

华润微

产能利用率提升驱动公司业绩增长，受益于下游需求旺盛

业绩回顾

2020 及 1Q21 业绩超出我们预期

华润微公布 2020 及 1Q21 业绩：2020 年营业收入 69.77 亿元，同比增长 21.50%，归母净利润 9.64 亿元，同比增长 140.46%；1Q21 营业收入 20.45 亿元，同比增长 47.92%，归母净利润 4.00 亿元，同比增长 251.85%。公司业绩基本超出我们预期。我们认为公司业绩超预期主要是因为公司产能利用率超预期及芯片价格提升。

发展趋势

产能利用率、国产替代提升等因素驱动公司 2020 年业绩增长。1) 2020 年产品与方案业务板块营业收入 31.04 亿元，同比增长 23%，其中：中低压 MOSFET、高压 MOSFET、双极和特种器件、IGBT 等功率器件受益于新基建、大消费、国产化等因素销售收入同比增长 25%；智能传感器、智能控制器等集成电路产品通过持续拓张国内白色家电、工业变频器等领域销售收入同比增长 64%。2) 2020 年公司制造与服务业务板块营业收入 38.27 亿元，同比增长 24%。

公司晶圆产能利用率提升较大，营收规模的增大摊薄厂房设备折旧驱动毛利率增长，2020 年公司制造与服务业务毛利率同比增长 6.8ppt 至 24.56%。3) 此外，杰群电子科技（东莞）有限公司并表也对公司营收增长有一定贡献。

受益于芯片缺货价格造成的本轮半导体行业景气上行，公司 1Q21 产品价格/代工费用有所上调、产能利用率维持较高水平，驱动公司业绩快速增长。

2021/4/28，华润微发布公告宣布成功完成非公开增发项目。公司以 48 元/股价格发行股数 1.04 亿股募资金 50 亿元，募集资金将用于：1) 功率半导体封测基地项目（38 亿元）及 2) 补充流动资金（12 亿元）。

短期来看，我们认为 2021 年全年可能处于芯片紧缺状态，半导体成品价格及代工费用有望维持高景气度。华润微产品与方案业务板块、制造与服务业务板块有望继续受益于价格上涨。中长期来看，电动化是汽车发展重要趋势之一。我们认为公司 MOSFET、IGBT 等功率器件有望全面受益于汽车电动化渗透率提升，我们也看到公司 SiC 相关产品已经获得订单并且小批量出货，宽禁带半导体有望成为公司未来业绩重要业绩增长点。

盈利预测与估值

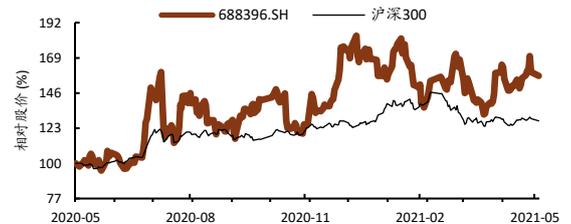
考虑到 2021 年半导体行业的高景气度，我们上调公司 2021 年营收 9% 至 90.81 亿元，上调净利润 62% 至 16.64 亿元；引入公司 2022 年营收 118.34 亿元，净利润 22.18 亿元。当前公司交易价格对应公司 2021/2022 年 4.8x/4.2x P/B 倍数，我们维持跑赢行业评级不变，考虑到公司业绩增长上调目标价 16% 至 75 元，对应 2021/2022 年 5.7x/5.1x P/B 倍数，较当前股价仍有 20% 上行空间。

风险

半导体行业景气度下滑，产品国产替代不及预期。

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 62.55
目标价	人民币 75.00
52 周最高价/最低价	人民币 74.89~36.97
总市值(亿)	人民币 826
30 日日均成交额(百万)	人民币 672.53
发行股数(百万)	1,320
其中：自由流通股(%)	35
30 日日均成交量(百万股)	10.78
主营行业	科技



(人民币 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	5,743	6,977	9,081	11,834
增速	-8.4%	21.5%	30.2%	30.3%
归属母公司净利润	401	964	1,664	2,218
增速	-6.7%	140.5%	72.7%	33.2%
扣非后净利润	206	964	1,664	2,218
增速	-36.0%	367.1%	72.7%	33.2%
每股净利润	0.30	0.73	1.26	1.68
每股净资产	4.11	8.02	13.06	14.74
每股股利	0.03	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.44	1.39	2.36	1.94
市盈率	206.0	85.7	49.6	37.2
市净率	15.2	7.8	4.8	4.2
EV/EBITDA	73.3	49.0	23.1	27.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	4.0%	7.2%	8.3%	9.0%
平均净资产收益率	8.4%	12.0%	12.0%	12.1%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

李学来

分析师

xuelai.li@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080521030004

石晓彬

分析师

xiaobin.shi@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080521030001

彭虎

分析师

hu.peng@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080521020001

胡炯益

联系人

jiongyi.hu@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080120070115

陈昊

分析师

hao5.chen@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080520120009

SFC CE Ref: BQS925

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E					
利润表					成长能力									
营业收入	5,743	6,977	9,081	11,834	营业收入	-8.4%	21.5%	30.2%	30.3%					
营业成本	4,431	5,061	6,390	8,345	营业利润	-11.2%	105.9%	69.6%	31.9%					
税金及附加	66	69	89	117	EBITDA	-21.0%	41.3%	91.5%	-17.8%					
营业费用	112	106	118	130	净利润	-6.7%	140.5%	72.7%	33.2%					
管理费用	859	936	999	1,124	扣非后净利润	-36.0%	367.1%	72.7%	33.2%					
财务费用	31	-120	-151	-247	盈利能力									
其他	314	134	158	-48	毛利率	21.7%	26.5%	28.6%	28.5%					
营业利润	520	1,071	1,816	2,395	营业利润率	9.1%	15.3%	20.0%	20.2%					
营业外收支	28	14	14	14	EBITDA 利润率	19.8%	23.0%	33.8%	21.3%					
利润总额	548	1,085	1,830	2,409	净利率	7.0%	13.8%	18.3%	18.7%					
所得税	-6	26	44	58	扣非后净利率	3.6%	13.8%	18.3%	18.7%					
少数股东损益	112	96	122	134	偿债能力									
归属母公司净利润	401	964	1,664	2,218	流动比率	2.57	3.60	4.00	4.86					
扣非后净利润	206	964	1,664	2,218	速动比率	2.04	3.18	3.71	4.44					
EBITDA	1,134	1,603	3,069	2,522	现金比率	0.98	2.26	3.06	3.59					
资产负债表					资产负债率	36.7%	28.6%	21.2%	17.8%					
货币资金	1,931	6,866	14,390	15,254	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金					
应收账款及票据	1,006	1,270	1,357	1,736	回报率分析									
预付款项	52	52	65	85	总资产收益率	4.0%	7.2%	8.3%	9.0%					
存货	1,055	1,269	1,381	1,766	净资产收益率	8.4%	12.0%	12.0%	12.1%					
其他流动资产	1,049	1,458	1,620	1,832	每股指标									
流动资产合计	5,092	10,914	18,814	20,673	每股净利润 (元)	0.30	0.73	1.26	1.68					
固定资产及在建工程	4,305	4,769	3,912	3,971	每股净资产 (元)	4.11	8.02	13.06	14.74					
无形资产及其他长期资产	698	849	840	827	每股股利 (元)	0.03	0.00	0.00	0.00					
非流动资产合计	5,003	5,618	4,752	4,798	每股经营现金流 (元)	0.44	1.39	2.36	1.94					
资产合计	10,095	16,532	23,566	25,471	估值分析									
短期借款	0	104	1,414	6	市盈率	206.0	85.7	49.6	37.2					
应付账款及票据	848	1,128	1,424	1,928	市净率	15.2	7.8	4.8	4.2					
其他流动负债	1,130	1,802	1,863	2,320	EV/EBITDA	73.3	49.0	23.1	27.3					
流动负债合计	1,979	3,034	4,700	4,254	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					
长期借款和应付债券	1,506	1,442	34	34										
其他非流动负债	220	256	256	256										
非流动负债合计	1,726	1,698	290	290										
负债合计	3,704	4,732	4,991	4,544										
归母所有者权益	5,423	10,583	17,235	19,453										
少数股东权益	968	1,218	1,340	1,474										
负债及股东权益合计	10,095	16,532	23,566	25,471										
现金流量表														
净利润	401	964	1,664	2,218										
折旧和摊销	709	733	1,512	493										
营运资本变动	778	252	-41	-115										
其他	-1,312	-117	-22	-40										
经营活动现金流	576	1,832	3,114	2,555										
资本开支	-612	-573	-630	-530										
其他	572	-694	0	0										
投资活动现金流	-41	-1,267	-630	-530										
股权融资	0	4,254	4,988	0										
银行借款	-945	40	-98	-1,408										
其他	765	159	151	247										
筹资活动现金流	-180	4,453	5,041	-1,161										
汇率变动对现金的影响	19	-66	0	0										
现金净增加额	374	4,952	7,524	864										

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。2020年公司收入69.8亿元；公司已形成产品与方案、制造与服务两大业务板块。

图表1：华润微业绩回顾及盈利预测

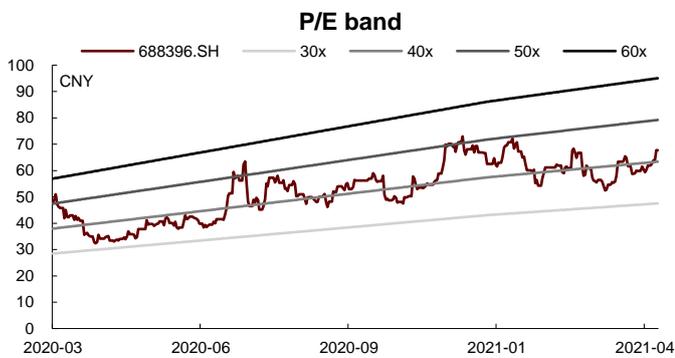
人民币：百万元	3Q20	4Q20	4Q20E	1Q21	1H20	2H20	2H20E	2019A	2020A	2020E	2021E	2022E	2021E	2021E
	A	A	CICC	A	A	A	CICC	A	A	CICC	CICC	CICC	(Old)	Diff
营业收入	1,826	2,088	2,244	2,045	3,063	3,914	4,070	5,743	6,977	7,133	9,081	11,834	8,294	9%
同比	22%	30%	39%	48%	16%	26%	31%	-8%	21%	24%	30%	30%	16%	
营业成本	1,287	1,547	1,671	1,401	2,227	2,834	2,958	4,431	5,061	5,185	6,390	8,345	5,987	
营业税金及附加	18	20	34	23	31	38	51	66	69	82	89	117	96	
毛利	539	542	573	643	836	1,080	1,112	1,311	1,917	1,948	2,691	3,490	2,307	17%
销售费用	30	27	32	25	49	57	62	112	106	111	118	130	149	
管理费用	109	107	93	98	154	216	203	377	370	357	363	355	464	
财务费用	-39	-72	34	-10	-9	-111	-5	31	-120	-14	-151	-247	-74	
研发费用	144	195	157	137	227	339	301	483	566	528	636	769	614	
营业利润	321	297	251	419	454	618	572	520	1,071	1,026	1,816	2,395	1,230	48%
同比	133%	107%	75%	245%	131%	120%	103%	-11%	106%	97%	70%	32%	20%	
营业外收入	2	6	0	0	8	8	2	33	16	10	16	16	10	
营业外支出	0	1	-1	1	0	2	0	4	2	0	2	2	0	
利润总额	322	302	252	418	462	624	574	548	1,085	1,036	1,830	2,409	1,240	48%
同比	130%	89%	58%	225%	124%	108%	92%	-7%	98%	89%	69%	32%	20%	
所得税	11	-0	-78	11	15	11	-67	6	-26	-52	-44	-58	-105	
归母净利润	284	277	210	400	403	561	494	401	964	897	1,664	2,218	1,030	62%
同比	169%	111%	61%	252%	145%	137%	109%	-7%	140%	124%	73%	33%	15%	
每股收益 (元)	0.21	0.21	0.16	0.30	0.31	0.42	0.37	0.30	0.73	0.68	1.26	1.68	0.78	62%
同比	169%	111%	61%	252%	145%	137%	109%	-7%	140%	124%	73%	33%	15%	

财务比率	3Q20	4Q20	4Q20E	1Q21	1H20	2H20	2H20E	2019A	2020A	2020E	2021E	2022E	2021E	2021E
比例分析														
毛利率	29.5%	25.9%	25.5%	31.5%	27.3%	27.6%	27.3%	22.8%	27.5%	28.0%	29.6%	29.5%	27.8%	
销售费用率	1.6%	1.3%	1.4%	1.2%	1.6%	1.5%	1.5%	2.0%	1.5%	4.5%	1.3%	1.1%	1.8%	
管理费用率	6.0%	5.1%	4.2%	4.8%	5.0%	5.5%	5.0%	6.6%	5.3%	2.4%	4.0%	3.0%	5.6%	
研发费用率	7.9%	9.3%	7.0%	6.7%	7.4%	8.7%	7.4%	8.4%	8.1%	10.3%	7.0%	6.5%	7.4%	
营业利润率	17.6%	14.2%	11.2%	20.5%	14.8%	15.8%	14.0%	9.1%	15.3%	10.9%	20.0%	20.2%	14.8%	
有效税率	3.4%	-0.1%	-31.0%	2.7%	3.3%	1.7%	-11.7%	1.2%	-2.4%	6.8%	-2.4%	-2.4%	-8.5%	
净利率	15.5%	13.3%	9.4%	19.6%	13.2%	14.3%	12.1%	7.0%	13.8%	10.2%	18.3%	18.7%	12.4%	

资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

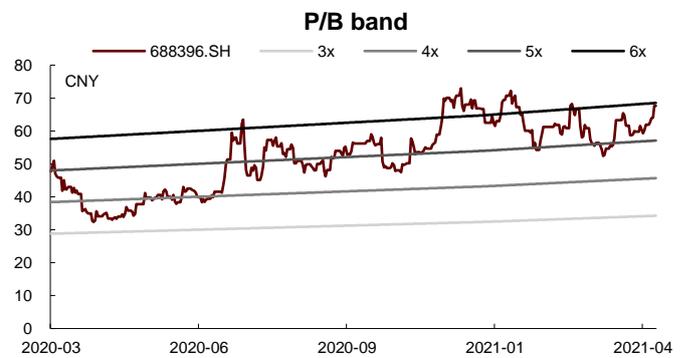
注：此表中毛利=营业收入-营业成本，计算方法与FS页有所不同

图表2：历史 P/E



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表3：历史 P/B



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表4：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价	市值(百万美元)	市净率		市盈率		净资产收益率(%)	
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
2330.TT	台积电	TWD	600.00	558,584	7.2	6.1	26.2	22.8	28.9	28.0
2303.TT	联华电子股份有限公司	TWD	56.70	25,286	2.8	2.6	18.4	16.1	15.8	16.7
5347.TT	世界	TWD	119.50	7,035	5.9	5.5	22.1	20.1	28.4	28.4
00981.HK	中芯国际*	USD	25.05	35,607	1.6	1.6	58.9	53.0	2.8	3.0
688981.SH	中芯国际-U*	CNY	54.74	35,667	4.1	4.0	143.1	130.4	2.9	3.1
01347.HK	华虹半导体*	USD	46.80	7,831	3.0	2.8	61.1	51.8	5.0	5.6
688396.SH	华润微*	CNY	62.55	12,774	4.8	4.2	49.6	37.2	12.0	12.1
600584.SH	长电科技*	CNY	36.21	9,968	3.2	2.9	36.2	30.2	10.7	10.2
002185.SZ	华天科技*	CNY	12.67	5,371	3.7	3.3	37.1	26.4	10.6	13.3
002156.SZ	通富微电*	CNY	20.97	4,311	2.7	2.4	32.9	25.2	8.5	10.1

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

A股收盘于北京时间2021-05-06；港股收盘于北京时间2021-05-06

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

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问 <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。

V190624
编辑：张莹

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

