

三季度符合预期，MOSFET 高景气下全年有望延续高增长

——华润微(688396.SH)2020 年三季度点评

买入（维持）

当前价：57.98 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

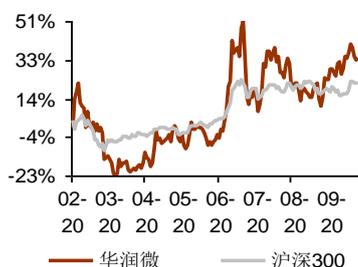
联系人：栾玉民

luanyumin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.16
总市值(亿元)：	705.00
一年最低/最高(元)：	31.75/65.77
近3月换手率：	84.06%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.61	17.02	15.57
绝对	8.98	18.63	38.11

资料来源：Wind

相关研报

MOSFET 高景气且布局第三代半导体，上调盈利预测——华润微（688396.SH）跟踪报告之一

.....2020-09-24

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

.....2020-07-29

中国“英飞凌”的崛起——华润微（688396.SH）投资价值分析报告

.....2020-07-02

要点

事件：

2020年10月19日，华润微发布2020年三季度：公司前三季度实现营收48.89亿元，同比增长18.32%，实现归母净利润6.87亿元，同比增长154.59%，实现扣非后归母净利润6.01亿元，同比增长355.80%，实现经营活动现金流量净额为10.32亿元，同比增长336.20%。

点评：

◆收入利润符合预期，MOSFET持续高景气

2020Q3，公司实现收入18.26亿元，同比增长122.39%且环比增长8.63%；实现归母净利润2.84亿元，同比增长169.14%。公司单季度收入利润均实现了快速增长，主要系公司主要产品MOSFET下游需求旺盛，8英寸产能紧张，MOSFET处于供不应求状态，公司MOSFET出货量提高，营业收入实现了快速增长，另外公司产能利用率得到较大提升，折旧大幅减少，毛利率亦得到提升，20Q3公司毛利率为29.51%，相比去年同期提升4.13pcts，公司归母净利润大幅好于去年同期，符合我们和市场的预期。

◆三表多项科目变动较大，主要系上市IPO及收购杰群电子所致

2020年前三季度**资产负债表**中：应付账款、其他应付款分别为13.88、14.14亿元，同比增长85.42%、164.00%，变动比例较大，主要系公司已收购杰群电子70%股权，杰群电子于2020年3季度纳入合并报表所致。**利润表中**：财务费用-利息收入为0.65亿元，同比增长157.65%，主要系IPO募集资金产生利息收入所致。投资收益为0.21亿元，主要系收购杰群电子确认投资收益0.17亿元所致。**现金流量表中**：吸收投资收到的现金为42.54亿元，主要系IPO及超额配售所募集资金。取得子公司及其他营业单位支付的现金净额为1.27亿元，主要系收购杰群电子70%股权其中已支付35%股份转让对价影响所致。

◆华润微是中国本土的以MOSFET为主的功率半导体龙头企业

公司前身成立于1983年，是中国功率半导体本土IDM龙头企业，拥有芯片设计、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化能力，产品应用领域包括消费电子、工业控制和汽车电子等。公司2019年实现营收57.4亿元和归母净利润4.0亿元，其中产品与方案（自有产品外销）、制造与服务（Foundry代工）两部分收入占比分别为43%和57%。产品与方案板块中，MOSFET产品占比约62%，功率IC产品占比约14%，传感器产品占比约6%，IGBT产品及智能控制产品占比约7%。公司是国内拥有全部主流MOSFET器件结构研发和制造能力的主要企业，产品范围覆盖-100V-1500V，是国内营业收入最大，产品系列最全的MOSFET厂商。

◆第三代化合物半导体深度布局：SiC 产品布局领先，国内首家量产 6 英寸 SiC SBD，SiC MOSFET 未来可期

公司在 SiC 领域布局多年，拥有国内领先的技术实力。

1、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，公司实现国内首条量产的 6 英寸 SiC 晶圆生产线，规划产能为 1000 片/月，公司碳化硅产品主要应用在太阳能逆变器、通讯电源、服务器、储能设备等领域。

2、产业合作上，华润微与国内领先的碳化硅外延晶片企业-瀚天天成达成股权合作协议，公司持有瀚天天成 3.2% 股权。

3、在新产品进展方面，公司第二代 SiC 肖特基二极管的产品设计和工艺开发已完成，样品已经产出；依托碳化硅肖特基二极管的显著成果，公司碳化硅 MOSFET 也在积极研发，并取得了不错的进展。

◆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 2020 前三季度成效显著，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。长期来看，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；短期来看，MOSFET 涨价及下游需求景气度延续，我们维持公司 2020-2022 年归母净利润分别至 10.19、12.10、14.55 亿元，对应 EPS 分别为 0.87、1.04、1.25 元，当前股价对应 PE 分别为 66x、56x、46x，维持“买入”评级。

风险提示：机顶盒芯片海外出货量不及预期、Wi-Fi 芯片研发进度不及预期。

表 1：华润微盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,270.80	5,742.78	6,780.70	7,959.63	9,448.71
营业收入增长率	6.73%	-8.42%	18.07%	17.39%	18.71%
净利润（百万元）	429.44	400.76	1,019.03	1,210.37	1,454.98
净利润增长率	511.02%	-6.68%	154.28%	18.78%	20.21%
EPS（元）	0.49	0.48	0.87	1.04	1.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.35%	7.39%	10.24%	10.89%	11.64%
P/E	119	120	66	56	46
P/B	12.3	8.9	6.8	6.1	5.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2020-10-19

表 2：华润微收入拆分（单位：亿元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
产品与方案	25.1	30.6	36.0	43.1
YOY		22%	18%	20%
MOSFET	15.6	19.0	22.2	26.5
YOY		22%	17%	19%
功率 IC	3.5	4.2	4.9	5.9
YOY		20%	17%	19%
传感器	1.4	1.6	1.9	2.3
YOY		18%	17%	18%
智能控制	0.9	1.1	1.3	1.5
YOY		20%	20%	20%
IGBT	0.7	1.0	1.4	2.0
YOY		52%	40%	40%
其他	3.1	3.6	4.2	5.0
YOY		17%	17%	17%
制造用户服务	31.8	37.2	43.5	51.4
YOY		17%	17%	18%
合计收入	57.4	67.8	79.6	94.4
YOY		18.1%	17.4%	18.7%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

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	6,781	7,960	9,449
营业成本	4,690	4,431	4,713	5,532	6,567
折旧和摊销	940	693	700	775	850
税金及附加	85	66	54	56	66
销售费用	126	112	127	151	180
管理费用	374	377	414	478	567
财务费用	0	31	14	-14	-5
研发费用	450	483	542	637	718
投资收益	11	0	0	0	0
营业利润	586	478	1,100	1,295	1,545
利润总额	591	506	1,091	1,286	1,536
所得税	53	-6	22	26	31
净利润	538	512	1,069	1,260	1,505
少数股东损益	108	112	50	50	50
归属母公司净利润	429	401	1,019	1,210	1,455
EPS(按最新股本计, 元)	0.49	0.48	0.87	1.04	1.25

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,482	576	1,041	1,374	1,923
净利润	429	401	1,019	1,210	1,455
折旧摊销	940	693	700	775	850
净营运资金增加	263	-848	1,021	998	872
其他	-151	331	-1,698	-1,609	-1,254
投资活动产生现金流	-575	-41	-3,010	-2,025	-2,000
净资本支出	-533	-611	-3,000	-2,000	-2,000
长期投资变化	0	82	0	0	0
其他资产变化	-42	488	-10	-25	0
融资活动现金流	-627	-180	3,754	138	130
股本变化	0	0	337	0	0
债务净变化	2,200	-945	150	60	40
无息负债变化	-2,504	-323	147	374	432
净现金流	317	374	1,785	-513	54

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	25.2%	22.8%	30.5%	30.5%	30.5%
EBITDA 率	24.2%	21.9%	26.7%	25.8%	25.3%
EBIT 率	9.0%	9.6%	16.4%	16.1%	16.3%
税前净利润率	9.4%	8.8%	16.1%	16.2%	16.3%
归母净利润率	6.8%	7.0%	15.0%	15.2%	15.4%
ROA	5.4%	5.1%	7.1%	7.6%	8.1%
ROE (摊薄)	10.4%	7.4%	10.2%	10.9%	11.6%
经营性 ROIC	6.6%	7.8%	10.5%	10.1%	10.5%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	50%	37%	27%	27%	26%
流动比率	1.10	2.57	3.58	3.36	3.29
速动比率	0.84	2.04	3.14	2.90	2.80
归母权益/有息债务	1.69	3.60	6.01	6.48	7.12
有形资产/有息债务	3.93	6.48	8.83	9.48	10.36

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	14,975	16,616	18,530
货币资金	1,538	1,931	3,716	3,202	3,256
交易性金融资产	0	508	508	508	508
应收帐款	602	815	542	637	756
应收票据	507	191	339	796	945
其他应收款 (合计)	1,184	13	1,017	1,194	1,417
存货	1,181	1,055	943	1,106	1,313
其他流动资产	27	529	529	529	529
流动资产合计	5,106	5,092	7,640	8,027	8,789
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	4,866	5,818	6,735
在建工程	351	489	1,445	1,522	1,561
无形资产	294	275	269	264	259
商誉	17	17	17	17	17
其他非流动资产	277	282	292	292	292
非流动资产合计	4,886	5,003	7,335	8,589	9,741
总负债	4,972	3,704	4,001	4,435	4,908
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	716	749	707	830	985
应付票据	84	100	47	55	66
预收账款	116	112	136	159	189
其他流动负债	129	129	140	151	166
流动负债合计	4,654	1,979	2,132	2,388	2,671
长期借款	0	1,506	1,556	1,616	1,656
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	251	157	261	379	528
非流动负债合计	318	1,726	1,869	2,047	2,236
股东权益	5,020	6,391	10,974	12,181	13,623
股本	830	830	1,167	1,167	1,167
公积金	6,021	5,450	8,756	8,877	9,022
未分配利润	-3,049	-1,225	-336	700	1,947
归属母公司权益	4,148	5,423	9,956	11,113	12,505
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%	0%	0%
研发费用率	7%	8%	8%	8%	8%
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	0.05	0.05	0.06
每股经营现金流	1.69	0.69	0.89	1.18	1.65
每股净资产	4.72	6.54	8.53	9.53	10.72
每股销售收入	7.13	6.92	5.81	6.82	8.10

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	119	120	66	56	46
PB	12.3	8.9	6.8	6.1	5.4
EV/EBITDA	35	41	38	34	30
股息率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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会与，不与，也将不会与本报告中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见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



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 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