

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

华润微 (688396)

买入

IT 硬件与设备

重大事件快评

(维持评级)

2020 年 12 月 09 日

晶圆代工景气度上行，公司业绩迎来向上弹性

证券分析师： 欧阳仕华 0755-81981821 ouyangsh1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码： S0980517080002
 证券分析师： 许亮 0755-81981025 xuliang1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码： S0980518120001

事项：

国信观点：

- 1) 20 年 Q3 消费电子旺季以来，以半导体为代表的电子行业上游零部件整体进入供需紧张的新周期。半导体产能紧缺主要集中在晶圆代工环节，并逐步向下游封测以及上游原材料开始渗透，其中八英寸晶圆代工产能由于其产业原因，供需紧张尤为凸显。
- 2) 公司目前产品需求紧张主要包括 MOSFET 和电源管理芯片(PMIC)，其中 2019 年 MOSFET 收入占比 30%，PMIC 代工收入占比 25%，其余八英寸代工收入占比 25%。随着涨价预期提升，公司业绩有望迎来弹性。
- 3) 上调公司 20-22 年归母净利润为 10.7/15.8/17.7 亿（前值为 10.7/12.3/14.3 亿元），对应当前股价 PE 为 79.4/53.9/48.3X，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，市场竞争加剧。

评论：

■ 八英寸晶圆代工产能紧缺，行业涨价启动

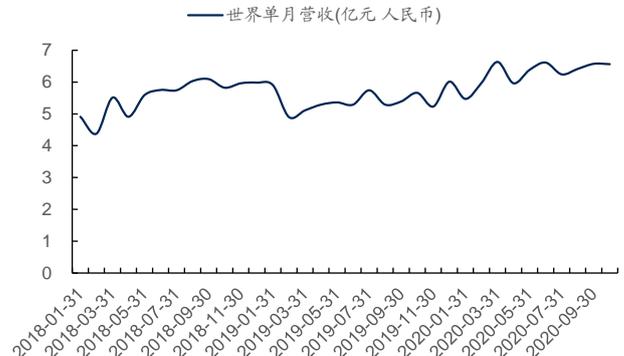
20 年 Q3 消费电子旺季以来，以半导体为代表的电子行业上游零部件整体进入供需紧张的新周期，产能紧缺主要集中在晶圆代工环节，并逐步向下游封测以及上游原材料开始渗透。八英寸晶圆代工产能由于其产业原因，供需紧张尤为凸显。台湾 8 英寸晶圆代工厂联电和世界的月度营收数据显示，三季度月度营收持续在历史高位附近波动，甚至超过了 2018 年周期性高点，8 英寸晶圆厂 Q3 都处于产能满载状态。

图 1：联电月度营收变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：世界月度营收变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

八英寸晶圆代工产品种类众多，其中最为主要的包括：MOSFET，PMIC 等传统芯片，也包括利基存储芯片，指纹识别芯片以及屏幕触控驱动芯片等众多产品。2020 年由于疫情影响，宅经济带动 PC/NB 市场需求持续旺盛，八英寸晶圆代工产品 MOSFET 和 PMIC 处于供不应求状态。进入消费电子旺季，指纹识别芯片以及屏幕触控驱动芯片进一步加剧了产能的缺口。八英寸晶圆产能紧缺催化因素：

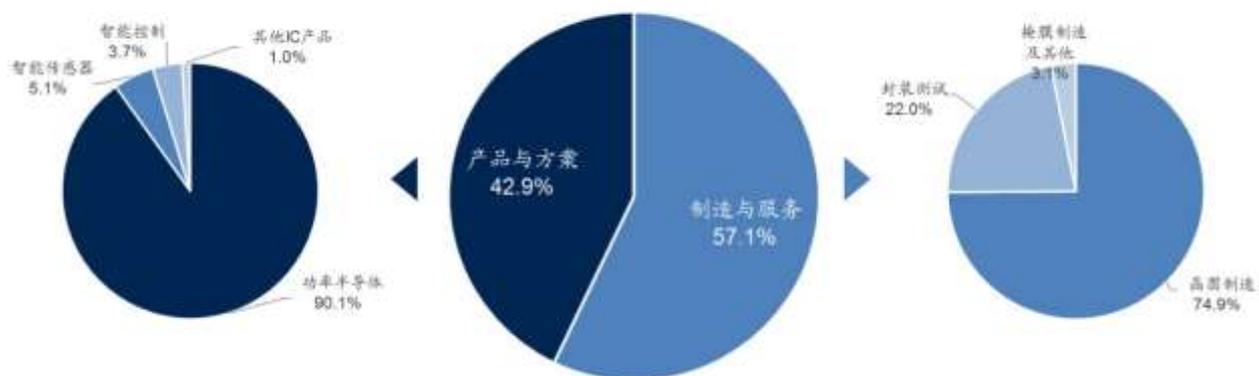
- 1、Q3 消费电子旺季，20H1 智能手机市场需求集中爆发；
- 2、华为在制裁落地前加大备货力度，加速芯片国产替代进程；
- 3、部分 Fabless 客户担心中芯国际制裁风险，转移产能至其他代工厂；
- 4、疫情带动移动终端和新能源交通工具需求提升，功率半导体需求提升。

■ 华润微聚焦 MOSFET+PMIC 优质赛道，成为产能紧缺核心受益者

华润微业务分为产品与方案（自有 IDM）、制造与服务（代工）两大业务板块，产品与方案板块业务目前主要采用 IDM 经营模式，制造与服务板块业务向国内外半导体企业提供专业化服务。2019 年产品与方案业务、制造与服务业务分别占收入比例约为 45%和 55%。

公司产品与方案业务板块聚焦于功率半导体、智能传感器与智能控制领域，主要由华润华晶、重庆华微、华润矽科、华润矽威、华润半导体等子公司运营。公司是目前国内产品线最为全面的功率器件厂商，MOSFET 厂商国内营业收入最大、技术能力领先，同时在 IGBT、SBD、FRD 等功率器件上亦具有较强的产品竞争力，合计拥有 1100 余项分立器件产品与 500 余项 IC 产品。

图 3：华润微 2019 年营业收入构成



资料来源:公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

制造与服务业务主要提供半导体开放式晶圆制造、封装测试等服务，主要由控股子公司华润上华、华润安盛、华润赛美科运营。公司拥有中国领先的晶圆制造服务能力，为国内主要的半导体特种工艺平台之一，是国内前三的本土晶圆制造企业。公司在无锡拥有 1 条 8 英寸和 3 条 6 英寸半导体晶圆制造生产线、在重庆拥有 1 条 8 英寸半导体晶圆制造生产线，目前拥有 6 英寸晶圆制造产能约为 247 万片/年，8 英寸晶圆制造产能约为 133 万片/年；同时在无锡和深圳拥有半导体封装测试生产线，年封装能力约为 62 亿颗。

公司运营布局完整的半导体产业链，客户覆盖消费电子、工业、电源等多个终端领域，客户基础庞大多元。凭借卓越的产品性能和领先的技术研发实力，公司积累了大量的国内外知名客户资源，如富满电子、中颖电子、芯朋微电子、Diodes、MPS、华羿微电、艾为电子等，公司产品大量应用于包括海尔、美的、博世、创科、光宝、无锡晶汇等国内外知名终端品牌产品，涵盖多个终端领域。

图 4：公司主要客户



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 5：下游终端应用



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

■ 华润微业绩弹性测算，上调 21 年盈利预测

随着 Q4 需求持续旺盛，涨价持续，预计将给华润微带来较大的业绩弹性。我们对于业绩弹性的合理测算如下：

20 年 Q3 公司总收入 18.3 亿元（产线满载，尚未涨价），其中 MOSFET 收入占比 30%（5.5 亿元左右），PMIC 代工收入占比 25%（4.5 亿元左右），其余八英寸代工收入占比 25%。

目前行业内涨价幅度在 10% 左右，考虑到公司核心客户价格较为稳定并对 2021 全年涨价持续保守估算，2021 年单季度利润有望提升： $18.3 * (30\% + 25\%) * 8\% + 18.3 * (25\%) * 5\% = 1.02$ 亿元。目前公司单季度利润在 2.8-3.1 亿元，合理外推 2021 年单季度利润将有望达到 4 亿元左右，全年业绩上调至 15.8 亿元。

表 1：公司主营业务收入测算（亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
产品与方案	22.9	26.6	25.0	33.0	42.0	48.3
YOY	78.9%	15.8%	-5.9%	32.2%	27.1%	15.0%
毛利率	19.4%	34.0%	29.4%	34.3%	37.9%	36.1%
制造与服务	35.2	35.7	31.8	32.4	38.1	46.3
YOY	16.1%	1.5%	-10.9%	1.7%	17.7%	21.5%
毛利率	16.3%	18.6%	17.7%	19.3%	21.2%	20.7%
总收入	58.7	62.3	57.4	66.1	81.0	95.6
毛利率	17.5%	25.2%	22.8%	26.9%	30.0%	28.5%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

■ 投资建议：

华润微电子有限公司是中国领先的拥有芯片设计、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，是国内少数覆盖完整产业链业务的半导体企业。

代码	简称	EPS (元)			PE			总市值 (百万元)
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
300623.SZ	捷捷微电	0.54	0.68	0.84	101.34	80.64	65.28	26600
605111.SH	新洁能	1.49	2.13	2.93	139.94	97.42	71.02	21000
603290.SH	斯达半导	1.17	1.61	2.19	182.66	132.97	97.70	34300
688396.SH	华润微	0.88	1.30	1.45	79.4	53.9	48.3	85200

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

维持公司 20 年业绩预测，上调公司 21-22 年归母净利润预测，调整为 10.7/15.8/17.7 亿（前值为 10.7/12.3/14.3 亿元），对应当前股价 PE 为 79.4/53.9/48.3X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1538	1931	1931	1931	营业收入	5743	6612	8098	9564
应收款项	2292	1013	2092	2317	营业成本	4431	4835	5672	6834
存货净额	1181	1055	1242	1511	营业税金及附加	66	66	81	96
其他流动资产	95	587	291	436	销售费用	112	132	162	191
流动资产合计	5106	5092	6367	7493	管理费用	377	143	173	202
固定资产	4249	4305	4532	4737	财务费用	31	59	104	113
无形资产及其他	294	275	264	253	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	343	341	341	341	资产减值及公允价值变动	37	0	0	0
长期股权投资	0	82	109	163	其他收入	(284)	0	0	0
资产总计	9992	10095	11613	12988	营业利润	478	1377	1906	2128
短期借款及交易性金融负债	2451	0	1222	2015	营业外净收支	28	0	0	0
应付款项	800	848	992	1169	利润总额	506	1377	1906	2128
其他流动负债	1403	1130	1250	1476	所得税费用	(6)	0	(95)	(106)
流动负债合计	4654	1979	3465	4660	少数股东损益	112	304	421	470
长期借款及应付债券	0	1506	1506	1506	归属于母公司净利润	401	1073	1580	1765
其他长期负债	318	220	(686)	(1871)					
长期负债合计	318	1726	820	(365)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4972	3704	4285	4295	净利润	401	1073	1580	1765
少数股东权益	872	968	1154	1412	资产减值准备	(66)	1	0	0
股东权益	4148	5423	6174	7281	折旧摊销	693	426	480	525
负债和股东权益总计	9992	10095	11613	12988	公允价值变动损失	(37)	0	0	0
					财务费用	31	59	104	113
关键财务与估值指标					营运资本变动	527	(1611)	(1421)	(83)
每股收益	0.33	0.88	1.30	1.45	其它	135	185	258	288
每股红利	0.13	0.26	0.39	0.44	经营活动现金流	1652	74	898	2494
每股净资产	4.46	5.08	5.99	7.00	资本开支	(689)	(643)	(675)	(709)
ROIC	11%	18%	21%	22%	其它投资现金流	(508)	(305)	(487)	(780)
ROE	7%	17%	22%	21%	投资活动现金流	(1278)	(975)	(1217)	(1543)
毛利率	23%	27%	30%	29%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	22%	25%	23%	负债净变化	1506	0	0	0
EBITDA Margin	25%	28%	31%	29%	支付股利、利息	(155)	(322)	(474)	(529)
收入增长	-8%	15%	22%	18%	其它融资现金流	(2683)	1222	793	(422)
净利润增长率	-7%	168%	47%	12%	融资活动现金流	19	900	319	(951)
资产负债率	46%	47%	44%	42%	现金净变动	393	0	0	0
息率	0.2%	0.4%	0.6%	0.6%	货币资金的期初余额	1538	1931	1931	1931
P/E	212.7	79.4	53.9	48.3	货币资金的期末余额	1931	1931	1931	1931
P/B	15.7	13.8	11.7	10.0	企业自由现金流	1297	(392)	496	2085
EV/EBITDA	61.4	48.1	36.0	32.4	权益自由现金流	120	771	1179	1545

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《华润微-688396-财报点评：利润加速释放，募投助推成长》 ——2020-10-20
 《华润微-688396-深度报告：聚焦优质赛道的功率半导体龙头》 ——2020-09-15
 《华润微-688396-财报点评：多业务齐头并进，业绩超预期》 ——2020-07-29
 《华润微-688396-财报点评：中国最大的 IDM 半导体迎风起航》 ——2020-04-24

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032