

20H1 业绩超预期，中国“英飞凌”指日可待

——华润微 (688396.SH) 2020 年中报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价：49.18 元

分析师

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsec.com

市场数据

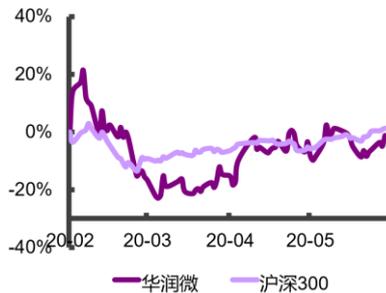
总股本(亿股)：12.16

总市值(亿元)：597.99

一年最低/最高(元)：31.77/65.77

近3月换手率：636.33%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | 8.11 | 18.78 | -1.24 |
| 绝对 | 18.48 | 38.28 | 17.15 |

资料来源：Wind

相关研报

中国“英飞凌”的崛起——华润微 (688396.SH) 投资价值分析报告
2020-07-02

事件：

华润微发布 2020 年中报。公司 20H1 实现营收 30.63 亿元，同比增长 16.03%，实现归母净利润 4.03 亿元，同比增长 145.27%，实现扣非后归母净利润 3.45 亿元，同比增长 466.46%，实现经营活动现金流量净额为 5.11 亿元，同比增长 573.74%。

点评：

◆H1 净利润大幅超市场预期，毛利率提升显著

公司 20H1 实现归母净利润 4.03 亿元，19H1 归母净利润为 2.38 亿元，同比增长 145.27%，公司归母净利润大幅增长，超越市场一致预期。主要系公司一方面积极开拓市场与客户，营业收入同比增长 16.03%。另一方面公司制造与服务业务板块产能利用率提升较大，固定成本有所减少，使得公司 20H1 整体毛利率相比于去年同期的 20.68% 毛利率增加了 6.63 个百分点，达到 27.31%，提升显著。另外，公司 20H1 固定资产累计折旧额为 3.13 亿元，占 2019 年折旧及摊销总额的 45.17%，预计全年折旧额相比去年将有所下降。

◆四大事业群全面发力，全年有望保持高速增长

公司四大事业群分别为功率器件事业群、集成电路事业群、代工事业群和封测事业群。公司 2020 上半年通过提高产品性能，优化产品结构，提升细分市场占有等举措推动产品与方案业务发展，在重点客户拓展方面取得突破。公司产品与方案板块实现销售收入 13.69 亿元，同比增长 20%，占总营收比例为 44.95%，同比增长 1.55 个百分点，公司产品与方案业务板块收入占比持续提高。

公司产品与方案板块下设功率器件事业群和集成电路事业群，功率器件事业群 20H1 实现销售收入 12.57 亿元，同比增长 22.31%，公司 MOSFET 产品通过技术迭代，不断创新与丰富产品线，销售额同比增长 21.43%。公司在 IGBT 器件和制造工艺领域积累了多项自主知识产权的核心技术，为 UPS、逆变器和变频器等应用领域的客户提供丰富的产品选型空间，公司 IGBT 产品销售额同比增长 49.90%。另外，公司在 SiC 器件产品产业化方面取得较大进展，2020 年 7 月 4 日，公司于上海慕尼黑电子展期间，发布 1200V 和 650V 工业级 SiC 肖特基二极管产品，国内首条 6 英寸 SiC 晶圆生产线正式量产。

公司集成电路事业群 20H1 实现销售额 0.7 亿元，同比增长 13.35%。公司上半年加强市场与客户拓展，烟雾报警器产品成功导入品牌客户，电源产品导入国内品牌空调客户。公司计量 MCU、ASIC 以及配套的电源管理产品布局多年，广泛应用于额温枪、耳温枪及电子体温计等。公司上半年测温产品同比增长 598%，光电传感产品在工业细分市场销售同比增长 45%。

公司制造与服务板块20H1实现销售收入16.77亿元,同比增长12.78%。公司制造与服务板块下设代工事业群和封测事业群,代工事业群持续推动MEMS和先进BCD工艺技术能力的提升。20H1公司0.18um BCD G3工艺平台综合技术能力进一步提升,逐步进行客户产品导入和量产。0.11um BCD技术已启动预研工作,导入600V SOI技术平台产品验证。公司封测事业群在智能功率模块封装产品和客户层面有了较大突破,在国内“白电”、工业变频器等市场继续发力,预期今后几年将会继续快速成长。

◆华润微各子公司盈利状况良好,产能充足

公司各主要子公司盈利状况良好,无锡华润上华20H1实现2.52亿元净利润,华润微电子(重庆)实现1.23亿元净利润,封测业务线安盛科技实现净利润0.47亿元,三家子公司贡献了华润微主要利润,公司子公司盈利状况良好。

公司在无锡拥有1条8英寸和3条6英寸晶圆产线,年产能约320万片,在重庆拥有1条8英寸晶圆产线(年产能约70万片)和12英寸生产线。公司持有重庆华润微53%股权,重庆华润微2019年收入和净利润约10.7亿元和2.45亿元,2019年年底净资产约18亿元。此外公司与重庆政府战略合作建设12寸线。

图表1: 华润微主要子公司

| 公司名称 | 主要经营地 | 业务 | 注册资本 | 持股比例(%) |
|------------------|-------|------|----------------|---------|
| 无锡华润上华科技有限公司 | 江苏无锡 | 晶圆制造 | 66801.147万美元 | 100 |
| 无锡华润矽科微电子有限公司 | 江苏无锡 | IC设计 | 12499.3178万人民币 | 100 |
| 无锡华润安盛科技有限公司 | 江苏无锡 | 封装测试 | 4亿人民币 | 100 |
| 华润赛美科微电子(深圳)有限公司 | 广东深圳 | 封装测试 | 1380万美元 | 100 |
| 无锡华润华晶微电子有限公司 | 江苏无锡 | 分立器件 | 3.35亿人民币 | 99.662 |
| 华润微电子(重庆)有限公司 | 重庆 | 分立器件 | 19.892亿人民币 | 52.69 |

资料来源:公司公告、光大证券研究所

图表2: 20H1 华润微子公司财务数据(单位:万元)

| 公司名称 | 总资产 | 净资产 | 营业收入 | 净利润 |
|------------------|---------|---------|---------|--------|
| 无锡华润上华科技有限公司 | 584,254 | 315,181 | 156,272 | 25,177 |
| 无锡华润矽科微电子有限公司 | 38,817 | 25,167 | 21,277 | 864 |
| 无锡华润安盛科技有限公司 | 74,546 | 48,973 | 39,067 | 4,738 |
| 华润赛美科微电子(深圳)有限公司 | 27,094 | 11,297 | 7,659 | 180 |
| 无锡华润华晶微电子有限公司 | 83,815 | 52,354 | 44,883 | 1,445 |
| 华润微电子(重庆)有限公司 | 245,391 | 192,406 | 62,114 | 12,303 |

资料来源:公司公告、光大证券研究所

◆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 20H1 成效显著，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。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，我们上调公司 2020-2022 年归母净利润分别至 8.05、9.42、12.30 亿元（前值分别为 5.20、6.47、8.07 亿元），维持“买入”评级。

◆风险提示：

半导体行业景气度复苏不及预期、国产替代不及预期。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 6,270.80 | 5,742.78 | 6,690.05 | 8,176.58 | 9,999.96 |
| 营业收入增长率 | 6.73% | -8.42% | 16.49% | 22.22% | 22.30% |
| 净利润（百万元） | 429.44 | 400.76 | 805.45 | 942.41 | 1,230.44 |
| 净利润增长率 | 511.02% | -6.68% | 100.98% | 17.00% | 30.56% |
| EPS（元） | 0.49 | 0.48 | 0.66 | 0.78 | 1.01 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 10.35% | 7.39% | 7.76% | 8.33% | 9.81% |
| P/E | 101 | 102 | 74 | 63 | 49 |
| P/B | 10.4 | 7.5 | 5.8 | 5.3 | 4.8 |
| EV/EBITDA | 30 | 35 | 36 | 34 | 28 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 7 月 28 日

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 6,271 | 5,743 | 6,690 | 8,177 | 10,000 |
| 营业成本 | 4,690 | 4,431 | 4,839 | 5,899 | 7,196 |
| 折旧和摊销 | 940 | 693 | 672 | 690 | 705 |
| 税金及附加 | 85 | 66 | 54 | 57 | 70 |
| 销售费用 | 126 | 112 | 126 | 180 | 200 |
| 管理费用 | 374 | 377 | 408 | 499 | 570 |
| 财务费用 | 0 | 31 | 4 | -32 | -42 |
| 研发费用 | 450 | 483 | 549 | 736 | 890 |
| 投资收益 | 11 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 586 | 478 | 882 | 1,022 | 1,316 |
| 利润总额 | 591 | 506 | 873 | 1,013 | 1,307 |
| 所得税 | 53 | (6) | 17 | 20 | 26 |
| 净利润 | 538 | 512 | 855 | 992 | 1,280 |
| 少数股东损益 | 108 | 112 | 50 | 50 | 50 |
| 归属母公司净利润 | 429 | 401 | 805 | 942 | 1,230 |
| EPS(按最新股本计) | 0.49 | 0.48 | 0.66 | 0.78 | 1.01 |

| 现金流量表 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 1,482 | 576 | 815 | 905 | 1,408 |
| 净利润 | 429 | 401 | 805 | 942 | 1,230 |
| 折旧摊销 | 940 | 693 | 672 | 690 | 705 |
| 净营运资金增加 | 224 | -796 | 880 | 1,039 | 898 |
| 其他 | -111 | 278 | -1,544 | -1,766 | -1,426 |
| 投资活动产生现金流 | -575 | -41 | 158 | -375 | -350 |
| 净资本支出 | -533 | -611 | -300 | -300 | -300 |
| 长期投资变化 | 0 | 82 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -42 | 488 | 458 | -75 | -50 |
| 融资活动现金流 | -627 | -180 | 4,430 | 330 | 406 |
| 股本变化 | 0 | 0 | 386 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 2,200 | -945 | 100 | 0 | 0 |
| 无息负债变化 | -2,504 | -323 | 248 | 608 | 705 |
| 净现金流 | 317 | 374 | 5,402 | 859 | 1,464 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 25.2% | 22.8% | 27.7% | 27.9% | 28.0% |
| EBITDA 率 | 24.2% | 21.9% | 23.6% | 20.3% | 19.7% |
| EBIT 率 | 9.0% | 9.6% | 13.6% | 12.0% | 12.7% |
| 税前净利润率 | 9.4% | 8.8% | 13.0% | 12.5% | 13.2% |
| 归母净利润率 | 6.8% | 7.0% | 12.0% | 11.6% | 12.4% |
| ROA | 5.4% | 5.1% | 5.5% | 5.9% | 6.8% |
| ROE (摊薄) | 10.4% | 7.4% | 7.8% | 8.4% | 9.9% |
| 经营性 ROIC | 7.2% | 8.5% | 12.9% | 13.1% | 16.6% |

| 偿债能力 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 50% | 37% | 26% | 27% | 28% |
| 流动比率 | 1.10 | 2.57 | 5.00 | 5.15 | 5.36 |
| 速动比率 | 0.84 | 2.04 | 4.56 | 4.67 | 4.85 |
| 归母权益/有息债务 | 1.69 | 3.60 | 6.46 | 7.05 | 7.82 |
| 有形资产/有息债务 | 3.93 | 6.48 | 9.34 | 10.29 | 11.47 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

| 资产负债表 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 9,992 | 10,095 | 15,443 | 17,043 | 19,029 |
| 货币资金 | 1,538 | 1,931 | 7,333 | 8,193 | 9,657 |
| 交易性金融资产 | 0 | 508 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 602 | 815 | 535 | 654 | 800 |
| 应收票据 | 507 | 191 | 335 | 818 | 1,000 |
| 其他应收款(合计) | 1,184 | 13 | 1,004 | 1,226 | 1,500 |
| 存货 | 1,181 | 1,055 | 964 | 1,180 | 1,439 |
| 其他流动资产 | 27 | 529 | 529 | 529 | 529 |
| 流动资产合计 | 5,106 | 5,092 | 10,747 | 12,658 | 14,997 |
| 其他权益工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 82 | 82 | 82 | 82 |
| 固定资产 | 3,898 | 3,816 | 3,806 | 3,995 | 3,630 |
| 在建工程 | 351 | 489 | 315 | 227 | 184 |
| 无形资产 | 294 | 275 | 363 | 455 | 545 |
| 商誉 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 其他非流动资产 | 277 | 282 | 282 | 282 | 282 |
| 非流动资产合计 | 4,886 | 5,003 | 4,696 | 4,385 | 4,032 |
| 总负债 | 4,972 | 3,704 | 4,052 | 4,660 | 5,365 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 716 | 749 | 726 | 885 | 1,079 |
| 应付票据 | 84 | 100 | 48 | 59 | 72 |
| 预收账款 | 116 | 112 | 134 | 164 | 200 |
| 其他流动负债 | 129 | 129 | 129 | 129 | 129 |
| 流动负债合计 | 4,654 | 1,979 | 2,148 | 2,458 | 2,798 |
| 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 | 251 | 157 | 347 | 644 | 1,009 |
| 非流动负债合计 | 318 | 1,726 | 1,905 | 2,202 | 2,567 |
| 股东权益 | 5,020 | 6,391 | 11,391 | 12,383 | 13,664 |
| 股本 | 830 | 830 | 1,216 | 1,216 | 1,216 |
| 公积金 | 6,021 | 5,450 | 9,316 | 9,410 | 9,533 |
| 未分配利润 | -3,049 | -1,225 | -528 | 320 | 1,428 |
| 归属母公司权益 | 4,148 | 5,423 | 10,373 | 11,315 | 12,546 |
| 少数股东权益 | 872 | 968 | 1,018 | 1,068 | 1,118 |

| 费用率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------|------|------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| 管理费用率 | 6% | 7% | 6% | 6% | 6% |
| 财务费用率 | 0% | 1% | 0% | -1% | -1% |
| 研发费用率 | 7% | 8% | 8% | 9% | 9% |
| 所得税率 | 9% | -1% | 2% | 2% | 2% |

| 每股指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 0.00 | 0.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股经营现金流 | 1.69 | 0.69 | 0.67 | 0.74 | 1.15 |
| 每股净资产 | 4.72 | 6.54 | 8.53 | 9.31 | 10.33 |
| 每股销售收入 | 7.13 | 6.92 | 5.50 | 6.72 | 8.22 |

| 估值指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 101 | 102 | 74 | 63 | 48 |
| PB | 10.4 | 7.5 | 5.8 | 5.3 | 4.8 |
| EV/EBITDA | 30 | 35 | 36 | 34 | 28 |
| 股息率 | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|--|
| 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，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。

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見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。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |