



三季度高增长延续，IDM 龙头盈利加速释放

投资评级：买入（维持）

主要观点：

| | |
|-----------------|-------------|
| 报告日期： | 2020-10-20 |
| 收盘价（元） | 57.98 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 65.77/31.75 |
| 总股本（百万股） | 1216 |
| 流通股本（百万股） | 249 |
| 流通股比例（%） | 20 |
| 总市值（亿元） | 705 |
| 流通市值（亿元） | 144 |

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

研究助理：刘体劲

执业证书号：S0010120070037

邮箱：liutj@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_功率半导体系列报告(一)：IGBT：高壁垒和高景气的黄金赛道》2020-07-08
- 《华安证券_功率半导体系列报告(二)：斯达半导体深度报告：乘风破浪的国产 IGBT 龙头》2020-07-30
- 《华安证券_功率半导体系列报告(三)：第三代半导体 SIC 行业深度报告：爆发式增长的明日之星》2020-09-19

◆ 事件

- 1、公司发布 2020 年三季度报告：前三季度收入 48.89 亿（同比+18.32%）；归母净利润 6.87 亿（同比+154.6%）；其中，单三季度收入 18.26 亿（同比+22.37%），单三季度归母净利润 2.84 亿（同比+169%）；业绩维持高增长；
- 2、功率器件研发人员之一邓小社离职；
- 3、公司发布向特定对象发行 A 股股票预案，拟向不超过三十五名对象发行股票募资 50 亿元，其中 38 亿用于功率半导体封测基地项目建设；12 亿元用于补充流动资金。

◆ 点评

- 1、业绩整体超预期：公司三季度业绩延续高增长，显示出代工以及 MOSFET 等功率器件仍处于高景气周期之中；
- 2、单三季度收入和扣非利润创历史新高：公司单三季度收入 18.26 亿，过去六个季度收入分别为 14.54 亿/14.92 亿/16.11 亿/13.82 亿（+16.5%）/16.81 亿（+15.6%）/18.26 亿（+22.3%），公司单三季度较上半年增速加快，同时单季度扣非归母净利润 2.56 亿，单季度收入和扣非利润均创单季度新高；
- 3、单三季度毛利率创新高，费用率略增：公司单三季度毛利率 29.51%，过去六个季度毛利率 24.3%/25.3%/24%/24.92%/29.27%/29.51%，单三季度创历史最好水平。同时，单三季度管理费用率和研发费用率环比略有增长，总费用率 13.36%较单二季度 11.66%增加 1.7pct；公司毛利率持续提升，验证制造端的产能利用率和器件端景气度均维持在高位，我们预计公司产品收入占比有进一步的提升；
- 4、单个研发人员离职影响有限：公司靠着完善的机制和庞大的人才矩阵不断推动研发实力提升，单个人的离职不会对公司的技术研发和生产经营带来实质性影响；
- 5、拟募资加码功率器件封装增强长期竞争力：功率器件的封测环节价值占比较数字集成电路产业链更高，公司拟募资 50 亿元，其中 38 亿将加码功率半导体封测基地，短期内可直接提升公司在功率半导体领域及封装测试环节的制造能力，带动产品和代工业务提升；中长期则有助于提升公司在功率半导体领域的综合竞争力，为实现世界领先的功率半导体和智能传感器产品与方案供应商的愿景打下坚实基础。

◆ **投资建议**

华润微是国内功率 IDM 龙头，将充分受益功率半导体国产替代、产品扩展和升级、以及第三代半导体红利。预计公司 2020/2021/2022 年营业收入为 67.4 亿/76.3 亿/85.9 亿；归母净利润为 9.8 亿/10.9 亿/12.9 亿，对应当前 700 亿市值 71X/64X/54X。考虑其行业地位领先、短期景气度高、长期发展空间大以及受贸易摩擦影响较小，且业绩持续高增长，向上有空间，向下有安全边际，性价比高，维持“买入”评级。

◆ **风险提示**

功率半导体下游需求不及预期；新产品研发不及预期；宏观经济下行。

重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5743 | 6743 | 7631 | 8595 |
| 收入同比(%) | -8.4% | 17.4% | 13.2% | 12.6% |
| 归属母公司净利润 | 401 | 985 | 1094 | 1292 |
| 净利润同比(%) | -7% | 146% | 11% | 18% |
| 毛利率(%) | 22.8% | 29.1% | 27.7% | 28.7% |
| ROE(%) | 8.0% | 15.7% | 14.9% | 15.1% |
| 每股收益(元) | 0.33 | 0.81 | 0.90 | 1.06 |
| P/E | 170.43 | 71 | 64 | 54 |
| P/B | 12.59 | 6.61 | 6.58 | 6.43 |
| EV/EBITDA | 0 | 39.44 | 34.46 | 30.05 |

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 1 财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 5,092 | 11,737 | 11,703 | 11,766 |
| 现金 | 1,931 | 6,800 | 6,500 | 6,400 |
| 应收账款 | 822 | 2,434 | 2,523 | 2,558 |
| 其他应收款 | 7 | 864 | 809 | 674 |
| 预付账款 | 52 | 48 | 39 | 27 |
| 存货 | 1,324 | 1,506 | 1,692 | 1,764 |
| 其他流动资产 | 958 | 85 | 139 | 344 |
| 非流动资产 | 5,003 | 4,783 | 4,653 | 4,504 |
| 长期投资 | 82 | 27 | 36 | 48 |
| 固定资产 | 3,816 | 3,612 | 3,414 | 3,223 |
| 无形资产 | 275 | 257 | 239 | 224 |
| 其他非流动资产 | 830 | 887 | 963 | 1,009 |
| 资产总计 | 10,095 | 16,520 | 16,356 | 16,270 |
| 流动负债 | 1,979 | 4,411 | 4,197 | 3,872 |
| 短期借款 | 0 | 1,693 | 145 | 216 |
| 应付账款 | 749 | 589 | 680 | 756 |
| 其他流动负债 | 1,230 | 1,158 | 1,398 | 1,923 |
| 非流动负债 | 1,726 | 1,779 | 1,778 | 1,777 |
| 长期借款 | 1,506 | 1,506 | 1,506 | 1,506 |
| 其他非流动负 | 220 | 273 | 272 | 270 |
| 负债合计 | 3,704 | 6,190 | 5,975 | 5,649 |
| 少数股东权益 | 968 | 971 | 974 | 978 |
| 股本 | 830 | 160 | 160 | 160 |
| 资本公积 | 5,450 | 5,450 | 5,450 | 5,450 |
| 留存收益 | (1,225) | (280) | 771 | 2,011 |
| 归母股东权益 | 5,423 | 10,330 | 10,381 | 10,621 |
| 负债和股东权 | 10,095 | 16,520 | 16,356 | 16,270 |

| 现金流量表 | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金 | 576 | 1,088 | 1,341 | 1,662 |
| 净利润 | 512 | 985 | 1,094 | 1,292 |
| 折旧摊销 | 709 | 620 | 585 | 560 |
| 财务费用 | 69 | 65 | 95 | 115 |
| 投资损失 | 0 | (0) | (0) | (0) |
| 营运资金变动 | (1,009) | (2,098) | (223) | (150) |
| 其他经营现金 | 294 | 1,516 | (210) | (154) |
| 投资活动现金 | (41) | 353 | (115) | (147) |
| 资本支出 | 0 | (40) | (50) | (60) |
| 长期投资 | (82) | 54 | (9) | (12) |
| 其他投资现金 | 41 | 339 | (56) | (75) |
| 筹资活动现金 | (180) | (819) | (1,469) | (1,540) |
| 短期借款 | 0 | 1,693 | 145 | 216 |
| 长期借款 | 1,506 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | (670) | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (571) | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金 | (1,115) | (1,842) | (1,614) | (1,756) |
| 现金净增加额 | 356 | 622 | (244) | (25) |

| 利润表 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 5,743 | 6,743 | 7,631 | 8,595 |
| 营业成本 | 4,431 | 4,781 | 5,514 | 6,130 |
| 营业税金及附加 | 66 | 78 | 88 | 99 |
| 销售费用 | 112 | 96 | 119 | 136 |
| 管理与研发费用 | 377 | 580 | 717 | 825 |
| 财务费用 | 31 | 65 | 95 | 115 |
| 资产减值损失 | (37) | (167) | 51 | 60 |
| 公允价值变动收 | 0 | (338) | 56 | 75 |
| 投资净收益 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 478 | 973 | 1,104 | 1,306 |
| 营业外收入 | 33 | 40 | 20 | 20 |
| 营业外支出 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 利润总额 | 506 | 1,009 | 1,120 | 1,322 |
| 所得税 | (6) | 20 | 22 | 26 |
| 净利润 | 512 | 988 | 1,097 | 1,296 |
| 少数股东损益 | 112 | 3 | 3 | 4 |
| 归属母公司净利润 | 401 | 985 | 1,094 | 1,292 |
| EBITDA | 1,486 | 1,732 | 1,982 | 2,273 |
| EPS (元) | 0.33 | 0.81 | 0.90 | 1.06 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -8.42% | 17.42% | 13.17% | 12.63% |
| 营业利润 | -18.42% | 103.56% | 13.51% | 18.32% |
| 归属于母公司净利 | -6.68% | 145.88% | 11.04% | 18.05% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 22.84% | 29.09% | 27.74% | 28.68% |
| 净利率(%) | 0.26% | 6.98% | 14.61% | 14.34% |
| ROE(%) | 8.02% | 15.69% | 14.92% | 15.07% |
| ROIC(%) | 9.67% | 18.38% | 15.41% | 18.28% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 36.69% | 61.86% | 55.04% | 47.15% |
| 净负债比率(%) | 9.24% | -73.03% | -59.56% | -48.46% |
| 流动比率 | 2.57 | 1.39 | 1.62 | 2.00 |
| 速动比率 | 1.90 | 1.21 | 1.39 | 1.70 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.57 | 0.51 | 0.46 | 0.53 |
| 应收账款周转率 | 8.11 | 5.65 | 4.65 | 4.78 |
| 应付账款周转率 | 7.84 | 10.08 | 12.02 | 11.97 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊 | 0.33 | 0.81 | 0.90 | 1.06 |
| 每股经营现金流 | 0.47 | 0.89 | 1.10 | 1.37 |
| 每股净资产(最新 | 4.46 | 8.50 | 8.54 | 8.73 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 170.4 | 69.3 | 62.4 | 52.9 |
| P/B | 12.6 | 6.6 | 6.6 | 6.4 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 39.44 | 34.46 | 30.05 |

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监；华安证券研究所所长，TMT 首席分析师；新财富最佳分析师。

研究助理：刘体劲，上海交通大学管理学硕士，四年电子买方研究经历，2020 年 6 月加入华安证券研究所。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

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。市场基准指数为沪深 300 指数。