

华润微 (688396.SH)

收购重庆 8 寸剩余股权, 景气周期增厚业绩

核心观点:

- **公司拟现金收购子公司重庆华微剩余股权。**公司公告, 拟以 14.43 亿元现金收购控股子公司重庆华微 47.31% 股权 (对手方为重庆西永微电子产业园区开发有限公司), 交易完成后重庆华微将成为公司全资子公司。收购款项中 12.36 亿元来自公司 IPO 超额募集资金和行使超额配售选择权对应的募集资金, 剩余 2.07 亿元由公司自有资金补足。
- **重庆 8 寸资产优质, 收购后将显著增厚归母业绩。**重庆华微 (收购标的) 主要资产为一条 8 英寸晶圆制造产线, 主要生产公司自有品牌的功率器件, 产品以 MOSFET 为主。根据公司收购公告披露, 重庆华微在 2019 年全年和 2020 年前三季度收入分别为 10.7/10.0 亿元, 归母净利润分别为 2.4/2.0 亿元, 计算得到净利率分别为 22.8%/19.5%, 显著高于同期上市公司整体净利率 8.9%/15.5%。我们认为在当前功率器件行业呈现高景气度, 行业呈现普遍性的缺货涨价情况下, 公司本次对重庆华微剩余股权的收购将显著增厚归母业绩。
- **收购估值显著低于上市公司整体估值。**本次收购中重庆华微的估值为 30.52 亿元, 对应 2020Q3 末的 PB 估值为 1.53x, 显著低于上市公司整体 7.04xPB(LF) 估值, 稀释效应将为上市公司估值形成向上推动。
- **行业景气持续向上, 盈利能力有望继续提升。**当前全球晶圆制造行业景气度持续向上, 在产能紧张背景下, 公司 8 寸晶圆代工, 以及功率器件产品有望涨价, 带动盈利能力继续提升。
- **维持“买入”评级。**上修公司 2021~22 年的 EPS 分别为 1.25/1.40 元。参考可比公司估值水平, 考虑公司为国内功率半导体龙头企业, 成长替代空间广阔, 盈利能力持续提升, 我们认为适合给予公司 2021 年 70 倍的 PE 估值, 对应合理价值 87.34 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业周期性波动风险; 新冠疫情影响风险等。

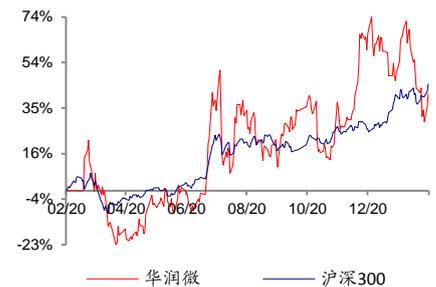
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,271	5,743	6,890	8,331	9,339
增长率 (%)	6.7	-8.4	20.0	20.9	12.1
EBITDA (百万元)	1,500	983	1,528	2,175	2,335
归母净利润 (百万元)	429	401	959	1,517	1,700
增长率 (%)	511.0	-6.7	139.2	58.3	12.0
EPS (元/股)	0.52	0.48	0.79	1.25	1.40
市盈率 (P/E)	-	129.38	75.11	47.45	42.36
ROE (%)	10.4	7.4	9.0	12.5	12.3
EV/EBITDA	-	52.31	43.33	29.73	26.94

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	59.21 元
合理价值	87.34 元
前次评级	买入
报告日期	2021-02-10

相对市场表现



分析师:

许兴军



SAC 执证号: S0260514050002



021-38003661



xuxingjun@gf.com.cn

分析师:

王亮



SAC 执证号: S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-38003658



gfwangliang@gf.com.cn

分析师:

王昭光



SAC 执证号: S0260520080007



021-38003657



wangzhaoguang@gf.com.cn

请注意, 许兴军, 王昭光并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 华润微 (688396.SH): 季报 2020-10-20
再超预期, 行业景气持续向上
- 华润微 (688396.SH): 中报业绩 2020-07-29
绩超预期, 盈利能力有望趋势性提升
- 华润微 (688396.SH): 国内功率半导体龙头企业, 成长空间广阔 2020-06-04

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,106	5,092	10,760	12,697	14,797
货币资金	1,538	1,931	7,281	8,819	10,578
应收及预付	1,177	1,058	1,264	1,523	1,707
存货	1,181	1,055	1,163	1,300	1,455
其他流动资产	1,211	1,049	1,052	1,055	1,057
非流动资产	4,886	5,003	4,928	4,893	4,908
长期股权投资	0	82	82	82	82
固定资产	3,898	3,816	3,776	3,776	3,826
在建工程	351	489	439	389	339
无形资产	294	275	290	305	320
其他长期资产	343	341	341	341	341
资产总计	9,992	10,095	15,688	17,590	19,705
流动负债	4,654	1,979	2,182	2,440	2,714
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	916	960	1,069	1,207	1,352
其他流动负债	3,737	1,019	1,113	1,232	1,363
非流动负债	318	1,726	1,726	1,726	1,726
长期借款	0	1,506	1,506	1,506	1,506
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	318	220	220	220	220
负债合计	4,972	3,704	3,907	4,165	4,440
股本	830	830	1,216	1,216	1,216
资本公积	6,021	5,450	9,426	9,426	9,426
留存收益	-3,049	-1,225	-317	1,140	2,770
归属母公司股东权益	4,148	5,423	10,694	12,151	13,781
少数股东权益	872	968	1,086	1,274	1,484
负债和股东权益	9,992	10,095	15,688	17,590	19,705

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,271	5,743	6,890	8,331	9,339
营业成本	4,690	4,431	4,884	5,461	6,111
营业税金及附加	85	66	83	100	112
销售费用	126	112	103	125	140
管理费用	374	377	344	417	467
研发费用	450	483	517	583	654
财务费用	0	31	-62	-44	-35
资产减值损失	72	-37	-10	-20	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	0	0	0	0
营业利润	586	478	1,197	1,894	2,122
营业外收支	5	28	0	0	0
利润总额	591	506	1,197	1,894	2,122
所得税	53	-6	120	189	212
净利润	538	512	1,077	1,705	1,910
少数股东损益	108	112	118	188	210
归属母公司净利润	429	401	959	1,517	1,700
EBITDA	1,500	983	1,528	2,175	2,335
EPS (元)	0.52	0.48	0.79	1.25	1.40

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,482	576	1,586	2,146	2,376
净利润	538	512	1,077	1,705	1,910
折旧摊销	953	709	570	530	480
营运资金变动	-95	-715	-124	-162	-86
其它	87	69	63	73	73
投资活动现金流	-575	-41	-495	-495	-495
资本支出	-533	-611	-495	-495	-495
投资变动	0	-82	0	0	0
其他	-42	652	0	0	0
筹资活动现金流	-627	-180	4,260	-113	-123
银行借款	0	1,480	0	0	0
股权融资	85	0	386	0	0
其他	-712	-1,660	3,873	-113	-123
现金净增加额	317	374	5,351	1,538	1,758
期初现金余额	1,200	1,517	1,931	7,281	8,819
期末现金余额	1,517	1,891	7,281	8,819	10,578

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	6.7%	-8.4%	20.0%	20.9%	12.1%
营业利润增长	1376.1%	-18.4%	150.5%	58.3%	12.0%
归母净利润增长	511.0%	-6.7%	139.2%	58.3%	12.0%
获利能力					
毛利率	25.2%	22.8%	29.1%	34.4%	34.6%
净利率	8.6%	8.9%	15.6%	20.5%	20.5%
ROE	10.4%	7.4%	9.0%	12.5%	12.3%
ROIC	6.7%	3.5%	6.5%	9.9%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	49.8%	36.7%	24.9%	23.7%	22.5%
净负债比率	99.1%	58.0%	33.2%	31.0%	29.1%
流动比率	1.10	2.57	4.93	5.20	5.45
速动比率	0.83	2.01	4.37	4.65	4.89
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.57	0.44	0.47	0.47
应收账款周转率	10.42	7.05	7.05	7.05	7.05
存货周转率	5.31	5.44	5.93	6.41	6.42
每股指标 (元)					
每股收益	0.52	0.48	0.79	1.25	1.40
每股经营现金流	1.79	0.69	1.30	1.76	1.95
每股净资产	5.00	6.54	8.79	9.99	11.33
估值比率					
P/E	-	129.38	75.11	47.45	42.36
P/B	-	9.56	6.73	5.92	5.22
EV/EBITDA	-	52.31	43.33	29.73	26.94

广发电子元件和半导体研究小组

- 许兴军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：联席首席分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 彭雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 王昭光：高级分析师，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 耿正：高级分析师，上海交通大学材料科学与工程学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡锐帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 于畅：上海交通大学微电子科学与工程学士，上海交通大学微电子科学与工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 邝正林：中国科学院大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。