

华润微 (688396) /

**功率半导体景气度攀升，业绩大幅增长**
**评级：买入(维持)**

市场价格：34.95

分析师：刘翔

执业证书编号：S0740519090001

Email: liuxiang@r.qlzq.com.cn

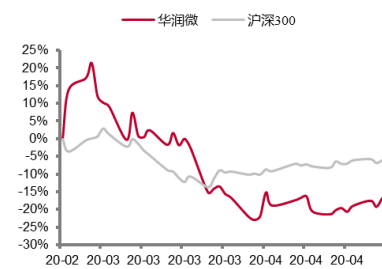
分析师：刘尚

执业证书编号：S0740519090006

### 基本状况

总股本(百万股)	1,215.93
流通股本(百万股)	237.14
市价(元)	35.95
市值(亿元)	425
流通市值(亿元)	82.88

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

华润微首次覆盖报告：半导体 IDM 龙头，聚焦于功率与特色工艺  
 2020-02-28

### 公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6271	5743	6679	8235	10071
增长率 yoy	6.73%	-8.42%	16.30%	23.30%	22.30%
归母净利润(百万元)	429	401	476	646	815
增长率 yoy%	511.02%	-6.68%	18.81%	35.58%	26.31%
每股收益(元)	0.49	0.48	0.39	0.53	0.67
每股现金流量	0.69	0.47	0.16	0.37	0.61
净资产收益率	10.35%	7.39%	8.61%	6.15%	7.21%
P/E	—	—	89.25	65.83	52.12
PEG	—	—	4.74	1.85	1.98
P/B	—	—	7.68	4.05	3.76

备注：采用 2020.4.22 收盘价。

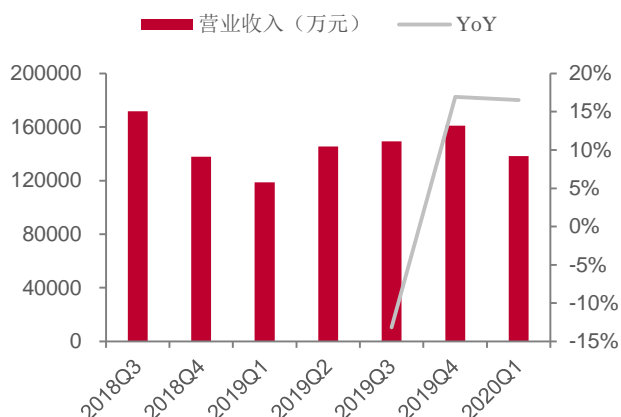
### 投资要点

- 事件：**公司发布 2019 年年报，全年实现营业收入 57.43 亿元，降幅 8.42%；毛利率 22.94%，同比下滑 2.26 pct；归母净利润 4.01 亿元，降幅 6.68%。同时发布 2020 年一季报：一季度实现营业收入 13.82 亿元，比上年同期增长 16.53%，归母净利润 1.14 亿元，比上年同比增长 450.35%。扣非后归母净利润 0.90 亿元，同比增长 292.16%。
- 收入端：2019 年下半年起逐步扭转颓势，强势延续至一季度。** 营收端，2019H1 增速为-16.86%，2019Q3~2020Q1 季度增速为-13.16%/16.94%/16.53%，下半年开始扭转跌势，伴随半导体景气度回升公司业务明显好转，一直延续至今年一季度。其中产品及方案板块全年实现营收 25.16 亿，同比下降 6.25%（核心产品功率半导体收入 22.69 亿，同比-6.19%；智能传感器收入 1.39 亿，同比+0.86%；智能控制收入 0.90 亿，同比-9.62%；其他 IC 产品收入 0.18 亿，同比-35.15%）。制造及服务板块全年实现营收 31.84 亿，同比下降 10.87%（核心业务晶圆制造收入大约为 22 亿左右，同比约-16%；封装测试收入 8.09 亿，同比+2.97%）。
- 利润端：连续两个季度归母净利润高增长，主要源自毛利率提升。** 2019Q3~2020Q1 归母净利润增速为-33.28%/701.13%/450.35%，主要原来自产能利用率提升带来的毛利率改善。全年毛利率为 22.84%，同比下滑 2.37pct，其中 1H2019 毛利率为 20.68%，2H2019 毛利率为 24.67%，1Q2020 毛利率为 24.92%，下半年之后提升显著。2019 年分板块毛利率来看，产品及方案毛利率为 29.48%（H1 为 27.70%），同比下滑 4.54pct；制造及服务毛利率为 17.76%（H1 为 15.24%），同比下滑 0.81pct。
- 现金流：保持健康，远高于净利润。** 2019 全年及 2020Q1 经营性现金净流量分别为 5.76 亿、2.71 亿，远高于净利润，差额来源自公司生产经营运作及销售回款情况良好，以及自身固定资产折旧较高所致。经营性现金流量的持续流入，为公司业务拓展与可持续经营带来了有力保障。
- 折旧：持续下降，进一步释放毛利率与利润率。** 2017~2019 年折旧为 13.72 亿、9.53 亿、7.09 亿，呈快速下降趋势；折旧占生产成本的比例，从 2017 年的 24.19% 下降到 14.07%，主要是由于公司主要产线折旧计提接近完成。折旧的降低给公司毛利率及净利率带来提升空间先机。公司以技术立足，不断构筑核心竞争力，以实现体量与实力的同步扩张。
- 研发支出：**全年研发支出 4.83 亿，占营收比重为 8.40%，研发人员共计 653 人，占总人数比例 8.3%。本年度主要的研发成果有：①工艺方面，完成了多层外延超结 650-700V 工艺平台的研发，正式发布“0.18 微米全系列分段式 BCD 工艺平台”，将光电 MEMS 工艺平台从 6 英寸升级到 8 英寸。②器件方面，推出了高速光耦系列产品，完成采用国产 32 位 CPU IP 的 MCU 新品设计试制等，特别是 IGBT 器件，产品进入工业控制领域，并被批量采用，IGBT 产品的销售额同比提升 45%（约 0.57 亿元）。③SiC&GaN，SiC 器件

完成 1200V、650V JBS 产品开发和考核，并送客户试用，完成 6 英寸 JBS 中试生产线一期项目建设；600V 硅衬底 GaN HEMT 器件主要静态参数基本达标，开始储备 GaN 外延材料的生产能力。

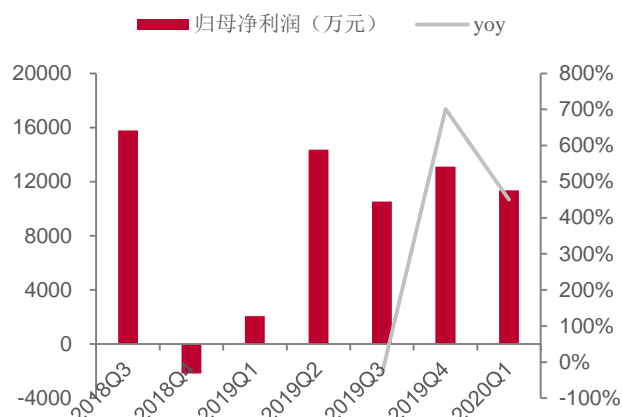
- **短期受益于功率半导体景气度攀升与国产替代加速，长期成长动力来自产品升级与工艺进阶。**功率半导体行业自去年下半年以来维持较高景气度，源自两方面，以半导体为核心的上游元器件进入补库存周期，存量需求与新需求带动行业产能利用率提升；另一方面则来自国产替代，受国际宏观环境变化影响，国内安防、通信、家电等下游客户采用国产元器件意愿加强，而一季度以来的疫情使得海外大厂供应受阻，使得国产替代进一步加速。在这样的背景下，华润微作为国内最大的功率半导体企业明显受益，业绩呈现高增长。而更长的视角来看，我们认为公司成长动力与竞争力来源于自身产品线的拓展与工艺的进阶，在现有核心技术（沟槽型 SBD 设计及工艺技术、光电耦合和传感系列芯片设计和制造技术及 BCD 工艺技术等）基础上持续研发，逐步向国外巨头靠拢。
- **维持“买入”评级。**公司是国内稀缺的以 IDM 模式运营的半导体企业，也是规模最大的功率半导体企业，上市之后经过合理调配与充分激励，经营指标有较大提升空间。我们预计 2020~2022 年公司营收分别为 66.79/82.35/100.71 亿元，归母净利润为 4.76/6.46/8.15 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示。**疫情对下游需求冲击超预期；行业周期波动；代工业务竞争趋于激烈；新技术开拓不及预期。

图 1：华润微分季度收入



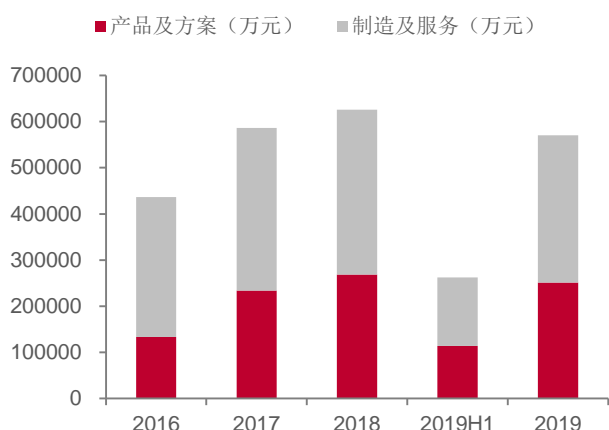
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图 2：华润微分季度归母净利润



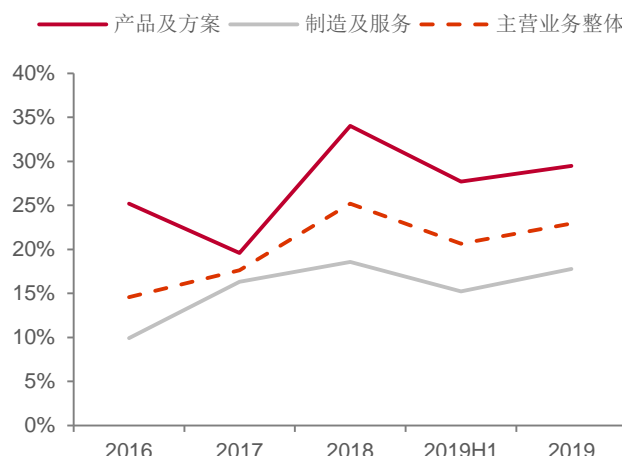
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图 3：华润微收入结构



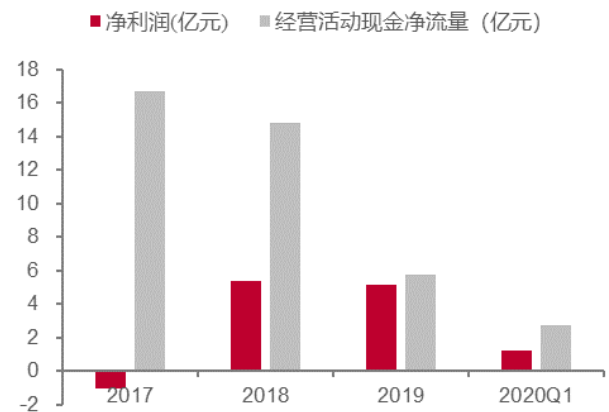
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图 4：华润微各板块毛利率



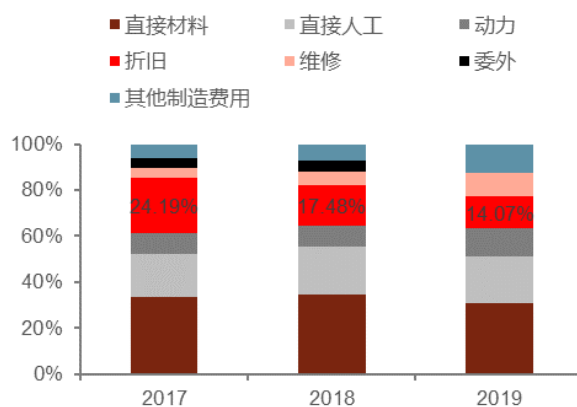
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图 5：华润微现金流保持健康



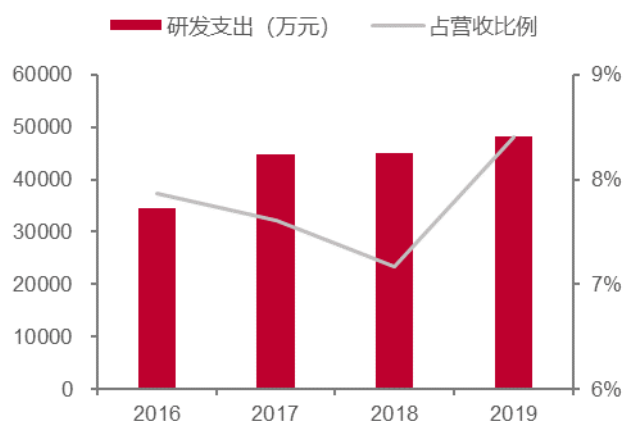
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图 6：折旧占生产成本比重越来越小



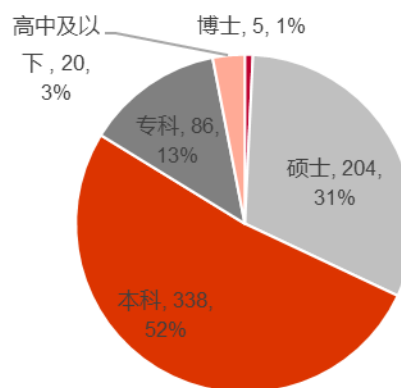
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图 7：华润微研发投入与占营收比例



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图 8：华润微研发人员学历分布



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

财务报表预测

**利润表 (百万元)**

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>5743</b>	<b>6679</b>	<b>8235</b>	<b>10071</b>
营业成本	4431	5119	6155	7470
毛利	1311	1560	2079	2602
% 营业收入	23%	23%	25%	26%
税金及附加	66	81	98	121
% 营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	112	127	156	191
% 营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	377	434	535	604
% 营业收入	7%	7%	7%	6%
研发费用	483	568	700	856
% 营业收入	8%	9%	9%	9%
财务费用	31	39	4	-38
% 营业收入	1%	1%	0%	0%
资产减值损失	-37	0	0	0
信用减值损失	31	0	0	0
其他收益	239	305	240	180
投资收益	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	2	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>478</b>	<b>616</b>	<b>825</b>	<b>1047</b>
% 营业收入	8%	9%	10%	10%
营业外收支	28	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>506</b>	<b>616</b>	<b>825</b>	<b>1047</b>
% 营业收入	9%	9%	10%	10%
所得税费用	-6	13	8	14
净利润	512	603	817	1032
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>401</b>	<b>476</b>	<b>646</b>	<b>815</b>
少数股东损益	112	127	172	217
EPS (元/股)	0.48	0.39	0.53	0.67

**现金流量表 (百万元)**

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>576</b>	<b>200</b>	<b>446</b>	<b>743</b>
投资	0	0	0	0
资本性支出	-120	-120	-98	-112
其他	79	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-41</b>	<b>-120</b>	<b>-98</b>	<b>-112</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	4313	0
银行贷款增加(减少)	1480	0	0	0
筹资成本	-155	-68	-68	-68
其他	-1505	-369	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-180</b>	<b>-437</b>	<b>4245</b>	<b>-68</b>
<b>现金净流量</b>	<b>356</b>	<b>-357</b>	<b>4593</b>	<b>563</b>

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

**资产负债表 (百万元)**

	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1931	1574	6166	6729
交易性金融资产	508	508	508	508
应收账款及应收票据	1491	1293	1677	2055
存货	1055	1104	1409	1706
预付账款	52	67	79	95
其他流动资产	57	913	1120	1313
流动资产合计	5092	5458	10959	12406
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	82	82	82	82
投资性房地产	3	3	3	3
固定资产合计	3816	3816	3816	3816
无形资产	275	275	275	275
商誉	17	17	17	17
递延所得税资产	14	14	14	14
其他非流动资产	798	918	1016	1128
<b>资产总计</b>	<b>10095</b>	<b>10580</b>	<b>16180</b>	<b>17740</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	848	850	1072	1296
预收账款	112	138	164	202
应付职工薪酬	310	396	479	571
应交税费	38	52	62	75
其他流动负债	671	795	922	1084
流动负债合计	1979	2231	2700	3228
长期借款	1506	1506	1506	1506
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	12	12	12	12
其他非流动负债	207	207	207	207
<b>负债合计</b>	<b>3704</b>	<b>3956</b>	<b>4426</b>	<b>4953</b>
归属于母公司的所有者权益	5423	5530	10488	11304
少数股东权益	968	1094	1266	1483
<b>股东权益</b>	<b>6391</b>	<b>6624</b>	<b>11754</b>	<b>12786</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>10095</b>	<b>10580</b>	<b>16180</b>	<b>17740</b>

**基本指标**

	2019	2020E	2021E	2022E
EPS	0.48	0.39	0.53	0.67
BVPS	4.46	4.55	8.63	9.30
PE	0.00	89.25	65.83	52.12
PEG	—	4.74	1.85	1.98
PB	0.00	7.68	4.05	3.76
EV/EBITDA	-0.43	82.68	61.28	42.89
ROE	7%	9%	6%	7%

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。