

华润微

产品结构改善及费用控制带动 2Q 净利润大幅超预期

业绩回顾

2Q 收入符合预期，净利润大幅超出我们预期

华润微电子公布 1H20 业绩：公司上半年实现营业收入 30.6 亿元，同比增长 16%，毛利率 27.3%，相比去年同期大幅提升 6.6ppts，归母净利润 4.0 亿元，同比增长 145%。上述业绩对应 2Q20 单季度收入 16.8 亿元，同比增长 16%，符合我们预期，单季度毛利率 29.3%，同比增长 5.0ppts，净利润 2.9 亿元，同比增长 101%，均大幅超出我们预期，主要由于部分高毛利产品收入占比提升，以及疫情带来相关政策性费用减免影响。**我们重申对公司的跑赢行业评级，并上调目标价 52%至 61.50 元。**

发展趋势

超预期毛利率水平及费用率明显下降带来丰厚利润：华润微 2Q20 单季度毛利率达到 29.3%，主要我们认为这主要由于公司拥有业内绝对领先地位的高毛利率 MEMS 产品代工平台，并充分把握疫情相关需求及时优化产能配置，积极排产高附加值产品。此外，在疫情的大环境下，上半年政府给予制造企业充分支持，减免了生产线职工的社保开支，推动毛利率走强。此外，疫情带来人员流动限制，公司差旅相关支出减少，并合理控费降本增效，加之 IPO 募集资金带来利息收入，推动 2Q 单季度实现净利润 2.9 亿元，净利率达到 17%（其中 1H20 晶圆代工业务分部净利润率达到了 24%），大幅超出我们及市场预期。

化合物半导体业务取得确定性进展，SiC 产业链实现全面布局：华润微拥有国内首条商用 6 寸 SiC 生产线，通过自主工艺和封装技术研发，在 7 月举行的慕尼黑电子展中发布了第一代工业级 SiC 二极管产品（主要应用在高附加值的数据中心电源类产品中），体现出公司在第三代化合物半导体领域的领先优势。公司近期也与国内领先的碳化硅外延片企业瀚天天成达成增资扩股协议，增资后公司将持有瀚天天成 3.2% 股权，实现 SiC 全产业链布局。此外，据公司半年报披露，目前公司 SiC MOSFET 研发进展顺利，我们预计明年公司有望推出面向新能源领域的相关产品。我们认为，在持续履行发展第三代化合物半导体的战略下，公司产品结构有望不断改善，盈利水平将进一步提升，卡位优质新赛道。

盈利预测与估值

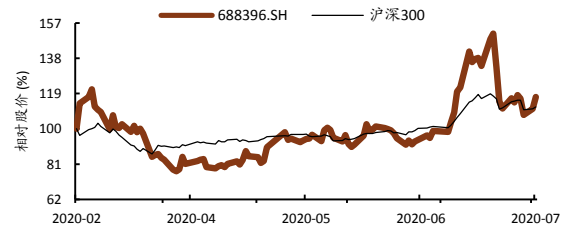
由于公司 2Q 产品结构改善，费用降低以及化合物半导体业务取得实质性突破，我们上调 2020/21 年收入预测 2%/3%至 70.8/80.9 亿元，净利润 78%/18%至 7.9/8.0 亿元。我们继续看好华润微在功率半导体领域的国内领先地位，**维持跑赢行业评级，上调目标价 51.8%至 61.50 元（25%上行空间），对应目标市值 747.9 亿元**，基于 SOTP 估值法（给予 2021 年现有业务 5.4x P/B，对应 613 亿元市值，给予 12 寸业务 135 亿元市值）。

风险

疫情反复导致半导体行业下游需求恢复不达预期。

维持跑赢行业

股票代码	688396.SH
评级	跑赢行业
最新收盘价	人民币 49.18
目标价	人民币 61.50
52 周最高价/最低价	人民币 65.77~31.75
总市值(亿)	人民币 598
30 日日均成交额(百万)	人民币 1,718.10
发行股数(百万)	1,216
其中：自由流通股(%)	20
30 日日均成交量(百万股)	32.65
主营行业	半导体



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	6,271	5,743	7,081	8,093
增速	6.7%	-8.4%	23.3%	14.3%
归属母公司净利润	429	401	788	795
增速	511.0%	-6.7%	96.6%	0.9%
每股净利润	0.35	0.33	0.65	0.65
每股净资产	3.41	4.46	8.61	9.31
每股股利	0.00	0.03	0.04	0.04
每股经营现金流	1.22	0.47	1.57	1.43
市盈率	139.2	149.2	75.9	75.2
市净率	14.4	11.0	5.7	5.3
EV/EBITDA	42.9	53.2	34.8	34.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
平均总资产收益率	4.4%	4.0%	6.1%	4.9%
平均净资产收益率	10.8%	8.4%	9.9%	7.3%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

黄乐平

分析师

leping.huang@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080518070001

SFC CE Ref: AUZ066

成乔升

联系人

qiaosheng.cheng@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080118100006

丁宁

分析师

ning.ding@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080519060002

SFC CE Ref: BNN540

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
利润表					成长能力				
营业收入	6,271	5,743	7,081	8,093	营业收入	6.7%	-8.4%	23.3%	14.3%
营业成本	4,690	4,431	5,171	5,910	营业利润	N.M.	-11.2%	80.8%	11.7%
税金及附加	85	66	82	93	EBITDA	-3.1%	-21.0%	39.1%	-2.1%
营业费用	126	112	117	158	净利润	511.0%	-6.7%	96.6%	0.9%
管理费用	823	859	899	1,125	盈利能力				
财务费用	0	31	-16	-78	毛利率	23.9%	21.7%	25.8%	25.8%
其他	-32	314	79	154	营业利润率	9.3%	9.1%	13.3%	13.0%
营业利润	586	520	940	1,050	EBITDA 利润率	22.9%	19.8%	22.3%	19.1%
营业外收支	5	28	10	10	净利润率	6.8%	7.0%	11.1%	9.8%
利润总额	591	548	950	1,060	偿债能力				
所得税	53	-6	75	159	流动比率	1.10	2.57	4.35	2.87
少数股东损益	-108	-112	-87	-105	速动比率	0.84	2.04	3.87	2.58
归属母公司净利润	429	401	788	795	现金比率	0.33	0.98	3.01	2.06
EBITDA	1,436	1,134	1,578	1,545	资产负债率	49.8%	36.7%	26.8%	26.7%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	1,538	1,931	7,492	8,732	回报率分析				
应收账款及票据	1,108	1,006	1,037	1,059	总资产收益率	4.4%	4.0%	6.1%	4.9%
预付款项	68	52	61	69	净资产收益率	10.8%	8.4%	9.9%	7.3%
存货	1,181	1,055	1,185	1,226	每股指标				
其他流动资产	1,211	1,049	1,052	1,055	每股净利润 (元)	0.35	0.33	0.65	0.65
流动资产合计	5,106	5,092	10,827	12,140	每股净资产 (元)	3.41	4.46	8.61	9.31
固定资产及在建工程	4,249	4,305	4,219	4,192	每股股利 (元)	0.00	0.03	0.04	0.04
无形资产及其他长期资产	637	698	699	704	每股经营现金流 (元)	1.22	0.47	1.57	1.43
非流动资产合计	4,886	5,003	4,918	4,896	估值分析				
资产合计	9,992	10,095	15,745	17,036	市盈率	139.2	149.2	75.9	75.2
短期借款	2,451	0	0	1,408	市净率	14.4	11.0	5.7	5.3
应付账款及票据	800	848	1,104	1,261	EV/EBITDA	42.9	53.2	34.8	34.8
其他流动负债	1,403	1,130	1,387	1,566	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
流动负债合计	4,654	1,979	2,490	4,235					
长期借款和应付债券	0	1,506	1,506	98					
其他非流动负债	318	220	220	220					
非流动负债合计	318	1,726	1,726	318					
负债合计	4,972	3,704	4,216	4,552					
归母所有者权益	4,148	5,423	10,474	11,323					
少数股东权益	872	968	1,055	1,160					
负债及股东权益合计	9,992	10,095	15,745	17,036					
现金流量表									
净利润	429	401	788	795					
折旧和摊销	953	709	731	668					
营运资本变动	-101	1,263	304	252					
其他	200	-1,797	88	23					
经营活动现金流	1,482	576	1,912	1,739					
资本开支	-544	-612	-630	-630					
其他	-31	572	0	0					
投资活动现金流	-575	-41	-630	-630					
股权融资	85	0	4,236	0					
银行借款	2,200	-945	0	0					
其他	-2,912	765	44	131					
筹资活动现金流	-627	-180	4,279	131					
汇率变动对现金的影响	36	19	0	0					
现金净增加额	317	374	5,561	1,240					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

华润微电子是中国本土最大的功率半导体企业。华润微历史可以追溯到“908工程”的无锡华晶，公司通过与华润集团旗下半导体企业业务整合、及先后收购无锡海力士8寸线、重庆中航8寸线，现发展成为一家具有半导体全产业链运营能力的IDM厂商。2019年公司收入57.4亿元，其中功率半导体业务收入22.7亿元；公司已形成产品与方案、制造与服务两大业务板块。

图表1: 业绩回顾及盈利预测调整

(百万人民币)	1Q20	2Q20	1H20	2H20	2019A	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
	A	A	A	E	A	(CICC)	(CICC)	(OLD)	(OLD)	% diff	% diff
营业收入	1,382	1,681	3,063	4,018	5,743	7,081	8,093	6,974	7,888	2%	3%
% YoY	17%	16%	16%	29%	-8%	23%	14%	21%	13%		
营业成本	(1,038)	(1,189)	(2,227)	(2,945)	(4,431)	(5,171)	(5,910)	(5,179)	(5,718)		
毛利	344	492	836	1,073	1,311	1,909	2,183	1,795	2,170		
OPEX	(225)	(197)	(421)	(578)	(1,002)	(1,000)	(1,205)	(1,158)	(1,249)		
营销费用	(24)	(25)	(49)	(68)	(112)	(117)	(158)	(150)	(174)		
管理费用	(87)	(67)	(154)	(200)	(377)	(354)	(486)	(453)	(495)		
研发费用	(107)	(120)	(227)	(318)	(483)	(545)	(639)	(579)	(655)		
财务费用	(7)	16	9	7	(31)	16	78	24	75		
资产减值损失	(6)	1	(5)	(29)	37	(34)	(11)	(31)	(8)		
其他经营收益	7	37	44	20	174	64	83	6	(6)		
营业利润	121	333	454	486	520	940	1,050	613	907	53%	16%
% YoY	398%	93%	121%	71%	-11%	81%	12%	28%	48%		
营业外收入(支出)	7	1	8	2	28	10	10	8	8		
税前收益	129	333	462	488	548	950	1,060	621	915	53%	16%
% YoY	308%	91%	114%	62%	-7%	73%	12%	23%	47%		
所得税	(3)	(12)	(15)	(60)	6	(75)	(159)	(93)	(137)		
少数股东损益	(12)	(32)	(44)	(43)	(112)	(87)	(105)	(85)	(103)		
归母净利润	114	289	403	385	401	788	795	443	675	78%	18%
% YoY	450%	101%	145%	63%	-7%	97%	1%	10%	53%		
全面摊薄EPS (Rmb)	0.09	0.24	0.33	0.32	0.33	0.65	0.65	0.36	0.56	78%	18%
比率分析											
毛利率	24.9%	29.3%	27.3%	26.7%	22.8%	27.0%	27.0%	25.7%	27.5%		
营业费用率	16.3%	11.7%	13.8%	14.4%	17.5%	14.1%	14.9%	16.6%	15.8%		
研发费用率	7.7%	7.2%	7.4%	7.9%	8.4%	7.7%	7.9%	8.3%	8.3%		
营业利润率	8.8%	19.8%	14.8%	12.1%	9.1%	13.3%	13.0%	8.8%	11.5%		
净利率	8.2%	17.2%	13.2%	9.6%	7.0%	11.1%	9.8%	6.3%	8.6%		

资料来源: 万得资讯, 公司财报, 中金公司研究部, 注: 此表中毛利 = 营业收入 - 营业成本, 与第二页计算方法有所不同, 此外管理费用中不包含研发费用

图表2: 分业务收入毛利率预测

(百万人民币)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
	A	A	A	A	(CICC)	(CICC)
产品及方案	1,332	2,339	2,683	2,516	3,469	4,370
同比		76%	15%	-6%	38%	26%
% 占主营业务收入比	31%	40%	43%	44%	49%	54%
毛利率	25%	20%	34%	29%	34%	34%
功率半导体	1,081	2,069	2,419	2,269	3,053	3,780
同比		91%	17%	-6%	35%	24%
智能传感器	85	97	138	139	208	284
同比		14%	42%	1%	50%	36%
智能控制	116	128	99	90	173	262
同比		10%	-22%	-10%	93%	51%
其他IC产品	49	46	28	18	35	44
同比		-6%	-40%	-35%	94%	26%
制造及服务	3,032	3,520	3,572	3,184	3,096	2,907
同比		16%	1%	-11%	-3%	-6%
% 占主营业务收入比	69%	60%	57%	56%	44%	36%
毛利率	10%	16%	19%	18%	21%	19%
新业务	-	-	-	-	500	800
同比						60.0%
% 占主营业务收入比					7%	10%
毛利率					18.0%	19.5%

资料来源: 万得资讯, 公司财报, 中金公司研究部

图表3：华润微 SOTP 估值表

百万人民币（若无标明）	对应市值 (2021)	对应每股价值 (2021, 人民币元)	估值时点	收入	归母净利润	归母净资产	市盈率 (倍)	市净率 (倍)
现有业务	61,293	50.41	2021			11,323		5.4
重庆12寸业务	13,491	11.10	2024	2,371	365		50	
合计	74,785	61.50						

资料来源：万得资讯，公司财报，中金公司研究部

图表4：中金预测 vs. 市场一致预期

百万人民币	2019A	2020E			2021E		
		CICC	CON	% diff	CICC	CON	% diff
收入	5,743	7,081	6,513	9%	8,093	7,598	7%
营业利润	520	940	627	50%	1,050	845	24%
净利润	401	788	483	63%	795	645	23%
每股盈利(元)	0.33	0.65	0.40	63%	0.65	0.53	23%

资料来源：万得资讯，公司财报，中金公司研究部

图表5：可比公司估值表

Ticker	公司名称	总市值 (百万人民币)	股价(元)		P/E		P/B		P/S		ROE(%)
			2020/7/28	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	
688396.SH	华润微*	59,799	49.18	75.9	75.2	5.7	5.3	8.4	7.4	9.9	
1347.HK	华虹半导体*	34,636	29.70	55.1	32.8	2.2	2.0	4.8	3.9	3.9	
600584.SH	长电科技*	62,833	39.20	100.4	45.8	4.7	4.3	2.3	2.0	4.8	
002185.SZ	华天科技*	42,306	15.44	65.1	51.8	5.0	4.6	4.3	3.7	8.0	
002156.SZ	通富微电*	30,100	26.09	88.3	53.3	4.7	4.3	2.9	2.4	5.4	
600703.SH	三安光电*	110,057	24.57	60.8	46.9	4.3	4.0	11.1	9.3	8.0	
300373.SZ	扬杰科技	14,400	30.50	48.8	38.2	5.0	4.5	5.8	4.7	10.4	
300623.SZ	捷捷微电	13,006	26.63	53.4	42.2	5.6	4.9	15.1	12.0	10.5	
300046.SZ	台基股份	3,921	18.40	26.4	21.0	5.3	4.7	7.0	5.5	N/A	
中国半导体(重资产)-平均值				65.6	49.4	4.6	4.2	6.3	5.2		
中国半导体(重资产)-中间值				60.8	45.8	5.0	4.4	5.4	4.7		

资料来源：万得资讯，公司财报，中金公司研究部，注：*为中金覆盖公司，采用中金预测，其余预测来自市场一致预期

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日，中金公司或其关联机构持有下述公司已发行股份的 1%以上：华润微-A。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：华润微-A。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

