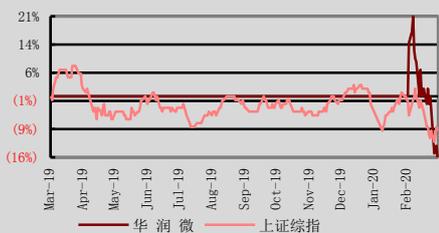


688396.SH

增持

市场价格：人民币 35.45

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(15.6)	0.0	0.0	0.0
相对上证指数	(5.2)	7.5	8.1	7.8

发行股数(百万)	1216
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	43,105
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,001
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
华润集团(微电子)有限公司	72

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券
 以2020年3月27日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

电子
赵琦

021-20328313

qi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518080001

王达婷

021-20328284

dating.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060001

华润微

全产业链一体化经营，功率半导体技术领先

公司是国内领先的集芯片设计、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，产品聚焦功率半导体、智能传感器与智能控制领域。考虑公司在功率半导体领域的领先地位，首次覆盖，给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **华润集团旗下半导体投资运营平台。**公司是华润集团旗下半导体投资运营平台，曾先后整合华科电子、中国华晶、上华科技等国内半导体先驱，目前拥有6-8英寸晶圆生产线5条、封装生产线2条、掩模生产线1条、设计公司3家。2019年度，公司预计实现营收56.5~58亿元，同比下降9.90%至7.51%；实现归母净利润3.5~3.8亿元，同比下降18.50%至11.51%。
- **功率半导体技术、规模领先，MOSFET 技术覆盖面广。**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，生产的器件包括沟槽栅MOS、平面栅VDMOS及超结MOS等，可以满足不同客户和不同应用场景的需要。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。
- **科创板上市，IPO 募资加码 8 英寸高端传感器和功率半导体。**公司于2020年2月登录科创板，IPO募资总额30亿元，主要用于8英寸高端传感器和功率半导体建设、前瞻性技术和产品升级研发、产业并购及整合等。其中，8英寸高端传感器和功率半导体建设项目总投资额23.11亿元，首期规划BCD和MEMS工艺月产能约1.6万片。前瞻性技术和产品升级研发项目的研发方向包括：第三代半导体功率器件设计及工艺技术研究、功率分立器件及其模组的核心技术研发、高端功率IC研发和MEMS传感器产品研发。

估值

- 预计公司19~21年的EPS分别为0.48/0.39/0.47元，当前股价对应PE分别为73/91/76X，首次覆盖，给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 全球疫情对需求影响超出预期，高端器件发展不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	5,876	6,271	5,745	6,319	7,267
变动(%)	34	7	(8)	10	15
净利润(人民币 百万)	518	429	401	473	568
全面摊薄每股收益(人民币)	0.085	0.518	0.484	0.389	0.467
变动(%)	(123.2)	511.0	(6.6)	(19.5)	20.0
全面摊薄市盈率(倍)	418.5	68.5	73.3	91.1	75.9
价格/每股现金流量(倍)	17.6	19.8	20.4	18.5	19.0
每股现金流量(人民币)	2.01	1.79	1.73	1.92	1.87
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.9	29.1	27.8	23.7	20.6
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	5,876	6,271	5,745	6,319	7,267
销售成本	(4,919)	(4,775)	(4,383)	(4,812)	(5,523)
经营费用	725	(68)	185	206	124
息税折旧前利润	1,681	1,428	1,547	1,713	1,868
折旧及摊销	(1,372)	(953)	(1,091)	(1,159)	(1,195)
经营利润 (息税前利润)	309	475	456	555	673
净利息收入/(费用)	5	(0)	(12)	(12)	2
其他收益/(损失)	75	116	108	108	107
税前利润	389	591	552	651	781
所得税	(44)	(53)	(50)	(59)	(70)
少数股东权益	(173)	108	101	119	143
净利润	518	429	401	473	568
核心净利润	516	430	401	473	568
每股收益 (人民币)	0.085	0.518	0.484	0.389	0.467
核心每股收益 (人民币)	0.622	0.518	0.484	0.389	0.467
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	34	7	(8)	10	15
息税前利润增长(%)	16,720	54	(4)	22	21
息税折旧前利润增长(%)	68	(15)	8	11	9
每股收益增长(%)	(123)	511	(7)	(19)	20
核心每股收益增长(%)	653	(17)	(7)	(20)	20

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	389	591	552	651	781
折旧与摊销	1,372	953	1,091	1,159	1,195
净利息费用	(5)	0	12	12	(2)
运营资本变动	536	180	208	565	(590)
税金	(665)	55	(50)	(59)	(70)
其他经营现金流	40	(296)	(374)	1	953
经营活动产生的现金流	1,667	1,482	1,439	2,329	2,268
购买固定资产净值	78	26	298	247	224
投资减少/增加	(34)	11	13	15	15
其他投资现金流	(650)	(612)	(596)	(495)	(447)
投资活动产生的现金流	(605)	(575)	(285)	(232)	(209)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(18)	2,200	(1,069)	(182)	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(250)	(2,827)	(359)	374	2
融资活动产生的现金流	(267)	(627)	(1,429)	193	2
现金变动	795	281	(274)	2,289	2,061
期初现金	462	1,219	1,538	1,264	3,553
公司自由现金流	1,062	907	1,155	2,096	2,059
权益自由现金流	1,040	3,108	97	1,927	2,058

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,219	1,538	1,264	3,553	5,614
应收帐款	2,392	2,292	1,317	2,006	1,742
库存	900	1,181	1,147	1,101	132
其他流动资产	71	68	37	91	55
流动资产总计	4,598	5,106	4,085	7,081	7,883
固定资产	4,623	4,249	3,415	2,502	1,524
无形资产	268	294	357	383	400
其他长期资产	223	295	303	303	303
长期资产总计	5,115	4,838	4,074	3,188	2,227
总资产	9,747	9,992	8,195	10,291	10,132
应付帐款	845	800	480	1,067	694
短期债务	0	0	1,182	1,000	1,000
其他流动负债	1,564	3,854	1,208	1,920	1,423
流动负债总计	2,409	4,654	2,870	3,987	3,117
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	2,867	318	150	150	150
股本	830	830	830	1,216	1,216
储备	2,544	2,972	3,373	3,846	4,414
股东权益	3,373	3,801	4,203	5,062	5,630
少数股东权益	638	872	973	1,092	1,235
总负债及权益	9,747	9,992	8,195	10,291	10,132
每股帐面价值 (人民币)	4.07	4.58	5.06	4.16	4.63
每股有形资产 (人民币)	3.74	4.23	4.63	3.85	4.30
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.47)	(1.85)	(0.10)	(2.10)	(3.79)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.6	22.8	26.9	27.1	25.7
息税前利润率(%)	5.3	7.6	7.9	8.8	9.3
税前利润率(%)	6.6	9.4	9.6	10.3	10.8
净利率(%)	8.8	6.8	7.0	7.5	7.8
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.1	1.4	1.8	2.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	2,014.3	38.1	46.3	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	0.8	1.0	1.5	2.5
估值					
市盈率(倍)	418.5	68.5	73.3	91.1	75.9
核心业务市盈率(倍)	57.0	68.4	73.3	91.1	75.9
市净率(倍)	8.7	7.7	7.0	8.5	7.7
价格/现金流(倍)	17.6	19.8	20.4	18.5	19.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.9	29.1	27.8	23.7	20.6
周转率					
存货周转天数	58.7	79.6	97.0	85.3	40.7
应收帐款周转天数	131.4	136.3	114.6	96.0	94.1
应付帐款周转天数	50.4	47.9	40.7	44.7	44.2
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	18.0	12.0	10.0	10.2	10.6
资产收益率(%)	3.2	4.4	4.6	5.5	6.0
已运用资本收益率(%)	0.5	2.5	1.8	1.8	1.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测