392,777						

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。