



2020年2月7日

科创板询价报告之华润微 (688396)

电子

建议询价区间: [12.30, 15.99]元/股

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,271	5,735	6,947	8,311
(+/-)	6.7%	-8.5%	21.1%	19.6%
营业利润	586	506	637	883
(+/-)	-1376.	-13.5%	25.8%	38.7%
归属母公	429	368	469	661
司净利润				
(+/-)	511.0%	-14.2%	27.4%	40.8%
EPS (元)	0.52	0.33	0.42	0.59

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

● 华润微成立于 2003 年, 是中国领先的拥有芯片设计、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化经营能力的半导体企业。公司主要产品为功率半导体、智能传感器与智能控制, 并提供半导体开放式晶圆制造、封装测试等服务。

● 功率器件规模全国第一, 国内 MOSFET 龙头。在功率器件领域, 华润微电子是 2018 年中国规模最大的功率器件企业。其中, MOSFET 是公司最主要的产品之一, 公司是国内营业收入最大、产品系列最全的 MOSFET 厂商。根据 IHS Markit 的统计, 公司在中国 MOSFET 市场中排名第三, 仅次于英飞凌与安森美两家国际企业, 是中国最大的 MOSFET 厂商。

● 中美科技较量推动本土功率芯片企业的发展。2018 年以来, 美国对众多中国科技企业的打压暴露了国内在芯片领域的薄弱。以华为为代表的本土科技巨头开始大力培育国内本土芯片企业。同时, 2019 年 10 月成立的国家集成电路产业基金 (大基金) 二期正是对我国半导体行业实现国产替代的资金支持。国产功率半导体、传感器和 MCU 等半导体产品在自主可控、国产替代的浪潮下将迎来较好的发展机会。

● 公司未来的增长点包括: 1) 进一步提升功率半导体芯片 (包含 MOSFET、IGBT 等等) 的市场份额, 实现高端功率半导体的进口替代; 2) 在智能传感器领域拓展产品线, 实现进一步进口替代。长期来看, 公司将进一步聚焦于功率半导体及智能传感器等广泛应用于新经济领域的半导体产品, 深耕进口替代的中国市场机会。

● 公司估值与询价建议: 我们采用 PE 相对估值法给予公司估值为 14.76 元/股, 采用 DCF 法给予公司估值为 13.54 元/股。长期来看, 由于注册制的推进, 我们预计科创板市场的估值将更为理性。综合考虑两种估值方法, 我们采用 PE 估值法和 DCF 估值法的平均值作为公司的最终估值, 即公司的合理估值中枢为 14.15 元/股, 对应总市值 159.9 亿元 (IPO 后)。以 30% 的询价区间计算, 建议询价区间 [12.30, 15.99] 元/股。

● 风险提示: 半导体行业景气度波动、下游市场需求不及预期、公司新技术研发进度跟不上海外竞争对手、核心原材料涨价、国际竞争对手的价格竞争风险等。

分析师: 徐鹏
执业证书编号: S1050516020001
邮箱: xupeng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编: 200030
电话: (8621) 64339000
网址: <http://www.cfsc.com.cn>



目录

一、 公司概况.....	3
1.公司简介：国内功率半导体龙头.....	3
2.产业转移、中美科技较量推动我国芯片行业的发展.....	5
3.主要客户.....	6
二、 财务数据.....	6
三、 公司股权结构及募投项目.....	8
四、 公司估值及询价建议.....	9
1. 假设条件及盈利预测.....	9
2. PE 相对估值.....	10
3. DCF 绝对估值.....	11
4. 询价建议.....	11
五、 风险提示.....	11
图表 1 MOSFET 示意图.....	3
图表 2 晶圆示意图.....	3
图表 3 公司产品与方案.....	3
图表 4 公司制造与服务资源产能.....	4
图表 5 2018 年中国本土半导体企业排名第十.....	4
图表 6 2018 年度中国功率器件企业销售额.....	5
图表 7 中国 MOSFET 销售额与市场份额占比.....	5
图表 8 2013-2018 年中国半导体产业市场规模与增速（亿元）.....	5
图表 9 2018 年公司前五大客户.....	6
图表 10 公司营收及净利润（2016 年至 2019 年 1-9 月）.....	7
图表 11 2018 年公司营收划分（按产品）.....	7
图表 12 公司毛利率及净利润率（2016-2019H1）.....	7
图表 13 公司费用率(2016-2019H1).....	7
图表 14 2016-2019H1 公司经营性现金流量净额与净利润.....	8
图表 15 华润微电子股权结构（IPO 前）.....	8
图表 16 CRH(Micro)简要股权结构.....	9
图表 17 募集资金用途.....	9
图表 16 可比上市公司估值（2029 年 2 月 6 日）.....	10
图表 18 DCF 估值核心假设.....	11
图表 19 公司盈利预测.....	12



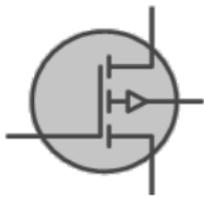
一、公司概况

1.公司简介：国内功率半导体龙头

华润微电子成立于 2003 年，是中国领先的拥有芯片设计、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化经营能力的半导体企业。公司主要产品为功率半导体、智能传感器与智能控制，并提供半导体开放式晶圆制造、封装测试等服务。公司在 2018 年中国功率器件企业销售额排名中位列第一。

图表 1 MOSFET 示意图

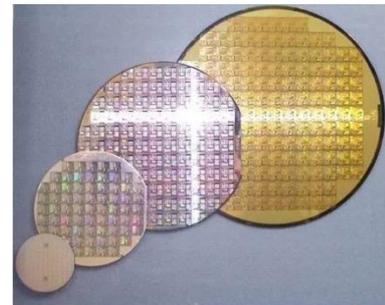
MOS.场效应晶体管(MOSFET)



高压MOSFET
低压MOSFET

资料来源：无锡华润华晶微电子有限公司官网

图表 2 晶圆示意图



资料来源：维基百科

功率半导体是电子装置中电能转换与电路控制的核心，主要用于改变电子装置中电压和频率、直流交流转换等，可分为功率器件与功率 IC 两大类产品。其中，功率器件产品主要有 MOSFET、IGBT、SBD 及 FRD，主要应用于消费电子、工业控制、新能源、汽车电子等领域；功率 IC 产品主要有各系列电源管理芯片，广泛应用于消费电子等领域。

图表 3 公司产品与方案

产品类别	产品类型	产品描述	关键应用领域
功率器件	MOSFET	场效应晶体管，产品有平面栅MOS、沟槽栅MOS、超结MOS、屏蔽栅MOS等，电压范围覆盖-100V-1500V	消费电子、工业控制、汽车电子等
	IGBT	绝缘栅双极型晶体管，产品有功率单管、功率模块等，电压范围覆盖600V-1200V	消费电子、工业控制、新能源、汽车电子等
	SBD	肖特基二极管，产品有平面型SBD、沟槽型SBD等，电压范围覆盖45V-150V，电流范围覆盖200mA-30A	消费电子、新能源等
	FRD	快恢复二极管，电压范围覆盖200V-6500V	消费电子、汽车电子、智能电网等
功率IC	AC-DC	AC-DC系列产品，包括转换控制器、同步整流控制器、快速充电协议芯片等	消费电子、工业控制等
	LED驱动IC	LED驱动芯片，产品包括照明驱动芯片与显示屏背光驱动芯片等	智慧照明、消费电子、工业控制等
	BMS IC	锂电管理芯片，产品有硬件保护芯片、模拟前端芯片等	消费电子、工业控制等
	线性稳压IC	线性稳压集成电路，产品包括78、1117等系列，驱动电流覆盖100mA-1A	消费电子等
	无线充电IC	无线充电发射和接收控制芯片电路及方案，产品覆盖100W以下近距离无线电能传输	消费电子、物联网等
	电机驱动IC	应用于电机驱动的芯片及模块，产品包括智能功率模块、栅驱动、达林顿驱动等	消费电子等
	音频功放IC	音频功率放大器，产品包括AB类功放、D类功放和数字功放等，功率范围覆盖5mW-50W	消费电子等
智能传感器	MEMS传感器	微型电子机械系统，产品主要为压力传感器	汽车电子、消费电子、工业控制、医疗等
	烟雾传感器	应用于烟雾检测系统的传感器，产品包括光电式、离子式和声光报警驱动等	智慧消防等
	光电传感产品	光电耦合和传感系列芯片等，涵盖晶体管光耦、施密特光耦、高压光耦、高速光耦、光继电器等光电耦合器件、智能光传感器等	汽车电子、消费电子、工业控制、医疗等
智能控制	人机交互MCU	应用于人机交互应用的微控制单元，主要分为红外遥控MCU与PC外设MCU等产品	人机交互产品等
	计量计算MCU	应用于计量计算产品的微控制单元，主要分为精准计量MCU与数据计算MCU等产品	计量计算产品等
	通用型MCU	通用型微控制单元，涵盖8位、16位、32位CPU产品内核，适用于高中低端应用方案	消费电子、工业控制等

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司制造与服务板块有多条产线，产能情况如下图所示：

图表 4 公司制造与服务资源产能

制造与服务资源	产线	主要工艺	2018年年产能情况
晶圆制造	无锡3条6英寸线	Analog、BCD、MEMS、DMOS、Power Discrete等制造工艺	约247万片
	无锡1条8英寸线	Advance、BCD、Analog、DMOS等制造工艺	约73万片
	重庆1条8英寸线	中低压沟槽栅MOS、屏蔽栅 MOS、超结MOS、SBD等制造工艺	约60万片
封装测试	圆片测试产线	数字芯片、模拟芯片、数模混合芯片和分立器件等测试工艺	约199万片
	封装产线	QFP、QFN、PQFN、FC-QFN、TSSOP、SSOP、MSOP、IPM等封装工艺	约62亿颗
	成品测试产线	数字芯片、模拟芯片、数模混合芯片和分立器件等测试工艺	约69亿颗
掩模制造	掩模制造产线	光掩模板生产	约2.4万块

资料来源：公司招股说明书

公司是中国半导体企业领域最大的 IDM 企业。根据中国半导体协会统计的数据，以销售额计，公司在 2018 年中国半导体企业中排名第十，是前十名企业中唯一一家以 IDM 模式为主运营的半导体企业。

图表 5 2018 年中国本土半导体企业排名第十

排名	企业	2018年销售额（亿元）	业务模式
1	深圳市海思半导体有限公司	509	设计
2	江苏新潮科技集团有限公司	248	封测
3	南通华达微电子有限公司	239	封测
4	中芯国际集成电路制造有限公司	225	代工
5	北京紫光展锐科技有限公司	111	设计
6	上海华虹(集团)有限公司	107	代工
7	天水华天科技股份有限公司	92	封测
8	北京智芯微电子科技有限公司	66	设计
9	华大半导体有限公司	65	设计
10	华润微电子	63	IDM

资料来源：中国半导体协会；招股说明书

功率器件规模全国第一，国内 MOSFET 龙头。在功率器件领域，据中国半导体行业协会统计，以 2018 年度销售额计，华润微电子是中国规模最大的功率器件企业。其中，MOSFET 是公司最主要的产品之一，公司是国内营业收入最大、产品系列最全的 MOSFET 厂商。公司是目前国内少数能够提供 -100V 至 1500V 范围内低、中、高压全系列 MOSFET 产品的企业，也是目前国内拥有全部主流 MOSFET 器件结构研发和制造能力的主要企业。根据 IHS Markit 的统计，以销售额计，公司在中国 MOSFET 市场中排名第三，仅次于英飞凌与安森美两家国际企业，是中国最大的 MOSFET 厂商。

图表 6 2018 年度中国功率器件企业销售额

排名	企业	2018年销售额 (亿元)
1	华润微电子	21.7
2	扬州扬杰电子科技股份有限公司	18.5
3	吉林华微电子股份有限公司	17.1
4	苏州固锟电子股份有限公司	8.1
5	乐山无线电股份有限公司	7.7
6	无锡新洁能股份有限公司	7.2
7	瑞能半导体有限公司	6.9
8	常州银河世纪微电子股份有限公司	6
9	江苏捷捷微电子股份有限公司	5.4
10	北京燕东微电子有限公司	4.9

资料来源：中国半导体产业协会，公司招股说明书

图表 7 中国 MOSFET 销售额与市场份额占比

排名	企业名称	2018年MOSFET器件销售额 (亿元)	市场份额占比
1	英飞凌	52	28.40%
2	安森美	31	16.90%
3	华润微电子	16	8.70%
4	瑞萨电子	12	6.60%
5	东芝	12	6.60%
6	意法半导体	9	4.90%
7	其他企业	51	27.90%
	合计	183	100%

资料来源：IHS Markit，公司招股说明书

2. 产业转移、中美科技较量推动我国芯片行业的发展

半导体产业转移将带来芯片国产化率提升。半导体行业目前呈现专业分工深度细化、细分领域高度集中的特点。从历史进程看，全球半导体行业已经完成两次半导体产业转移：第一次是 20 世纪 70 年代从美国转向日本，第二次是 20 世纪 80 年代半导体产业转向韩国与中国台湾。目前全球半导体行业正经历第三次产业转移，世界半导体产业逐渐向中国大陆转移。目前，中国拥有全球最大且增速最快的半导体消费市场。2018 年，中国半导体产业产值达 6,532 亿元，比上年增长 20.7%。同时，我国物联网、人工智能、新能源汽车等下游市场走在世界前列。下游应用的蓬勃发展将推动上游芯片领域的国产化水平提升。

图表 8 2013-2018 年中国半导体产业市场规模与增速 (亿元)



资料来源：中国半导体行业协会

半导体材料升级推动价值量增长。半导体行业经过近六十年的发展，目前已经发展形成了三代半导体材料，第三代半导体材料是宽禁带半导体材料，其中最为重要的就是 SiC 和 GaN。相较于硅器件，可以显著降低开关损耗，是超高频器件的极佳选择。随着第三代半导体材料的成本因生产技术的不断提升而下降，其应用市场也将迎来快速增长，给半导体行业带来新的发展机遇。

美国相继制裁中国大型科技企业中兴通讯和华为。2018 年 4 月，美国商务部公告称未来 7 年内禁止中兴通讯向美国企业购买敏感产品，拉开了制裁中兴通讯的序幕。在此禁令影响下，美国企业不得向中兴通讯提供零部件，欧洲日本的众多供应商迫于美国政府的压力也停止了与中兴的业务。受此影响，中兴通讯的主要经营活动无法进行。此后，在中国政府及各方的努力下，中兴通讯以巨额赔偿、人事调整、美方派驻

合规监督团队等代价与美方达成和解，付出了惨重的代价。2019年5月，美国商务部工业和安全局将华为列入“实体清单”，企图切断华为的供应链。由于华为在科技领域的实力比中兴更强且做了大量的准备，因此受到的冲击相对较小，但在欧洲等海外智能手机市场由于不能预装GMS服务而受到较大影响。中兴和华为事件表明，中国高科技企业不能依赖于美国的核心技术，中国必须有自己的核心芯片。

中兴和华为事件推动国内半导体企业加快发展步伐。以华为为代表的本土科技巨头开始大力培育国内本土芯片企业。同时，2019年10月成立的国家集成电路产业基金（大基金）二期正是对我国功率半导体行业实现国产替代的资金支持。国产功率半导体、传感器和MCU等半导体产品在自主可控、国产替代的浪潮下迎来快速发展机会。

公司未来业绩增长点。公司的增长点包括：1）进一步提升功率半导体芯片（包含MOSFET、IGBT等等）的市场份额，实现高端功率半导体的进口替代；2）在智能传感器领域拓展产品线，实现进一步进口替代。长期来看，公司将进一步聚焦于功率半导体及智能传感器等广泛应用于新经济领域的半导体产品，深耕进口替代的中国市场机会。

3.主要客户

公司客户覆盖工业、汽车、消费电子、通信等多个终端领域，客户基础庞大且比较分散。2018年公司前五大客户销售收入占比为18.34%。第一大客户为MPS International, Ltd, 销售占比为4.07%。第二大客户无锡芯朋微电子股份有限公司占比3.89%。其中两家境外客户基本情况为：MPS是美国纳斯达克上市公司（上市代码：MPWR），为业内领先的高品质工业应用、电信基础设施、云计算、汽车和消费电子领域产品、应用和设计服务提供商；Diodes为美国纳斯达克上市公司（上市代码：DIOD），是领先业界的高质量应用特定标准产品全球制造商与供货商，产品涵盖广泛领域，包括独立、逻辑、模拟及混合讯号半导体市场。Diodes服务的市场包括消费性电子、计算机、通讯、工业及汽车市场。

图表9 2018年公司前五大客户

序号	客户名称	销售金额（万元）	占比
1	MPS International, Ltd	14,546.07	4.07%
2	无锡芯朋微电子股份有限公司	13,907.58	3.89%
3	Diodes Incorporated	13,141.05	3.68%
4	上海艾为电子技术股份有限公司	12,055.29	3.38%
5	深圳市必易微电子股份有限公司	11,858.04	3.32%
	合计	65,508.03	18.34%

资料来源：公司招股说明书

二、财务数据

2016-2018年，公司营业收入总体呈现快速增长趋势。2018年，公司实现营业收入62.7亿元，同比增长7%；实现归母净利润42944.13万元，同比增长511%。2019年1-9月，公司实现营业收入413,191.49万元，同比下降15.56%；实现归母净利润26,970.71万元，同比下降40.23%。公司2019年1-9月业绩下降一方面系半导体行业周期性波动的影响，另一方面系公司调整年度动力检修所致。公司预计2019年度实现营业收入56.5亿元至58.0亿元，同比下降9.90-7.51%；实现归属于母公司所有者的净利润3.50-3.80亿元，同比下降18.50-11.51%。

按产品结构来看，晶圆制造和功率半导体占公司收入的大部分，也是未来发展的重点。2018年，晶圆制造收入26.7亿元，占总收入的42.65%；功率半导体收入24.2亿元，占总收入的38.57%；封装测试收入7.9亿元，占总收入12.53%；智能传感器0.87亿元，占总收入的2.20%；掩模制造及其他、智能控制和其他IC产品分别占总收入的1.79%、1.58%和0.44%。

图表 10 公司营收及净利润（2016 年至 2019 年 1-9 月）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 11 2018 年公司营收划分（按产品）

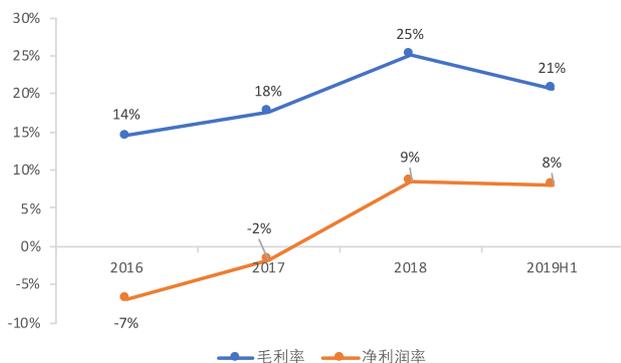


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

近几年，公司盈利能力整体处于上升期。盈利能力上升原因主要是：1) 自 2017 年下半年起，半导体行业景气度提升，下游客户需求旺盛，使得公司的销售的产品单价以及制造服务价格明显上升。公司主要的优势业务，如功率半导体产品和晶圆制造服务的收入大幅增长，从而导致公司整体毛利率上升；2) 部分产线设备的折旧年限到期，使得公司产品及服务所需分摊的固定成本得到有效的降低；3) 规模效应有效的降低单位成本；4) 公司高附加值产品的销售占比提升。

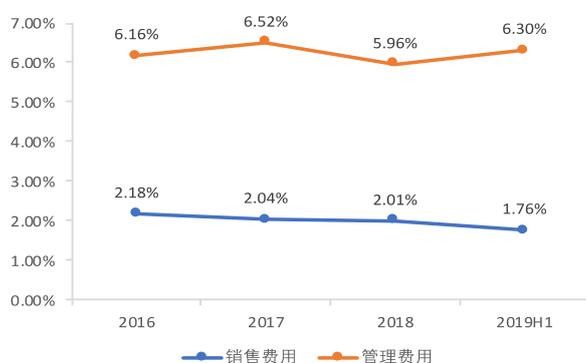
公司费用率基本稳定。2016-2019H1，销售费用率持续下降，主要由于公司经营规模逐年扩大，规模效应不断凸显。公司管理费用率基本保持稳定。2017 年由于合并重庆华微，管理费用率同比增加；2018 年管理费用率下降，主要系折旧和摊销费用下降的影响所致。

图表 12 公司毛利率及净利润率（2016-2019H1）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 13 公司费用率(2016-2019H1)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

在盈利能力逐渐提升的同时，公司拥有良好的现金流量。2016-2018 年，公司经营性现金流量净额均明显高于同期归母净利润。



图表 14 2016-2019H1 公司经营性现金流量净额与净利润



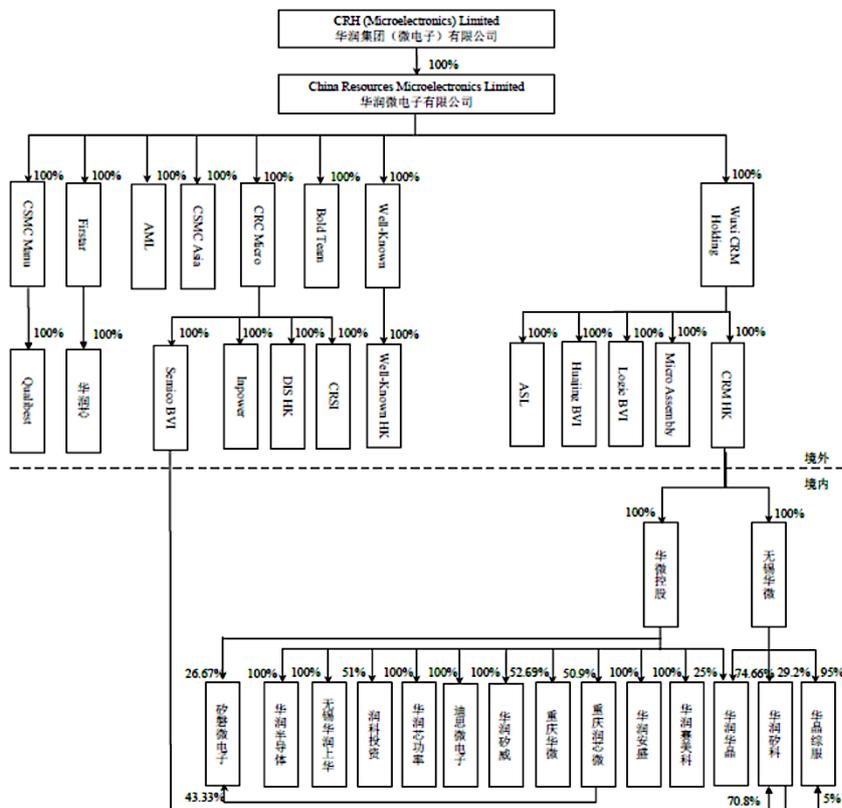
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

三、公司股权结构及募投项目

华润微电子的唯一股东为 CRH (Micro), 中文名为华润集团 (微电子) 有限公司, 持有 100% 的股份。

华润微电子的实际控制人为中国华润, 国务院国资委持有中国华润 100% 的股权。中国华润直接持有华润股份 99.996053% 股份, 并通过全资子公司华润国际招标有限公司间接持有华润股份 0.003947% 股份。CRC Bluesky Limited 直接持有 CRH 99.99% 普通股股份, 并通过全资子公司 Riverlink Limited 间接持有 CRH 0.01% 普通股股份。

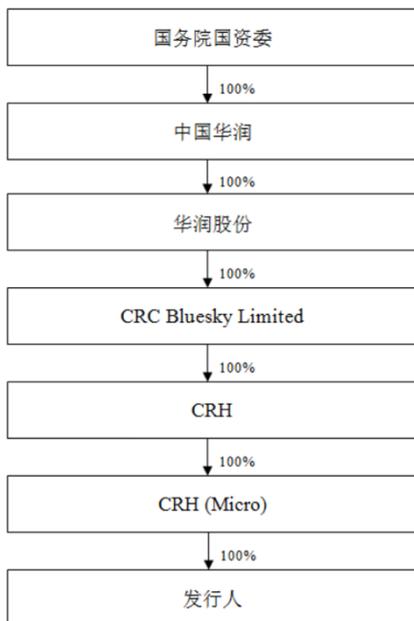
图表 15 华润微电子股权结构 (IPO 前)



资料来源: 公司招股说明书

华润微电子是注册地在境外，主要经营活动在境内的红筹企业；华润微电子有限公司自身主要承担投资控股职能，并不开展实际生产经营活动，其实际生产经营活动主要通过以上 16 家境内子公司开展。

图表 16 CRH(Micro)简要股权结构



资料来源：公司招股说明书

募投项目：本次公司申请在科创板上市拟募集资金 30 亿元，主要用于 8 英寸高端传感器和功率半导体建设项目、8 英寸高端传感器和功率半导体建设项目、产业并购及整合项目和补充营运资金等。

公司计划提升 8 英寸 BCD 工艺平台的技术水平并扩充生产能力；同时建立 8 英寸 MEMS 工艺平台，完善外延配套能力，保持技术的领先性。首期项目投产后，计划每月增加 BCD 和 MEMS 工艺产能约 16,000 片。

图表 17 募集资金用途

单位：万元

序号	募集资金投资方向	拟投入募集资金金额	拟投入资金比例
1	8 英寸高端传感器和功率半导体建设项目	150,000	50%
2	前瞻性技术和产品升级研发项目	60,000	20%
3	产业并购及整合项目	30,000	10%
4	补充营运资金	60,000	20%
合计		300,000	100%

资料来源：公司招股说明书

四、公司估值及询价建议

1. 假设条件及盈利预测

1) 在制造及服务板块，随着全球半导体行业景气度的回升以及全球半导体产业的产能转移，公司相比于海外竞争对手能够提供更具性价比的服务，产能利用率有望逐

渐提升。我们计 2019-2021 年公司制造及服务板块实现营收分别为 28.2、30.2 和 31.7 亿元，分别同比增长-21.0%、7.0%和 5.0%。

2) 在产品及方案业务领域，公司通过聚焦功率半导体以及智能传感器，提升 8 英寸 BCD 工艺平台的技术水平，建立 8 英寸 MEMS 工艺平台并持续增加 BCD 和 MEMS 工艺产能。我们预计 2019-2021 年该业务实现收入分别为 29.0、39.1 和 51.3 亿元，分别同比增长 8.0%、35.0%和 31.0%。

3) 其他业务基本保持稳定。

4) 随着销售规模的扩大，规模效应逐渐显现，但考虑到人工成本及研发投入的提升，我们预计未来几年各项费用率基本稳定。

5) 公司本次发行股份数量为 29,299 万股（不考虑超额配售选择权）。

基于以上核心假设，我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 57.4、69.5 和 83.1 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 3.68、4.69 和 6.61 亿元。

2. PE 相对估值

在可比公司的选择上，海外功率半导体巨头德州仪器、意法半导体、安森美、英飞凌等公司在产品线广度和收入规模上均远超过华润微，且海外成熟市场的估值与 A 股市场存在较大差异。台湾和香港上市的芯片代工及封测企业中芯国际、台积电、华虹半导体、联电、日月光等企业在经营模式上与华润微存在较大差异，且台湾及香港市场估值与 A 股也同样存在较大差异。基于以上因素考虑，我们选取采用基于 IDM 模式经营的功率半导体公司扬杰科技、华微电子、士兰微和捷捷微电作为可比公司。剔除没有市场一致预期的华微电子和 PE 超过 100 倍的士兰微，可比 A 股上市公司 2019PE 平均为 56.2 倍。

图表 18 可比上市公司估值（2020 年 2 月 6 日）

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RM B 亿元)	TTM	EPS			PE	
						2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300373.sz	扬杰科技	中国	23.80	112	0.21	0.48	0.64	111.2	50.0	37.2
600360.sh	华微电子	中国	6.66	64	0.09	n.a.	0.00	77.08	n.a.	n.a.
600460.sh	士兰微	中国	14.88	195	0.05	0.10	0.12	280.75	na.	n.a.
300623.sz	捷捷微电	中国	38.58	118	0.55	0.62	0.75	69.75	62.3	51.3
平均值									56.2	

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

考虑到科创板具有更高的投资门槛，长远来看其流动性将低于主板市场。同时，由于采用注册制，壳价值将会减弱。因此，我们在 A 股可比上市公司 PE 估值的基础上给予适当折价，即以 45 倍动态 PE（折扣率约为 80.0%）作为华润微的 PE 估值，结合 2019 年摊薄后每股收益 0.33 元/股，我们得到公司的合理估值为 14.76 元/股。

3. DCF 绝对估值

我们采用现金流折现法（DCF）测算公司的合理估值。在 DCF 模型中，核心假设如下：公司 Beta 系数为 1.55，目标权益比为 80%，无风险利率为 2.84%（十年期国债收益率），WACC（加权平均资本成本）为 9.27%，永续增长率为 2%。

图表 19 DCF 估值核心假设

假设	数值
无风险利率	2.84%
Beta	1.55
WACC	9.27%
股权比例	80%
永续增长率	2%
合理估值	13.54

资料来源：公司招股说明书申报稿，华鑫证券研发部

我们采用现金流折现法得到的公司合理估值为 13.54 元/股，总市值（IPO 后）151.97 亿元，对应 2019 年 PE 为 41.3 倍。

4. 询价建议

综合分析来看，我们采用 PE 法给予公司估值为 14.76 元/股，采用 DCF 法给予公司估值为 13.54 元/股。长期来看，由于注册制的推进，我们预计科创板市场的估值将更为理性。综合考虑两种估值方法，我们采用 PE 估值法和 DCF 估值法的平均值作为公司的最终估值，即公司的合理估值中枢为 14.15 元/股，对应总市值 159.9 亿元（IPO 后）。以 30% 的询价区间计算，建议询价区间 [12.30, 15.99] 元/股。

五、风险提示

功率半导体行业的风险主要包括：半导体行业景气度波动、下游市场需求不及预期、公司新技术研发进度跟不上海外竞争对手、核心原材料涨价、国际竞争对手的价格竞争风险等。



图表 20 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	6,271	5,735	6,947	8,311
货币资金	1,538	1,546	3,252	3,632	营业成本	4,690	4,334	5,171	6,115
应收款	2,292	2,096	2,539	3,038	营业税金及附加	85	85	85	85
存货	1,181	1,091	1,302	1,540	销售费用	126	115	139	166
待摊费用和其他流动	9,533	9,533	9,533	9,533	管理费用	374	373	431	507
流动资产合计	5,106	4,734	7,094	8,210	财务费用	0	61	10	-34
非流动资产:					费用合计	500	549	579	639
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	72	20	80	96
固定资产+在建工程	4,249	3,931	3,750	3,520	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	31,055	33,159	32,646	32,167	投资收益	11	5	5	5
其他非流动资产	323	323	323	323	营业利润	586	506	637	883
非流动资产合计	4,886	4,588	4,403	4,168	加: 营业外收入	11	20	20	20
资产总计	9,992	9,322	11,497	12,377	减: 营业外支出	6	6	6	6
流动负债:					利润总额	591	520	651	897
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	53	52	72	117
应付账款、票据	800	739	882	1,043	净利润	538	468	579	781
其他流动负债	3,854	1,403	1,403	1,403	少数股东损益	108	100	110	120
流动负债合计	4,654	2,142	2,285	2,446	归母净利润	429	368	469	661
非流动负债:									
长期借款	0	1,500	0	0					
其他非流动负债	318	318	318	318					
非流动负债合计	318	1,818	318	318					
负债合计	4,972	3,961	2,604	2,765					
所有者权益									
股本	830	830	1,123	1,123					
资本公积金	6,021	6,021	8,728	8,728					
未分配利润	-3,049	-2,684	-2,210	-1,568					
少数股东权益	872	872	872	872					
所有者权益合计	5,020	5,432	8,964	9,683					
负债和所有者权益	9,992	9,393	11,567	12,448					
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E					
净利润	538	468	579	781					
折旧与摊销	940	939	902	852					
财务费用	26	61	10	-34					
存货的减少	-275	90	-211	-238					
营运资本变化	180	135	-300	-337					
其他非现金部分	61	0	0	0					
经营活动现金净流量	1482	1693	980	1023					
投资活动现金净流量	-575	-617	-717	-617					
筹资活动现金净流量	-627	-1068	1442	-27					
现金流量净额	317	8	1,706	380					

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	6.7%	-8.5%	21.1%	19.6%
营业利润增长率	-1376.1%	-13.5%	25.8%	38.7%
归母净利润增长率	511.0%	-14.2%	27.4%	40.8%
总资产增长率	2.5%	-6.7%	23.3%	7.7%
盈利能力				
毛利率	25.2%	24.4%	25.6%	26.4%
营业利润率	9.3%	8.8%	9.2%	10.6%
三项费用/营收	8.0%	9.6%	8.3%	7.7%
EBIT/销售收入	8.7%	6.7%	8.9%	10.1%
净利润率	8.6%	8.2%	8.3%	9.4%
ROE	10.7%	8.6%	6.5%	8.1%
营运能力				
总资产周转率	62.8%	61.5%	60.4%	67.1%
资产结构				
资产负债率	49.8%	42.5%	22.6%	22.3%
现金流质量				
经营净现金流/净利	2.76	3.62	1.69	1.31
每股数据(元/股)				
每股收益	0.52	0.33	0.42	0.59
每股净资产	6.05	6.55	7.98	8.62

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013年6月加盟华鑫证券。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>