

公司研究

加码布局 12 英寸产线，夯实功率龙头地位

——华润微（688396.SH）跟踪报告之三

要点

事件：2020年6月7日，公司发布公告：公司全资子公司华微控股拟与“大基金二期”及重庆西永共同签署《润西微电子（重庆）有限公司投资协议》，发起设立润西微电子，投资建设12吋功率半导体晶圆生产线项目，项目计划投资75.5亿元人民币。其中，华微控股以自有资金出资9.5亿元，出资完成后占项目公司注册资本的19%。

点评：

加码 12 英寸晶圆产线，进一步稳固国内功率半导体龙头地位。公司与大基金二期和重庆西永分别出资 9.5、16.5、24 亿元，设立润西微电子，该项目投资约 75.5 亿元，建成后形成 12 寸 3 万片/月中高端功率半导体晶圆生产能力，并配套 12 寸外延和薄片工艺能力。该产线将采用 90nm 工艺，主要生产 MOSFET、IGBT、电源管理芯片等功率半导体产品，为进入工业控制和汽车电子领域做准备。本次投资一方面顺应功率半导体高景气周期，积极扩产将有效缓解芯片紧缺，另一方面进一步增强了公司在功率半导体的产线和工艺能力，奠定了公司在国内功率半导体领域的龙头地位。

行业景气度高企，产能布局全面有望充分受益。公司在无锡拥有 1 条 8 英寸和 3 条 6 英寸晶圆产线，在重庆拥有 1 条 8 英寸晶圆产线（53%持股比例）和 12 英寸生产线（19%持股比例），根据公司 2020 年年报，6 英寸产能约 248 万片/年，8 英寸产能约 144 万片。重庆 12 寸产线达产后，将形成 36 万片/年产能，公司产能布局全面。目前行业供不应求，公司产线满载，毛利率提升，公司作为国内功率半导体龙头将充分受益。另外公司积极研发并推进中高端 MOSFET 等功率半导体的国产替代，持续推进 IGBT、SiC/GaN 第三代半导体的市场拓展，同时从消费电子领域逐渐开拓至工业控制和汽车电子领域，成长空间广阔。

盈利预测、估值与评级：公司的发展战略为“内生+外延”，“内生”战略为公司不断拓展新产品线，开拓新的市场与客户，扩大公司体量，公司的“内生”战略在 2020 年成效显著，公司业绩取得了大幅增长。公司自成立以来一以贯之“外延”战略，不断并购整合扩大业务范围，覆盖功率器件全产业链环节。长期来看，公司在“内生+外延”的双重发展轨道下有望复制英飞凌的崛起；短期来看，MOSFET 涨价及下游需求景气度高企，我们维持公司 2021-2023 年归母净利润 18.05、20.59、24.14 亿元，当前股价对应 PE 分别为 55x、48x、41x，维持“买入”评级。

风险提示：半导体行业下游需求不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,742.78	6,977.26	8,524.62	10,141.39	11,896.76
营业收入增长率	-8.42%	21.50%	22.18%	18.97%	17.31%
净利润（百万元）	400.76	963.66	1,805.24	2,059.19	2,413.83
净利润增长率	-6.68%	140.46%	87.33%	14.07%	17.22%
EPS（元）	0.48	0.85	1.37	1.56	1.83
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.39%	9.11%	14.67%	14.43%	14.56%
P/E	156	88	55	48	41
P/B	11.5	8.0	8.1	7.0	6.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-06-11；19-20 年股本分别为 8.30/11.30 亿股。

买入（维持）

当前价：75.14 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

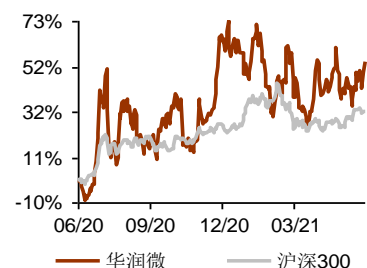
联系人：栾玉民

luanyumin@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.20
总市值(亿元):	991.92
一年最低/最高(元):	38.03/78.45
近 3 月换手率:	51.33%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	21.66	21.96	57.99
绝对	25.23	23.48	88.51

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,743	6,977	8,525	10,141	11,897
营业成本	4,431	5,061	6,033	7,272	8,641
折旧和摊销	693	714	845	903	958
税金及附加	66	69	60	71	83
销售费用	112	106	85	81	71
管理费用	377	370	256	284	309
财务费用	31	-120	-48	-74	-93
研发费用	483	566	511	588	666
投资收益	0	28	0	0	0
营业利润	478	1,072	1,883	2,142	2,504
利润总额	506	1,086	1,893	2,152	2,514
所得税	-6	26	38	43	50
净利润	512	1,060	1,855	2,109	2,464
少数股东损益	112	96	50	50	50
归属母公司净利润	401	964	1,805	2,059	2,414
EPS(元)	0.48	0.85	1.37	1.56	1.83

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	576	1,832	2,752	2,839	3,269
净利润	401	964	1,805	2,059	2,414
折旧摊销	693	714	845	903	958
净营运资金增加	-796	-211	210	418	408
其他	278	365	-108	-541	-511
投资活动产生现金流	-41	-1,267	-1,960	-1,525	-1,000
净资本支出	-611	-571	-2,000	-1,500	-1,000
长期投资变化	82	191	0	0	0
其他资产变化	488	-887	41	-25	0
融资活动现金流	-180	4,453	40	73	62
股本变化	0	300	190	0	0
债务净变化	-945	40	46	60	40
无息负债变化	-323	987	80	441	529
净现金流	374	4,952	833	1,387	2,331

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	22.8%	27.5%	29.2%	28.3%	27.4%
EBITDA 率	21.9%	24.0%	30.4%	29.3%	28.3%
EBIT 率	9.6%	13.5%	20.5%	20.4%	20.3%
税前净利润率	8.8%	15.6%	22.2%	21.2%	21.1%
归母净利润率	7.0%	13.8%	21.2%	20.3%	20.3%
ROA	5.1%	6.4%	10.1%	10.1%	10.3%
ROE (摊薄)	7.4%	9.1%	14.7%	14.4%	14.6%
经营性 ROIC	8.5%	13.7%	21.2%	22.4%	24.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	37%	29%	26%	26%	25%
流动比率	2.57	3.60	3.80	3.90	4.14
速动比率	2.04	3.18	3.41	3.48	3.70
归母权益/有息债务	3.60	6.84	7.73	8.64	9.80
有形资产/有息债务	6.48	10.46	11.36	12.47	13.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	10,095	16,532	18,430	20,947	23,874
货币资金	1,931	6,866	7,699	9,086	11,416
交易性金融资产	508	901	901	901	901
应收帐款	815	966	852	1,014	1,190
应收票据	191	304	371	442	518
其他应收款 (合计)	13	12	63	75	88
存货	1,055	1,269	1,207	1,454	1,728
其他流动资产	529	544	544	544	544
流动资产合计	5,092	10,914	11,698	13,589	16,472
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	82	191	191	191	191
固定资产	3,816	4,367	4,728	5,081	5,179
在建工程	489	402	1,001	1,101	950
无形资产	275	274	269	263	258
商誉	17	18	18	18	18
其他非流动资产	282	255	255	255	255
非流动资产合计	5,003	5,618	6,732	7,358	7,402
总负债	3,704	4,732	4,857	5,358	5,927
短期借款	0	6	0	0	0
应付账款	749	1,053	1,255	1,513	1,798
应付票据	100	75	60	73	86
预收账款	112	0	0	0	0
其他流动负债	129	121	121	121	121
流动负债合计	1,979	3,034	3,079	3,488	3,983
长期借款	1,506	1,442	1,492	1,552	1,592
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	157	181	211	242	276
非流动负债合计	1,726	1,698	1,778	1,869	1,943
股东权益	6,391	11,801	13,573	15,589	17,948
股本	830	1,130	1,320	1,320	1,320
公积金	5,450	9,418	9,409	9,615	9,856
未分配利润	-1,225	-302	1,239	3,000	5,067
归属母公司权益	5,423	10,583	12,305	14,271	16,580
少数股东权益	968	1,218	1,268	1,318	1,368

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.0%	1.5%	1.0%	0.8%	0.6%
管理费用率	6.6%	5.3%	3.0%	2.8%	2.6%
财务费用率	0.5%	-1.7%	-0.6%	-0.7%	-0.8%
研发费用率	8.4%	8.1%	6.0%	5.8%	5.6%
所得税率	-1.3%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.03	0.07	0.07	0.08	0.09
每股经营现金流	0.69	1.62	2.09	2.15	2.48
每股净资产	6.54	9.36	9.32	10.81	12.56
每股销售收入	6.92	6.17	6.46	7.68	9.01

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	156	88	55	48	41
PB	11.5	8.0	8.1	7.0	6.0
EV/EBITDA	52	50	37	32	28
股息率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE