

2020年07月28日

产品业务占比逐渐提升，IGBT/SiC 持续突破

华润微 (688396)

事件概述

公司发布 2020 年中报，上半年公司实现营收 30.63 亿元，同比增加 16.03%；实现归属于上市公司股东净利润 4.03 亿元，同比增加 145.27%。

产品与方案业务占比逐年提升，折旧逐渐降低

公司主营业务分为产品与方案（即 IDM 模式）与制造及服务业务（即代工业务），其中，产品及方案业务包括了功率半导体、智能传感器、智能控制、其他 IC 产品，公司功率半导体可分为功率器件与功率 IC 两大类产品。其中，功率器件产品主要有 MOSFET、IGBT 等，功率 IC 产品主要有各系列电源管理芯片（模拟 IC）。依据 2019 年年报数据，公司产品与业务营收占比为 45.92%，毛利率为 30.01%，而代工业务毛利率为 22.78%。公司 2020 年上半年产品与方案实现销售收入为 13.69 亿元，占比 44.95%，与去年同期相比提升 1.55 个百分点，公司的产品与方案业务板块收入占比持续提高。我们预计随着产品与方案业务占比逐年提升，叠加公司产线折旧减少，综合毛利率有望呈现上升的趋势。

国内 MOSFET 领先企业，发力 IGBT 产品

依据公司官网信息，2020 年 4 月 22 日，华润微电子有限公司与南瑞联研半导体有限责任公司签订战略合作框架协议，南瑞联研成立于 2019 年 11 月，由国电南瑞科技股份有限公司与全球能源互联网研究院有限公司共同出资设立，是国家电网公司发展功率半导体产业的统一平台，主要从事 IGBT 芯片设计、模块封装、销售及服务，为电力、能源以及其他领域提供功率半导体芯片、模块及其应用的整体解决方案。公司在 MOS 领域已经成为国内领先的企业，逐渐发力 IGBT 产品，公司在 IGBT 器件和制造工艺领域积累了多项具有自主知识产权的核心技术，专利覆盖了 600V-6500V 多个电压平台等多种 IGBT 器件结构和工艺流程，能够提升产品可靠性及产品性能，目前在市场中具有较强的竞争优势。公司多芯片封装集成 IPM 模块实现批量销售，同时向家电市场推出多颗不同电流和电压的系列化产品

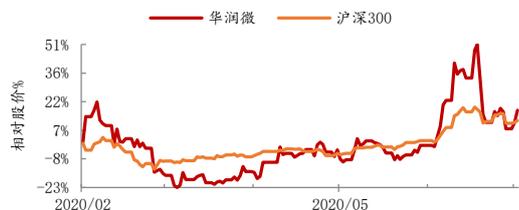
SiC 二极管正式发布，化合物半导体未来可期

公司官网信息，在近期上海举办的慕尼黑电子展期间，正式向市场投入 1200V 和 650V 工业级 SiC 肖特基二极管功率器件产品系列，同时宣布国内首条 6 英寸商用 SiC 晶圆生产线正式量产。其中，1200V 产品电流等级从 2A 到 40A，主要聚焦于太阳能、UPS、充电桩、储能、车载电源等应用；而 650V 产品电流等级为 4A 到 16A，主要聚焦于服务器电源、通讯电源等高效开关电源应用。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：
最新收盘价：49.18

股票代码：688396
52 周最高价/最低价：63.51/32.38
总市值(亿)：597.99
自由流通市值(亿)：116.62
自由流通股数(百万)：237.14



分析师：孙远峰
邮箱：sunyf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080005

分析师：王海维
邮箱：wanghw1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090003

相关研究

- Q1 毛利率显著提升，IGBT/SiC 等持续突破 2020.04.23
- 功率半导专芯致志，特色工艺艺术业专攻 2020.02.27

投资建议

基于公司上半年产能利用率提升、毛利率改善明显、产线折旧到期以及产品与方案业务的快速增长，我们调整此前盈利预测，预计 2020~2022 年公司营收分别为 70.06 亿元、84.07 亿元、100.89 亿元（此前 2020~2022 年预测营收为 68.90 亿元、79.00 亿元、90.00 亿元）；预计实现归属于母公司股东净利润 8.42 亿元、11.00 亿元、13.23 亿元（此前 2020~2022 年预测归母净利润为 4.89 亿元、6.70 亿元、7.81 亿元）。鉴于公司在 MOSFET 领域的领先地位及未来 IGBT/第三代化合物半导体等新产品突破，成长空间足，我们给予一定的估值溢价，维持“买入”评级。

风险提示

存在与累计未弥补亏损相关的风险；半导体行业存在周期性；与国际厂商存在技术差距等。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,271	5,743	7,006	8,407	10,089
YoY	6.7%	-8.4%	22.0%	20.0%	20.0%
归母净利润(百万元)	429	401	842	1,100	1,323
YoY	511.0%	-6.7%	110.2%	30.6%	20.3%
毛利率	25.2%	22.8%	27.5%	27.8%	27.9%
每股收益(元)	0.35	0.33	0.69	0.90	1.09
ROE	10.4%	7.4%	12.4%	13.5%	13.6%
市盈率	139.25	149.22	71.00	54.36	45.19

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,743	7,006	8,407	10,089	净利润	512	936	1,250	1,504
YoY (%)	-8.4%	22.0%	20.0%	20.0%	折旧和摊销	709	600	650	700
营业成本	4,431	5,079	6,070	7,274	营运资金变动	-138	-104	7	39
营业税金及附加	66	90	106	124	经营活动现金流	1,153	1,426	1,903	2,237
销售费用	112	147	170	204	资本开支	-611	-500	-500	-500
管理费用	377	371	429	515	投资	-82	0	0	0
财务费用	31	-99	-145	-197	投资活动现金流	-41	-494	-496	-494
资产减值损失	-37	0	0	0	股权募资	0	386	0	0
投资收益	0	6	4	6	债务募资	1,480	0	0	0
营业利润	478	955	1,276	1,534	筹资活动现金流	-180	386	0	0
营业外收支	28	0	0	0	现金净流量	374	1,318	1,407	1,743
利润总额	506	955	1,276	1,534	主要财务指标				
所得税	-6	19	26	31	成长能力 (%)				
净利润	512	936	1,250	1,504	营业收入增长率	-8.4%	22.0%	20.0%	20.0%
归属于母公司净利润	401	842	1,100	1,323	净利润增长率	-6.7%	110.2%	30.6%	20.3%
YoY (%)	-6.7%	110.2%	30.6%	20.3%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.33	0.69	0.90	1.09	毛利率	22.8%	27.5%	27.8%	27.9%
资产负债表 (百万元)					净利率	8.9%	13.4%	14.9%	14.9%
货币资金	1,931	3,249	4,655	6,398	总资产收益率 ROA	4.0%	7.1%	8.0%	8.3%
预付款项	52	59	71	85	净资产收益率 ROE	7.4%	12.4%	13.5%	13.6%
存货	1,055	1,200	1,350	1,500	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2,055	2,279	2,528	2,826	流动比率	2.57	3.01	3.22	3.41
流动资产合计	5,092	6,788	8,604	10,810	速动比率	2.01	2.45	2.69	2.91
长期股权投资	82	82	82	82	现金比率	0.98	1.44	1.74	2.02
固定资产	3,816	3,574	3,341	3,119	资产负债率	36.7%	33.6%	32.0%	30.6%
无形资产	275	275	275	275	经营效率 (%)				
非流动资产合计	5,003	5,061	5,128	5,206	总资产周转率	0.57	0.59	0.61	0.63
资产合计	10,095	11,848	13,733	16,016	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.33	0.69	0.90	1.09
应付账款及票据	848	965	1,156	1,384	每股净资产	4.46	5.60	6.68	8.00
其他流动负债	1,130	1,287	1,512	1,786	每股经营现金流	0.95	1.17	1.57	1.84
流动负债合计	1,979	2,252	2,669	3,170	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,506	1,506	1,506	1,506	估值分析				
其他长期负债	220	220	220	220	PE	149.22	71.00	54.36	45.19
非流动负债合计	1,726	1,726	1,726	1,726	PB	0.00	8.78	7.36	6.15
负债合计	3,704	3,978	4,394	4,896					
股本	830	1,216	1,216	1,216					
少数股东权益	968	1,061	1,211	1,392					
股东权益合计	6,391	7,871	9,339	11,120					
负债和股东权益合计	10,095	11,848	13,733	16,016					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年水晶球/金牛/IAMAC保险资产上榜分析师，2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师，2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

王海维：华西证券研究所电子行业分析师，华东师范大学硕士，曾就职于安信证券，2019年8月加入华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。