

华润微 (688396.SH)

三季报再超预期，行业景气持续向上

核心观点:

- 公司发布三季报，业绩超出市场预期。公司 Q3 单季实现收入 18.26 亿元，同比增长 22.4%，环比增长 8.6%；实现归母净利润 2.84 亿元，同比增长 169.1%，环比略有下滑；实现扣非后归母净利润 2.56 亿元，环比略有增长。前三季度整体，公司实现收入 48.89 亿元，同比增长 18.3%；实现归母净利润 6.87 亿元，同比增长 154.6%；实现扣非后归母净利润 6.01 亿元，同比增长 355.8%。
- Q3 收入环比继续增长，毛利率环比相对稳定。在二季度较高基数情况下，我们判断公司 Q3 收入环比增长主要来自 6 寸线的稼动率提升，以及产品和收入结构的继续改善。Q3 公司单季毛利率 29.51%，环比 Q2 略有提升约 0.3 个百分点，我们判断提升幅度相对较小原因在于 Q2 政府补助较高折减了营业成本造成 Q2 毛利率基数较高。
- 公告拟定增募资不超过 50 亿元，投向封测环节实现 IDM 协同。公司现有封测产能与其功率半导体核心业务协同度较弱，在收购东莞杰群 70% 股权后，公司具备汽车级封装能力，顺势整合资源新建封测基地，未来有望明显提升公司 IDM 协同效果，持续优化产品结构和盈利能力。
- 行业景气持续向上，盈利能力有望继续提升。在 5G、宅经济拉动下，全球晶圆制造行业景气度持续向上，在产能紧张背景下，公司 8 寸晶圆代工，以及功率器件产品未来有望涨价，带动盈利能力继续提升。
- 维持“买入”评级。不考虑定增影响，上修公司 2020~22 年的 EPS 分别为 0.82/1.03/1.12 元。参考可比公司估值水平，考虑公司为国内功率半导体龙头企业，成长替代空间广阔，盈利能力持续提升，我们认为适合给予公司 2021 年 70 倍的 PE 估值，对应合理价值 71.91 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。行业周期性波动风险；新冠疫情影响风险等。

盈利预测:

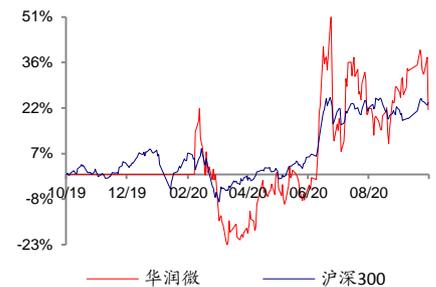
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,271	5,743	6,890	7,842	8,345
增长率 (%)	6.7	-8.4	20.0	13.8	6.4
EBITDA (百万元)	1,500	983	1,563	1,795	1,868
归母净利润 (百万元)	429	401	995	1,249	1,357
增长率 (%)	511.0	-6.7	148.2	25.6	8.6
EPS (元/股)	0.52	0.48	0.82	1.03	1.12
市盈率 (P/E)	-	-	62.10	49.46	45.53
ROE (%)	10.4	7.4	9.3	10.5	10.3
EV/EBITDA	-	-	35.81	30.49	28.58

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	50.81 元
合理价值	71.91 元
前次评级	买入
报告日期	2020-10-20

相对市场表现



分析师：许兴军



SAC 执证号：S0260514050002



021-38003661



xuxingjun@gf.com.cn

分析师：王亮



SAC 执证号：S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-38003658

gfwangliang@gf.com.cn

分析师：王昭光



SAC 执证号：S0260520080007



021-38003657



wangzhaoguang@gf.com.cn

请注意，许兴军、王昭光并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 华润微 (688396.SH): 中报业绩超预期，盈利能力有望趋势性提升 2020-07-29
- 华润微 (688396.SH): 国内功率半导体龙头企业，成长空间广阔 2020-06-04
- 华润微 (688396.SH): 国内功率半导体和 IDM 模式优质龙头企业 2020-02-20

请务必阅读末页的免责声明

盈利预测和投资建议

公司主营业务可以分成制造与服务（代工业务）和产品与方案（IDM业务）两大类，其中制造与服务业务分为晶圆制造、封装测试、掩模制造及其他三个细分板块；产品与方案业务分为功率半导体、智能传感器、智能控制和其他IC产品四个细分板块。

表 1：公司分业务收入毛利预测

单位：百万人民币		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总计	营业收入	4,397	5,876	6,271	5,743	6,890	7,842	8,345
	YoY		33.6%	6.7%	-8.4%	20.0%	13.8%	6.4%
	营业成本	3,760	4,840	4,690	4,431	4,884	5,364	5,660
	毛利率	14.5%	17.6%	25.2%	22.8%	29.1%	31.6%	32.2%
制造与服务	营业收入	3,032	3,520	3,572	3,184	3,513	3,694	3,555
	YoY		16.1%	1.5%	-10.9%	10.3%	5.2%	-3.8%
	营业成本	2,731	2,945	2,909	2,618	2,645	2,722	2,610
	YoY		7.8%	-1.2%	-10.0%	1.0%	2.9%	-4.1%
	毛利	300	575	663	565	868	973	945
	毛利率	9.9%	16.3%	18.6%	17.8%	24.7%	26.3%	26.6%
晶圆制造	营业收入	2,188	2,563	2,674	2,255	2,593	2,774	2,635
	YoY		17.2%	4.3%	-15.7%	15.0%	7.0%	-5.0%
	营业成本	2,016	2,152	2,153		1,893	1,970	1,858
	毛利率	7.8%	16.1%	19.5%		27.0%	29.0%	29.5%
封装测试	营业收入	729	820	786	809	800	800	800
	YoY		12.4%	-4.2%	3.0%	-1.1%	0.0%	0.0%
	营业成本	625	683	666		656	656	656
	毛利率	14.3%	16.8%	15.3%		18.0%	18.0%	18.0%
掩模制造及其他	营业收入	114	136	112	120	120	120	120
	YoY		19.2%	-17.9%	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本	90	111	90		96	96	96
	毛利率	21.6%	18.8%	19.5%		20.0%	20.0%	20.0%
产品与方案	营业收入	1,332	2,339	2,683	2,516	3,337	4,108	4,749
	YoY		75.6%	14.7%	-6.3%	32.6%	23.1%	15.6%
	营业成本	996	1,881	1,771	1,774	2,203	2,607	3,013
	毛利率	25.2%	19.6%	34.0%	29.5%	34.0%	36.5%	36.5%
功率半导体	营业收入	1,081	2,069	2,419	2,269	2,913	3,621	4,188
	YoY		91.3%	16.9%	-6.2%	28.4%	24.3%	15.7%
	营业成本	826	1,702	1,600	1,623	1,952	2,317	2,681
	毛利率	23.6%	17.7%	33.8%	28.5%	33.0%	36.0%	36.0%
智能传感器	营业收入	85	97	138	139	300	345	397
	YoY		13.6%	42.0%	0.9%	116.1%	15.0%	15.0%
	营业成本	53	59	82	79	165	190	218
	毛利率	37.5%	39.2%	40.4%	43.4%	45.0%	45.0%	45.0%
智能控制	营业收入	116	128	99	90	103	119	137
	YoY		9.5%	-22.1%	-9.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	营业成本	82	87	69	63	72	83	96
	毛利率	29.4%	31.4%	30.7%	30.2%	30.0%	30.0%	30.0%
其它IC产品	营业收入	49	46	28	18	21	24	27
	YoY		-5.7%	-40.0%	-35.1%	15.0%	15.0%	15.0%
	营业成本	35	32	19	9	14	17	19
	毛利率	28.8%	30.3%	30.9%	47.6%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	营业收入	33	17	15	44	40	40	40
	YoY		-49.9%	-8.2%	183.1%	-8.3%	0.0%	0.0%
	营业成本	32	14	11	39	36	36	36
	毛利率	3.2%	14.0%	28.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：公司招股说明书及年报，广发证券发展研究中心

公司制造与服务业务与半导体行业整体景气度相关。自新冠疫情发生以来，全球范围内数字化进程加速，居家办公/教育/娱乐使得以PC、平板、游戏机为代表的数码产品市场持续畅旺，同时在当前国际环境下部分行业下游大客户明显提升安全库存水位，此外5G换机也带来单机半导体价值量提升，以上因素导致行业景气度持续超预期。在行业景气度判断基础上，叠加公司加大自有IDM业务比重的战略，我们上修公司晶圆制造业务2020/21/22年收入增速假设分别至15%/7%/-5%，上修毛利率预测分别为27.0%/29.0%/29.5%（考虑小幅涨价，稼动率提升，折旧减少影响）。公司封装测试业务和掩模制造业务近年来较为平稳，我们维持2020/21/22年这两项业务收入和毛利率持平的假设。综合以上假设，我们预计公司制造与服务业务2020/21/22年收入分别为35.13/36.94/35.55亿元，同比增速分别为10.3%/5.2%/-3.8%，预计同期该业务毛利率分别为24.7%/26.3%/26.6%（涨价、稼动率饱满、产品组合改善和折旧降低对毛利率有明显拉动）。

公司产品与方案业务主要以功率半导体产品为主，作为国内功率半导体龙头企业充分享受国产替代趋势红利，自年初以来由于国内相对于海外的疫情管控显著更好，导致国内功率半导体企业迎来加速替代机会。对于功率半导体业务，由于公司产品结构改善情况和稼动率明显超预期，我们上修2020/21/22年收入增速假设分别至28.4%/24.3%/15.7%，毛利率分别为33.0%/36.0%/36.0%（受产品结构优化、价格和折旧减少等影响）。对于智能传感器业务，疫情带来红外热成像产品应用爆发式增长，上修2020年收入假设为3亿元，2021/22年维持15%收入增速假设，维持未来三年45%毛利率假设。对于智能控制和其它IC产品业务，维持假设2020/21/22年收入增速均为15%，假设未来三年毛利率持平，核心驱动在于国产客户替代导入。综合以上假设，我们预计公司产品与方案业务2020/21/22年收入分别为33.37/41.08/47.49亿元，同比增速分别为32.6%/23.1%/15.6%，预计同期该业务毛利率分别为34.0%/36.5%/36.5%（价格变化、折旧降低、功率器件产品bare wafer转为成品销售比例继续提升对毛利率均有明显拉动）。

基于以上拆分预测，我们上修2020~22年公司收入预测分别为68.90/78.42/83.45亿元，上修归母净利润预测分别9.95/12.49/13.57亿元，对应最新总股本的EPS分别为0.82/1.03/1.12元/股。

我们采用市盈率（PE）相对估值法对公司进行估值。目前A股市场中与公司业务相近，具备可比性的主要为圣邦股份（300661.SZ）和斯达半导（603290.SH）。圣邦股份目前的主要产品为模拟芯片，包括信号链和电源管理两大类，其中电源管理芯片业务与华润微功率半导体产品中的功率IC业务具备可比性。斯达半导目前主营产品以IGBT模块为主，与华润微功率半导体产品中的功率器件业务具备可比性。

参考可比公司估值水平，对应2021年业绩来看圣邦股份PE为100x，斯达半导为113x，平均值107x。考虑华润微为国内功率器件龙头企业，行业受益于新能源车和第三代半导体材料呈现出较好的成长性，并且国产替代空间广阔，盈利能力趋势性提升，我们认为以2021年业绩（对应最新总股本的EPS为1.03元/股）来看给予公司70倍PE估值是合理的，对应每股合理价值为71.91元，维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价(元)	每股收益(元)				市盈率(X)			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
圣邦股份	300661.SZ	250.30	1.70	1.73	2.50	3.43	147	145	100	73
斯达半导	603290.SH	179.15	1.13	1.14	1.58	2.15	159	157	113	83
平均值							153	151	107	78

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心。可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期。股价采用 2020/10/20 收盘价。

风险提示

行业周期性波动风险; 新冠疫情影响风险等。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,106	5,092	10,800	12,327	13,823	经营活动现金流	1,482	576	1,627	1,846	1,950
货币资金	1,538	1,931	7,322	8,560	9,893	净利润	538	512	1,118	1,403	1,525
应收及预付	1,177	1,058	1,264	1,437	1,528	折旧摊销	953	709	570	470	410
存货	1,181	1,055	1,163	1,277	1,347	营运资金变动	-95	-715	-124	-101	-57
其他流动资产	1,211	1,049	1,052	1,054	1,055	其它	87	69	63	73	73
非流动资产	4,886	5,003	4,928	4,953	5,038	投资活动现金流	-575	-41	-495	-495	-495
长期股权投资	0	82	82	82	82	资本支出	-533	-611	-495	-495	-495
固定资产	3,898	3,816	3,776	3,836	3,956	投资变动	0	-82	0	0	0
在建工程	351	489	439	389	339	其他	-42	652	0	0	0
无形资产	294	275	290	305	320	筹资活动现金流	-627	-180	4,260	-113	-123
其他长期资产	343	341	341	341	341	银行借款	0	1,480	0	0	0
资产总计	9,992	10,095	15,728	17,280	18,861	股权融资	85	0	4432	0	0
流动负债	4,654	1,979	2,182	2,390	2,516	其他	-712	-1,660	-172	-113	-123
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	317	374	5,391	1,238	1,333
应付及预收	916	960	1,069	1,180	1,246	期初现金余额	1,200	1,517	1,931	7,322	8,560
其他流动负债	3,737	1,019	1,113	1,211	1,270	期末现金余额	1,517	1,891	7,322	8,560	9,893
非流动负债	318	1,726	1,726	1,726	1,726						
长期借款	0	1,506	1,506	1,506	1,506						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	318	220	220	220	220						
负债合计	4,972	3,704	3,907	4,116	4,242						
股本	830	830	1,216	1,216	1,216						
资本公积	6,021	5,450	9,426	9,426	9,426						
留存收益	-3,049	-1,225	-281	908	2,195						
归属母公司股东权益	4,148	5,423	10,730	11,919	13,206						
少数股东权益	872	968	1,091	1,245	1,413						
负债和股东权益	9,992	10,095	15,728	17,280	18,861						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,271	5,743	6,890	7,842	8,345
营业成本	4,690	4,431	4,884	5,364	5,660
营业税金及附加	85	66	83	94	100
销售费用	126	112	103	118	125
管理费用	374	377	344	392	417
研发费用	450	483	482	549	584
财务费用	0	31	-63	-43	-30
资产减值损失	72	-37	-10	-20	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	0	0	0	0
营业利润	586	478	1,242	1,559	1,694
营业外收支	5	28	0	0	0
利润总额	591	506	1,242	1,559	1,694
所得税	53	-6	124	156	169
净利润	538	512	1,118	1,403	1,525
少数股东损益	108	112	123	154	168
归属母公司净利润	429	401	995	1,249	1,357
EBITDA	1,500	983	1,563	1,795	1,868
EPS (元)	0.52	0.48	0.82	1.03	1.12

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	6.7%	-8.4%	20.0%	13.8%	6.4%
营业利润增长	1376.1%	-18.4%	160.0%	25.6%	8.6%
归母净利润增长	511.0%	-6.7%	148.2%	25.6%	8.6%
获利能力					
毛利率	25.2%	22.8%	29.1%	31.6%	32.2%
净利率	8.6%	8.9%	16.2%	17.9%	18.3%
ROE	10.4%	7.4%	9.3%	10.5%	10.3%
ROIC	6.7%	3.5%	6.7%	8.1%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	49.8%	36.7%	24.8%	23.8%	22.5%
净负债比率	99.1%	58.0%	33.1%	31.3%	29.0%
流动比率	1.10	2.57	4.95	5.16	5.49
速动比率	0.83	2.01	4.39	4.60	4.93
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.57	0.44	0.45	0.44
应收账款周转率	10.42	7.05	7.05	7.05	7.05
存货周转率	5.31	5.44	5.93	6.14	6.19
每股指标 (元)					
每股收益	0.52	0.48	0.82	1.03	1.12
每股经营现金流	1.79	0.69	1.34	1.52	1.60
每股净资产	5.00	6.54	8.82	9.80	10.86
估值比率					
P/E	-	-	62.10	49.46	45.53
P/B	-	-	5.76	5.18	4.68
EV/EBITDA	-	-	35.81	30.49	28.58

广发电子元件和半导体研究小组

- 许兴军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：资深分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 彭雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 王昭光：高级分析师，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 耿正：高级分析师，上海交通大学材料科学与工程学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡锐帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 于畅：上海交通大学微电子科学与工程学士，上海交通大学微电子科学与工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 邰正林：中国科学院大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。