

投资评级 **优于大市** 维持

国内功率器件龙头，有望持续受益下游需求高景气

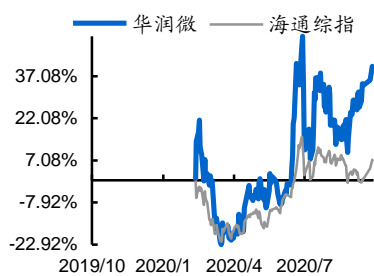
股票数据

10月15日收盘价(元)	55.66
52周股价波动(元)	31.77-65.77
总股本/流通A股(百万股)	1216/249
总市值/流通市值(百万元)	67678/13862

相关研究

《国内半导体 IDM “航母” 乘风破浪》
 2020.02.26

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	7.5	2.2	-0.3
相对涨幅 (%)	5.2	0.2	-1.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈平

Tel:(021)23219646

Email:cp9808@htsec.com

证书:S0850514080004

分析师:尹苓

Tel:(021)23154119

Email:yl11569@htsec.com

证书:S0850518100002

投资要点:

- MOSFET 业务后续成长空间广阔。**1) 下游的应用需求会增加: 随着消费升级, 出现了一些新的应用需求, 例如手机快充、电动工具、园林工具、锂电动力电池、储能、5G 基站电源等。2) 公司产品的成品化率提升, 有利于提高产品的毛利率。3) 公司积极拓展新客户, 开发新的产品型号, 丰富 MOSFET 产品的应用场景。
- 在手订单饱满, 8 寸线稼动率较高。**进入 20 年三季度以来, 公司在手订单饱满, 八寸线的产能利用率在 90% 以上。结合我们在《联电 7 月营收持续快速增长, 8 寸晶圆代工需求旺盛》、《世界先进 20Q2 PMIC 需求旺盛, 关注国内模拟芯片公司》中讨论, 我们认为疫情后消费电子、汽车、家电等需求反弹有望带动功率器件、电源管理芯片需求走强, 公司 8 寸线、6 寸线产能将持续受益。
- IGBT 产品快速贡献收入。**公司今年上半年 IGBT 营收同比增长 49.9%, 公司预计公司今年 IGBT 的销售额可以达到一亿元左右。公司 IGBT 产品主要应用为感应加热、UPS、逆变器、变频器、电机驱动、工业电源等。在 IGBT 产品形态上, 公司在发展单管系列化产品的同时发展模块产品。
- SiC 二极管产品 2020 年实现量产销售, 与上游外延片企业通过持股深化合作。**公司积极布局和拓展碳化硅业务及产业链, 公司通过与国内领先的碳化硅外延晶片企业-瀚天天成电子科技(厦门)有限公司达成《增资扩股协议》, 增资后公司持有瀚天天成 3.2418% 的股权。通过资本合作和业务合作积极带动 SiC 业务发展和布局。公司在慕尼黑电子展举办了 SiC 产品的发布会, 碳化硅二极管产品今年可以实现销售, 产品目标应用主要在太阳能逆变器、通讯电源、服务器、储能设备等。公司现有的 6 英寸 SiC 生产线月规划产能是 1000 片。
- 盈利预测。**我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.72、1.01、1.37 元/股。考虑到公司作为国内半导体 IDM 龙头的行业地位以及 SiC 产品的顺利推进, 我们给予公司一定的估值溢价。综合 PE (2020)、PB (2020) 两种估值方法, 我们认为公司每股合理价值区间为 54.99~68.50 元/股, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**短期新客户、新产品开发可能需要投入较多销售费用、研发费用。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6271	5743	6871	8302	10181
(+/-)YoY(%)	6.7%	-8.4%	19.6%	20.8%	22.6%
净利润(百万元)	429	401	877	1228	1665
(+/-)YoY(%)	511.0%	-6.7%	118.8%	40.1%	35.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.35	0.33	0.72	1.01	1.37
毛利率(%)	25.2%	22.8%	28.6%	30.3%	32.0%
净资产收益率(%)	10.4%	7.4%	13.1%	15.5%	17.4%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 华润微整体分业务预测

		2019	2020E	2021E	2022E
合计	收入 (百万元)	5742.78	6871.02	8301.92	10180.58
	yoy	-8.42%	19.65%	20.83%	22.63%
	毛利率	22.84%	28.61%	30.30%	31.96%
制造与服务	收入 (百万元)	3183.52	3661.05	4210.21	4841.74
	yoy	-10.87%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	17.76%	25.00%	27.00%	29.00%
产品与方案	收入 (百万元)	2515.66	3144.58	3993.61	5191.69
	yoy	-6.25%	25.00%	27.00%	30.00%
	毛利率	29.48%	33.00%	34.00%	35.00%
其他业务	收入 (百万元)	43.60	65.40	98.10	147.15
	yoy	183.12%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	10.04%	20.00%	21.00%	22.00%

资料来源: wind, 公司 2020 年半年报, 海通证券研究所

基于 PE 估值方法: 结合可比公司水平, 考虑到公司作为国内半导体 IDM 龙头的行业地位以及 SiC 产品的顺利推进, 我们给予公司 PE (2020) 76~95x, 对应每股合理区间 54.80~68.50 元。**基于 PB 估值方法:** 结合可比公司水平, 我们给予公司 PB (2020) 10.00~12.50x 区间, 对应每股合理区间 54.99~68.73 元。**综合两种估值方法, 我们认为公司每股合理价值区间为 54.99~68.50 元/股, 维持“优于大市”评级。**

表 2 A 股可比公司 PE (2020)

企业	PE (x)
扬杰科技	69
捷捷微电	87
平均	78

资料来源: wind, 根据 2020 年 10 月 15 日股价测算, 海通证券研究所整理

表 3 A 股可比公司 PB (2020)

企业	PB (x)
扬杰科技	7.35
捷捷微电	9.08
平均	8.21

资料来源: wind, 根据 2020 年 10 月 15 日股价测算, 海通证券研究所整理

风险提示。 短期新客户、新产品开发可能需要投入较多销售费用、研发费用。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	5743	6871	8302	10181
每股收益	0.33	0.72	1.01	1.37	营业成本	4431	4905	5787	6927
每股净资产	4.46	5.50	6.51	7.88	毛利率%	22.8%	28.6%	30.3%	32.0%
每股经营现金流	0.47	0.42	1.54	1.50	营业税金及附加	66	79	96	117
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	112	110	125	153
P/E	168.88	77.19	55.09	40.66	营业费用率%	2.0%	1.6%	1.5%	1.5%
P/B	12.48	10.12	8.55	7.07	管理费用	377	364	432	509
P/S	8.04	9.85	8.15	6.65	管理费用率%	6.6%	5.3%	5.2%	5.0%
EV/EBITDA	-0.43	71.12	49.91	36.01	EBIT	274	897	1249	1731
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	31	19	6	-27
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.3%	0.1%	-0.3%
毛利率	22.8%	28.6%	30.3%	32.0%	资产减值损失	-37	0	0	0
净利润率	7.0%	12.8%	14.8%	16.4%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	7.4%	13.1%	15.5%	17.4%	营业利润	478	1166	1591	2185
资产回报率	4.0%	7.4%	8.9%	10.1%	营业外收支	28	0	0	0
投资回报率	3.5%	9.2%	11.2%	12.9%	利润总额	506	1166	1591	2185
盈利增长 (%)					EBITDA	983	947	1329	1811
营业收入增长率	-8.4%	19.6%	20.8%	22.6%	所得税	-6	45	20	56
EBIT 增长率	-49.9%	227.7%	39.2%	38.6%	有效所得税率%	-1.3%	3.8%	1.3%	2.6%
净利润增长率	-6.7%	118.8%	40.1%	35.5%	少数股东损益	112	244	342	464
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	401	877	1228	1665
资产负债率	36.7%	33.5%	31.3%	29.4%					
流动比率	2.57	2.66	2.78	2.99	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	2.01	2.09	2.21	2.42	货币资金	1931	1802	2851	3957
现金比率	0.98	0.80	1.10	1.27	应收账款及应收票据	1006	1209	1458	1789
经营效率指标					存货	1055	1201	1397	1685
应收帐款周转天数	51.80	43.41	47.60	45.51	其它流动资产	1101	1757	1514	1860
存货周转天数	86.88	89.40	88.14	88.77	流动资产合计	5092	5969	7220	9291
总资产周转率	0.57	0.58	0.60	0.62	长期股权投资	82	82	82	82
固定资产周转率	1.51	1.61	1.85	2.21	固定资产	3816	4266	4486	4606
					在建工程	489	889	1289	1689
					无形资产	275	325	375	425
					非流动资产合计	5003	5903	6573	7143
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	10095	11872	13793	16434
净利润	401	877	1228	1665	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	112	244	342	464	应付票据及应付账款	848	888	1078	1272
非现金支出	715	50	80	80	预收账款	112	131	160	195
非经营收益	64	73	73	72	其它流动负债	1019	1229	1361	1644
营运资金变动	-715	-736	149	-452	流动负债合计	1979	2248	2598	3111
经营活动现金流	576	508	1872	1828	长期借款	1506	1506	1506	1506
资产	-611	-948	-747	-647	其它长期负债	220	220	220	220
投资	-82	0	0	0	非流动负债合计	1726	1726	1726	1726
其他	652	0	0	0	负债总计	3704	3974	4324	4837
投资活动现金流	-41	-948	-747	-647	实收资本	830	1216	1216	1216
债权募资	1480	0	0	0	归属于母公司所有者权益	5423	6686	7915	9579
股权募资	0	386	0	0	少数股东权益	968	1212	1554	2018
其他	-1660	-75	-75	-75	负债和所有者权益合计	10095	11872	13793	16434
融资活动现金流	-180	311	-75	-75					
现金净流量	374	-129	1050	1106					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 15 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈平 电子行业
尹荃 电子行业
尹荃 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 沪电股份, 闻泰科技, 歌尔股份, 通富微电, 顺络电子, 欧菲光, 大族激光, 捷捷微电, 扬杰科技, 澜起科技, 洁美科技, 生益科技, 信维通信, 卓胜微, 兆易创新, 格科微, 恒玄科技, 汇顶科技, 斯达半导, 永新光学, 水晶光电, 鹏鼎控股, 华润微, 工业富联, 韦尔股份, 晶丰明源, 胜宏科技, 环旭电子, 立讯精密, 华天科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。