

年报一季报超预期，IDM 龙头盈利加速释放

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-29

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 67.65 |
| 近12个月最高/最低(元) | 74.89/31.75 |
| 总股本(百万股) | 1320 |
| 流通股本(百万股) | 329 |
| 流通股比例(%) | 24.9 |
| 总市值(亿元) | 893 |
| 流通市值(亿元) | 223 |

分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001
电话：021-60958389
邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：刘体劲

执业证书号：S0010120070037
电话：15000162349
邮箱：liutj@hazq.com

相关报告

1. 三季度高增长延续，IDM 龙头盈利加速释放 2020-10-20
2. 华润微(688396.SH)：功率 IDM 国内领军者，第三代半导体打开成长空间 2020-10-06

主要观点：

● 公司公告

2021年4月29日晚，华润微发布2020年年度报告和2021Q1一季报，业绩超市场预期：

1、公司2020年年度实现收入69.77亿，同比+21.5%；归母净利润9.63亿元，同比+140%，业绩符合前期业绩快报。

2、公司2021Q1实现营业收入20.44亿，同比+47.92%；归母净利润3.99亿元，同比+251%，扣非归母净利润3.7亿，同比+311.5%。

● 业绩点评

1、业绩超市场预期：公司21Q1收入20.44亿，环比2020Q4基本持平，这是春节期间公司有部分时间停线检修的基础上实现的，其中Q1净利润3.99亿利润环比四季度增长44%，得益于公司一季度功率产品价格全面调涨，毛利率提升显著，21Q1公司整体毛利率31.47%，过去四个季度毛利率分别为24.9%/29.3%/29.5%/25.9%，今年Q1毛利率创近年来最高水平，凸显出公司在缺产能下IDM模式的优越性和由此带来的业绩弹性；

2、2020年产品升级不断实现突破：2020年，公司自主研发的Super Junction多层外延技术实现突破，功率密度进一步提升20%以上；IGBT技术从6英寸升级到8英寸，自主研发的8英寸1200V、650V IGBT工艺平台已建立完成；公司充分利用IDM模式优势和在功率器件领域雄厚的技术积累开展SiC功率器件研发，向市场发布第一代SiC工业级肖特基二极管(1200V、650V)系列产品，国内首条6英寸商用SiC晶圆生产线正式量产；

3、公司短期业绩弹性大，中期投资逻辑顺畅，且长期发展空间广阔：

- 1) 行业高增+国产替代加速：**主力功率产品MOSFET国内220亿空间公司市占率8.7%，供给端疫情促进格局优化，需求端新能源车/光伏/笔电促进功率半导体需求持续向好，行业景气+份额提升；
- 2) 产品不断提价，利润弹性大：**下游MOSFET供需紧张，公司于11月中旬和元旦、4月初先后开启几波产品涨价；并且我们判断功率产品供需紧张大概率持续2021年全年；公司是IDM的模式，涨价的红利能够被自身完全吃到；
- 3) 产品升级提升天花板：**公司的产品端市场空间广阔：MEMS传感器(1-2亿收入VS国内500亿市场)和MCU(1-2亿收入VS国内400亿市场)，此外公司新切入的方向包括：IGBT(1.1亿收入VS国内160亿市场)、第三代半导体：华润微拥有国内首条6英寸商用SiC晶圆生产线，并正式量产650V/1200V SiC二极管产品，全产业链布局可以充分享受未来

10 倍以上的 SIC 行业增长红利。公司通过内部产品升级和优化，不断提升天花板和盈利能力。

● 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。预测公司 2021/2021/2022 年归母净利润为 18.18 亿/20.28 亿/22.68 亿，对应当前 893 亿市值 49X/44X/39X。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，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 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 6977 | 8997 | 10277 | 11533 |
| 收入同比 (%) | 21.5% | 28.9% | 14.2% | 12.2% |
| 归属母公司净利润 | 963 | 1818 | 2028 | 2268 |
| 净利润同比 (%) | 140% | 89% | 12% | 12% |
| 毛利率 (%) | 27.5% | 31.7% | 31.2% | 31.0% |
| ROE (%) | 9.0% | 14.9% | 14.3% | 13.9% |
| 每股收益 (元) | 0.73 | 1.38 | 1.54 | 1.72 |
| P/E | 92.67 | 49.12 | 44.04 | 39.37 |
| P/B | 8.44 | 8.64 | 8.60 | 8.41 |
| EV/EBITDA | 32 | 34.71 | 48.70 | 44.20 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 流动资产 | 10,914 | 13,301 | 13,178 | 13,701 | |
| 现金 | 6,866 | 6,800 | 6,500 | 6,400 | |
| 应收账款 | 978 | 2,670 | 2,538 | 2,866 | |
| 其他应收款 | 12 | 575 | 229 | 338 | |
| 预付账款 | 52 | 43 | 30 | 22 | |
| 存货 | 1,269 | 1,937 | 2,169 | 2,288 | |
| 其他流动资产 | 1,737 | 1,277 | 1,712 | 1,788 | |
| 非流动资产 | 5,618 | 5,354 | 5,164 | 4,980 | |
| 长期投资 | 191 | 91 | 121 | 134 | |
| 固定资产 | 4,367 | 4,128 | 3,895 | 3,669 | |
| 无形资产 | 274 | 256 | 239 | 223 | |
| 其他非流动资产 | 787 | 880 | 909 | 953 | |
| 资产总计 | 16,532 | 18,654 | 18,342 | 18,681 | |
| 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 | |
| 其他非流动负债 | 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 | |
| 归属母公司股东权益 | 5,423 | 10,330 | 10,381 | 10,621 | |
| 负债和股东权益 | 16,532 | 18,654 | 18,342 | 18,681 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | |
|----------------|---------|---------|---------|-------|--|
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 经营活动现金流 | 1,832 | 1,088 | 2,337 | 2,214 | |
| 净利润 | 1,060 | 1,818 | 2,028 | 2,268 | |
| 折旧摊销 | 733 | 620 | 585 | 560 | |
| 财务费用 | (32) | (108) | (112) | (110) | |
| 投资损失 | (28) | (0) | (0) | (0) | |
| 营运资金变动 | 211 | (3,583) | 138 | (232) | |
| 其他经营现金流 | (112) | 2,342 | (301) | (271) | |
| 投资活动现金流 | (1,267) | 492 | (236) | (112) | |
| 资本支出 | 0 | (40) | (50) | (60) | |
| 长期投资 | (109) | 100 | (30) | (13) | |
| 其他投资现金流 | (1,158) | 432 | (156) | (39) | |
| 筹资活动现金流 | 4,453 | (819) | (1,889) | 125 | |
| 短期借款 | 6 | 1,693 | 145 | 216 | |
| 长期借款 | (64) | 0 | 0 | 0 | |
| 普通股增加 | 300 | (970) | 0 | 0 | |
| 资本公积增加 | 3,969 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他筹资现金流 | 242 | (1,542) | (2,034) | (91) | |
| 现金净增加额 | 5,018 | 761 | 212 | 2,227 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 营业收入 | 6,977 | 8,997 | 10,277 | 11,533 | |
| 营业成本 | 5,061 | 6,146 | 7,068 | 7,952 | |
| 营业税金及附加 | 69 | 103 | 118 | 133 | |
| 销售费用 | 106 | 119 | 137 | 151 | |
| 管理费用 | 370 | 936 | 1,037 | 1,129 | |
| 财务费用 | (120) | (108) | (112) | (110) | |
| 资产减值损失 | (11) | (33) | (23) | (21) | |
| 公允价值变动收益 | 1 | 1 | 1 | 1 | |
| 投资净收益 | 28 | 0 | 0 | 0 | |
| 营业利润 | 1,072 | 1,835 | 2,054 | 2,300 | |
| 营业外收入 | 16 | 30 | 25 | 25 | |
| 营业外支出 | 2 | 4 | 4 | 4 | |
| 利润总额 | 1,086 | 1,861 | 2,075 | 2,321 | |
| 所得税 | 26 | 37 | 42 | 46 | |
| 净利润 | 1,060 | 1,824 | 2,034 | 2,275 | |
| 少数股东损益 | 96 | 5 | 6 | 7 | |
| 归属母公司净利润 | 964 | 1,818 | 2,028 | 2,268 | |
| EBITDA | 2,126 | 2,573 | 2,857 | 3,172 | |
| EPS (元) | 0.73 | 11.36 | 12.67 | 14.18 | |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 21.50% | 28.94% | 14.23% | 12.22% |
| 营业利润 | 124.31 | 71.21% | 11.96% | 11.98% |
| 归属于母公司净利 | 140.46 | 88.67% | 11.52% | 11.86% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 27.47% | 31.68% | 31.23% | 31.05% |
| 净利率 (%) | 13.81% | 20.21% | 19.73% | 19.67% |
| ROE (%) | 8.98% | 14.89% | 14.32% | 13.89% |
| ROIC (%) | 18.26% | 24.32% | 18.23% | 19.63% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 28.62% | 34.36% | 25.85% | 27.66% |
| 净负债比率 (%) | -39.55 | -29.52 | -26.54 | -20.85 |
| 流动比率 | 3.60 | 2.84 | 4.36 | 3.97 |
| 速动比率 | 3.18 | 2.42 | 3.64 | 3.31 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.52 | 0.51 | 0.56 | 0.62 |
| 应收账款周转率 | 7.83 | 5.88 | 4.67 | 4.77 |
| 应付账款周转率 | 7.75 | 9.94 | 12.62 | 12.46 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.73 | 1.38 | 1.54 | 1.72 |
| 每股经营现金流薄) | 1.39 | 0.82 | 1.77 | 1.68 |
| 每股净资产 | 8.02 | 7.83 | 7.86 | 8.05 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 92.7 | 49.1 | 44.0 | 39.4 |
| P/B | 8.4 | 8.6 | 8.6 | 8.4 |
| EV/EBITDA | 31.56 | 34.71 | 48.70 | 44.20 |

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，研究所所长，TMT 行业首席分析师。

联系人：刘体劲，刘体劲，上海交通大学管理学硕士，五年电子买方研究经历，2020 年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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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；
- 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。