

国产功率半导体龙头企业

华泰研究

2021年6月17日 | 中国内地

首次覆盖
科技/电子

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

90.00

研究员

黄乐平, PhD

SAC No. S0570521050001

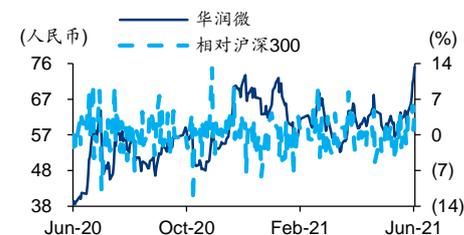
leping.huang@htsc.com

SFC No. AUZ066

基本数据

目标价(人民币)	90.00
收盘价(人民币截至6月11日)	75.14
市值(人民币百万)	99,192
6个月平均日成交额(人民币百万)	769.85
52周价格范围(人民币)	38.39-75.14
BVPS(人民币)	7.98

股价走势图



资料来源: Wind

国内功率半导体龙头, IDM 与代工模式双轮驱动

华润微是目前中国本土少有的具备较强芯片设计、晶圆制造及封装测试全产业链一体化能力的半导体企业,主要产品聚焦于功率半导体、智能传感器与智能控制领域,服务于消费、工业、汽车等广泛市场的优质下游客户。我们看好公司受益于全球芯片“缺货涨价”趋势,实现 IDM 业务与代工业务同步发展,提升自有产品占比,改善盈利能力,同时公司有望通过布局 12 寸制造业产能与技术升级,实现长期稳健的业绩增长。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.24/1.40/1.58 元,首次覆盖给予“买入”评级,对应目标价 90.00 元。

中短期: 受益于芯片“缺货涨价”, 自有产品占比有望提升

受益于芯片“缺货涨价”趋势, 1Q21 公司收入及归母净利润同比增速达到 47.92%/251.85%, 毛利率升至 31.5%, 创历史新高。在后疫情时代下游需求复苏及地缘政治风险提升的背景下, 我们认为全球半导体供需紧张格局有望持续至 2021 年底, 我们看好公司有望受益于全球芯片“缺货涨价”趋势, 提升产能利用率及 ASP 水平, 实现 IDM 业务与代工业务同步成长。2020 年公司自有产品收入占比为 44.5%, 对外制造服务收入占比 54.9%, 我们看好公司通过不断提升自有产品比重改善盈利能力, 我们预计至 2024 年公司的自有产品收入比重有望超过 50%。

远期: 12 英寸产能+技术升级推动长期业绩成长

我们预计公司位于重庆的 12 英寸产线有望于 2022 年开始爬坡, 1 期产能规划为 30K/月, 我们认为 12 英寸项目建设达产后, 有望进一步提升公司在功率半导体领域的产能地位与竞争力。此外, 公司积极布局高阶 MOSFET、IGBT 模块及 SiC 等产品, 实现技术升级。我们看好公司通过布局 12 寸制造产能与技术升级, 持续提升晶圆 ASP 水平与盈利能力, 实现长期稳健的业绩增长。

首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 90.00 元

受益于晶圆 ASP 及产能利用率提升, 我们预计公司 2021/22/23 年收入将分别成长 26.0%/15.4%/10.5% 至 87.93/101.45/112.13 亿元, 归母净利润有望达到 16.40/18.52/20.80 亿元, 对应 EPS 为 1.24/1.40/1.58 元, 考虑到华润微在功率半导体行业的龙头能力, 我们首次覆盖给予公司“买入”评级, 目标价 90.00 元, 基于 8.4 倍 2022 年 BPS (10.66 元), 略高于重资产半导体行业 Wind 一致预期均值 (7.3 倍 PB)。

风险提示: 半导体行业进入下行周期的风险, 新技术及产品研发不达预期的风险, 中美贸易摩擦加剧的风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	5,743	6,977	8,793	10,145	11,213
+/-%	(8.42)	21.50	26.02	15.38	10.53
归属母公司净利润(人民币百万)	400.76	963.66	1,640	1,852	2,080
+/-%	(6.68)	140.46	70.17	12.93	12.33
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.30	0.73	1.24	1.40	1.58
ROE (%)	8.02	8.98	13.26	13.02	12.76
PE (倍)	247.51	102.93	60.49	53.56	47.68
PB (倍)	18.29	9.37	8.12	7.05	6.14
EV EBITDA (倍)	79.13	55.26	35.62	30.52	27.03

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

报告核心观点

国内领先的功率器件厂商，IDM 与代工双轮驱动

成立于 1983 年，华润微是中国最早成立的半导体公司之一，公司先后整合华科电子、中国华晶、上华科技等中国半导体先驱，目前华润微已发展成为中国本土少有的具备较强芯片设计、晶圆制造及封装测试全产业链一体化能力的半导体企业，主要产品聚焦于功率半导体、智能传感器与智能控制领域，服务于消费、工业、汽车等广泛市场的优质下游客户。从业务模式来讲，公司目前主营业务为 IDM 模式与代工双轮驱动，并同时作为国内规模最大的功率器件厂商之一与领先的成熟工艺晶圆代工厂，2020 年公司实现总营收 69.77 亿元，其中产品及方案（IDM）占比 44.5%，制造及服务（代工）占比 54.9%。

中短期：受益于芯片“缺货涨价”，逐步提升自有产品占比

2020 年公司收入增长 21.5%，归母净利润增长 140.5%，毛利率同比提升 4.7ppts 至 27.5%，受益于行业景气上行，公司业绩增速自 2H20 起明显加速，盈利能力持续提升。在后疫情时代下游需求复苏及地缘政治风险提升的背景下，我们认为全球半导体供需紧张格局有望持续至 2021 年底，我们看好公司有望受益于全球芯片“缺货涨价”趋势，提升 ASP 水平及产能利用率，实现 IDM 业务与代工业务同步成长。此外，2020 年公司自有产品收入占比为 44.5%，对外制造服务收入占比 54.9%，我们看好公司通过不断提升自有产品比重改善盈利能力，我们预计至 2024 年公司的自有产品收入比重有望超过 50%。

长期发展战略：积极布局 12 寸产能，加大第三代半导体投入

华润微电子于 2018 年底已经公告与重庆等地方企业合作，共同建设 12 英寸功率半导体产线，主要用于生产 MOSFET、IGBT、电源管理芯片等产品，我们预计公司有望在 2022 年开始产能爬坡，一期产能为 30K，我们认为公司积极布局 12 英寸产能有望帮助公司实现有效产能扩张，12 英寸项目建设达产后，有望进一步提升公司在功率半导体领域的产能地位与竞争力，推动公司收入及利润实现跨越式发展。此外公司充分利用其 IDM 能力及 6 英寸产线能力，积极布局 SiC、GaN 等第三代半导体器件，目前公司发布的第一代 SiC 工业级 SBD 已经投向市场，主要用于光伏、UPS、充电桩等应用领域。此外，公司也积极布局产业链优质资源，投资国内领先的 SiC 外延片供应商瀚天天成，持有其 3.24% 的股份，进一步拓展产业链资源。

区别于市场的观点

我们更看好公司受益于芯片“缺货涨价”的投资机会。不同于其他半导体制造厂商，华润微同时具备 IDM（以功率半导体为主）及晶圆代工业务，我们认为其 IDM 业务将主要受益于 MOSFET 等功率器件的“缺货涨价”趋势，提升销售额及盈利水平；同时在行业上行周期的背景下，我们看好其代工业务将受益于产能利用率提升及晶圆单价提升，故我们更加看好公司多方面受益于行业“缺货涨价”的投资机会。

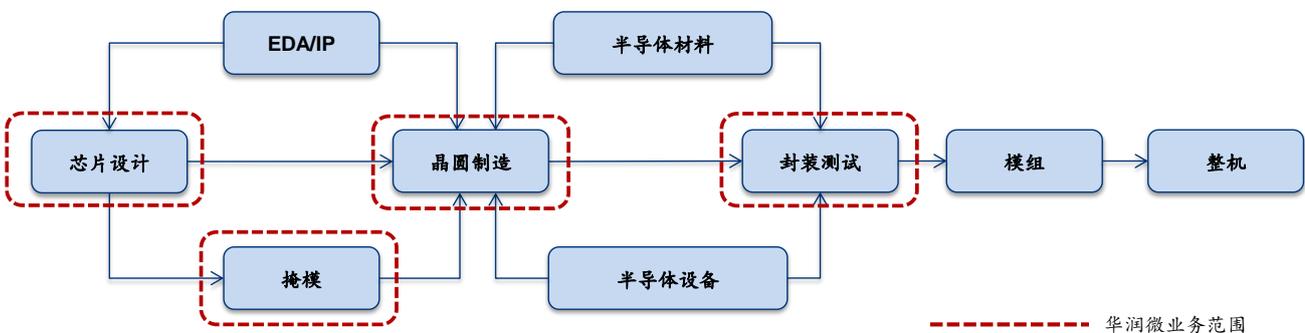
我们更看重公司成品化与技术升级战略对远期业绩的驱动作用。相比产能的扩张，我们更看好公司通过不断提升对内产能占比，同步提升晶圆单价水平及盈利能力，同时通过布局 SJMOSFET、SGT MOSFET、IGBT 模块及 SiC 等产品，实现技术升级，推动远期收入和利润增长。

中国功率器件行业龙头

“IDM+晶圆代工”双轮驱动，逐步提升自有产品收入占比

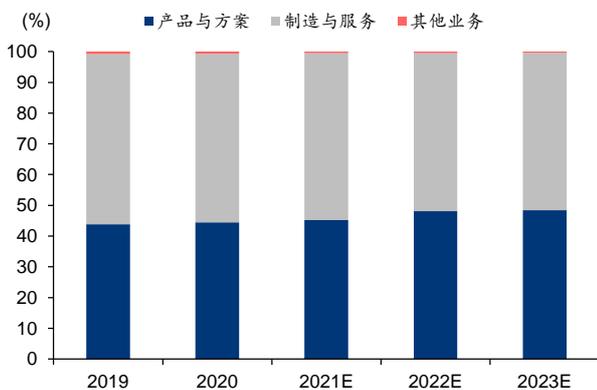
华润微电子是华润集团旗下负责微电子业务投资、发展和经营管理的高科技企业。成立于1983年，华润微是中国最早成立的半导体公司之一，公司先后整合华科电子、中国华晶、上华科技等中国半导体先驱，目前已发展成为中国本土最大的功率器件厂商之一，也是国内领先的成熟制程晶圆代工厂。公司业务主要分为产品与方案（IDM 模式）及制造与服务（代工）两大板块，目前共拥有3条6英寸晶圆产线、2条8英寸晶圆产线、2条封装产线与1条掩模产线，2020年公司实现销售收入69.77亿元，其中产品及方案业务收入为31.04亿元，收入占比持续提升，达到44.5%，毛利率为30.9%；制造及服务业务收入为38.27亿元，占比54.9%，毛利率为24.6%。近年来，公司产品及方案业务收入占比持续提升，从2017年的39.8%升至2020年的44.5%，我们认为公司将逐步摆脱以晶圆代工为主要收入来源的业务模式，我们预计至2024年公司IDM收入占比将超过50%，逐步转型为聚焦于“电源+电池+电机”三电应用的IDM模式厂商。

图表86：华润微所处的产业链位置



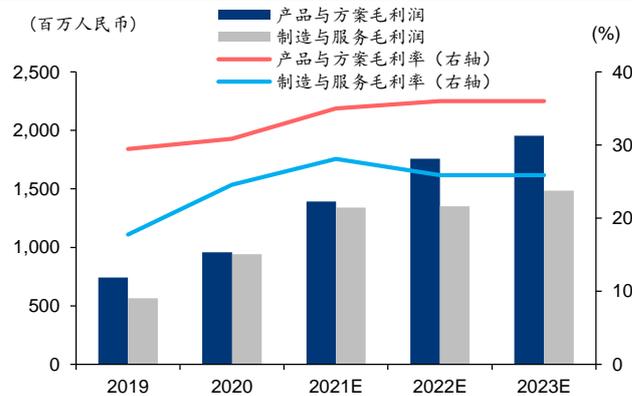
资料来源：公司官网，华泰研究

图表87：华润微分业务收入占比变化情况



资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表88：华润微分业务毛利润及毛利率情况

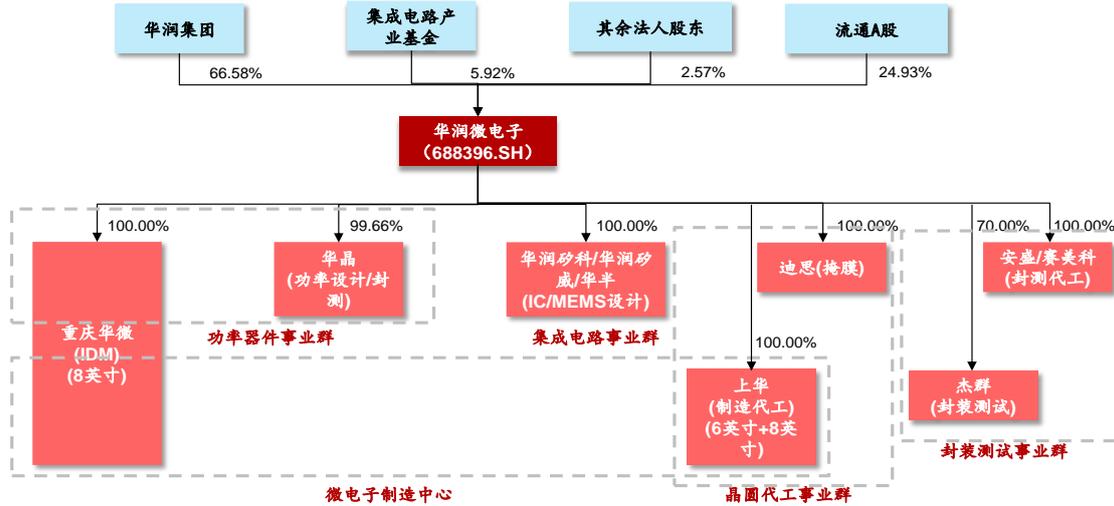


资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

华润微是国内首家红筹架构登陆科创板上市的公司，截至2021年一季度，华润集团为公司的第一大股东及实际控制人，持股比例达到66.58%，持股相对集中。国家集成电路产业基金（大基金）为公司的第二大股东，持股比例为5.92%。从主要子公司来看，上华主要业务为6英寸及8英寸晶圆代工服务，重庆华微则是IDM模式，其他子公司如华晶、迪思、安盛、赛美科等则主要负责公司封装测试、掩模、IC设计等其他业务。

从净利润贡献来看，2020年华润上华是公司利润的主要来源，全年净利润为5.1亿元，贡献公司全年净利润的48.1%，此外，重庆华微2020年净利润为2.5亿元，同比增长3.91%，主要得益于2H20开始功率行业开始进入上行周期叠加IDM模式下较高的盈利能力。

图表89： 华润微股权结构（截至 2021 年一季度）



资料来源：招股说明书，Wind，华泰研究

图表90： 公司主要子公司及其营收与净利润情况

(百万元, 2020)	无锡华润上华	重庆华微	华润华晶	华润安盛	华润赛美科	华润矽科	杰群电子
主营业务	晶圆代工（对外） 产能支持（对内）	功率半导体设计研发 及销售	功率半导体设计研发 及销售	测试业务 （主要对外）	测试业务 （主要对内）	芯片设计 （模拟 IC、MCU 等）	半导体封装和成品测试业务
总资产	6,493	2,671	963	840	269	553	711
营业收入	3,433	1,390	1,073	830	186	517	618
净利润	510	254	64	75	7	16	31

资料来源：公司公告，华泰研究

产品及方案业务：受益于功率器件“缺货涨价”

功率半导体为核心业务，涵盖功率器件与功率 IC 两大类。公司的产品及服务业务主要聚焦于功率半导体、智能传感器与智能控制领域，其中功率半导体是产品及服务业务的核心业务，我们估算 2020 年收入为 27.63 亿元，占总收入比重达到 39.6%，公司的产品主要包括 MOSFET、IGBT、SBD、FRD 等功率分立器件及模块，以及 ACDC、LED Driver、LDO 等功率 IC。公司是目前国内少有的能够提供-100V 至 1500V 范围 MOSFET 及 600V-6500V 范围 IGBT 的全产品线供应商。根据 Omdia 数据，2019 年中国区 MOSFET 销售额公司位列第三，本土企业位列第一，市场份额达到 8%，收入规模在本土企业中居于领先地位。

图表91： 公司产品及方案业务概览

主要业务	公司主要产品	2020 年营业收入		主要竞争对手	2020 全球市场空间 (百万美元)
		(百万人民币)	营收占比		
产品与方案		3,104	44.49%		
功率半导体	功率器件：MOSFET, IGBT, FRD 等 功率 IC：AC-DC, LED 驱动 IC, 线性稳压	2,763	39.6%	英飞凌, 意法半导体, 安世, 新洁能, 斯达	43,100
智能传感器	MEMS 传感器, 烟雾传感器, 光电传感器产品	205	2.9%	博世, NXP, 意法半导体, ADI	1,609
智能控制	人机交互 MCU, 计量计算 MCU, 通用型 MCU	115	1.6%	瑞萨, NXP, 英飞凌, 兆易创新	17,515
其他 IC 产品		21	0.3%		

资料来源：公司公告，华泰研究预测

受益于功率器件“缺货涨价”，盈利能力有望提升。受新冠疫情爆发造成的供应链扰动及消费、工业、汽车等行业需求复苏带动，全球芯片自2020年下半年呈现“缺货涨价”的局面，全球晶圆制造产能紧张，MOSFET等功率分立器件也呈现涨价态势。根据中芯国际及台积电等主要晶圆代工厂说法，目前全球产能供应紧张有望持续至2021年年底，我们认为公司作为国内功率半导体龙头企业，有望深度受益于功率器件的涨价潮，同步提升ASP及盈利水平。

依托6英寸晶圆制造能力，积极布局第三代半导体。公司充分利用其IDM能力及6英寸产线能力，积极布局SiC、GaN等第三代半导体器件，目前公司发布的第一代SiC工业级SBD已经投向市场，主要用于光伏、UPS、充电桩等应用领域。此外，公司也积极布局产业链优质资源，投资国内领先的SiC外延片供应商瀚天天成，持有其3.24%的股份，进一步拓展产业链资源。

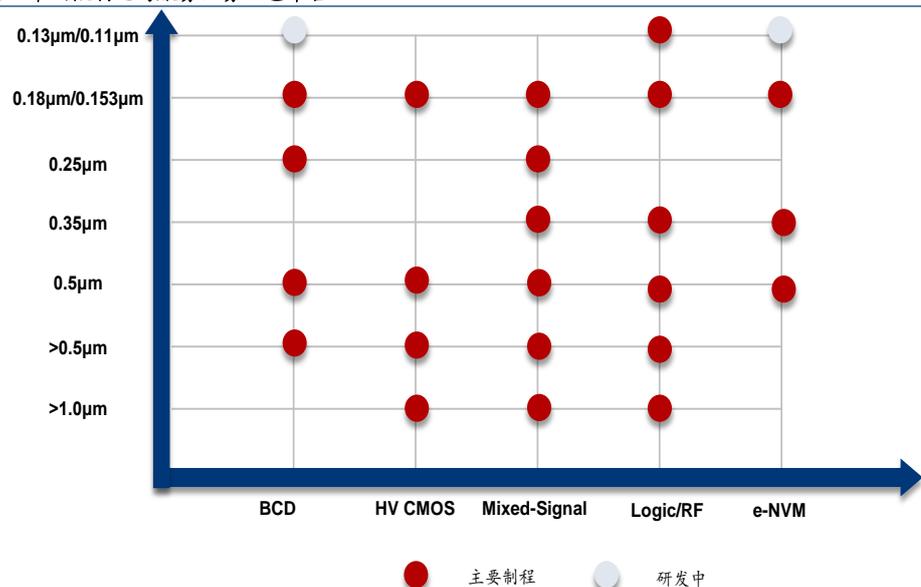
制造及服务业务：行业景气上行带动产能利用率及ASP提升

公司制造及服务业务主要涵盖晶圆代工、封装测试及掩模制造三大板块。

晶圆制造方面，公司目前共拥有5条晶圆产线，包含1条位于重庆的8寸线，3条位于江苏无锡的6寸线及1条8寸线，同时规划了1条位于重庆的12寸线，其中重庆8寸线基本以IDM为主，无锡的6寸及8寸线包含代工业务及IDM业务。根据公司公告及我们预计，截至4Q20，公司无锡3条6寸线月产能为21.2万片，无锡8寸线月产能为6.4万片，重庆8寸线月产能为5.4万片。**封装测试方面**，公司当前提供覆盖半导体晶圆测试、传统IC封装、功率器件封装、大功率模块封装，先进面板封装，硅麦&光耦sensor封装，以及成品测试后道全产业链的服务，主要由赛美科、安盛、矽磐微、杰群四家子公司负责。2020年公司封装测试业务实现收入10.47亿元，占总收入的15.0%。受封装需求旺盛影响，我们预计，2021年公司封装测试业务收入有望增长35.0%至14.13亿元。

“缺货涨价”行情下，公司制造及服务业务有望受益于产能利用率及ASP提升。在新冠疫情带来的供应链扰动及“后疫情时代”多个终端市场需求复苏的带动下，全球半导体厂商自2H20起开始呈现“缺货涨价”的态势，主要反映主要晶圆代工厂的产能利用率快速回升，芯片厂商的库存水位快速下降。从台积电及中芯国际的业绩说明会来看，全球芯片供需紧张局势有望持续2021全年，我们认为这有望带动华润微代工业务的产能利用率及ASP提升。我们预计，2021年，公司制造及服务业务的ASP有望提升13%，产能利用率有望达到100%，公司制造与服务业务收入增长24.6%至47.71亿元。

图表92：华润微制造与服务业务工艺平台



资料来源：公司官网，华泰研究

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 90.00 元

盈利预测

产品及方案：根据公司年报，2020 年公司产品与方案业务收入为 31.04 亿元，同比增长 23.4%，占公司总营收的 44.5%，收入贡献持续提升。过去 5 年公司产品及方案业务收入的年均复合增速为 23.6%，高于公司总营收年均复合增速（12.2%），主要受 1) 产品及方案业务产能占比持续提升，及 2) 受益于两轮车及 NB/PC 等需求，MOSFET 等功率半导体相关收入快速成长驱动。展望 2021/22/23，我们看好公司产品及方案业务收入有望分别增长 28.1%/22.7%/11.2%至 39.76/48.80/54.27 亿元，收入占比从 2020 年的 44.5%进一步提升至 2023 年的 48.4%，主要由于 1) 2021 年受芯片“缺货涨价”带动 ASP 有望提升，我们预期 2021/22/23 公司产品及方案业务 ASP 上涨 12.0%/8.0%/3.0%；2) 制造产能提升，我们认为公司有望通过技改等方式持续提升无锡及重庆厂产能，我们预期 2021/22/23 公司总产能达到 292/326/339 万片，同时在产能分配方面，在公司现有代工产能不继续提升，且重庆 12 寸线均为 IDM 产能的假设下，我们预计至 2023 年公司对内产能占比有望升至 62.3%；3) 产品结构持续改善，IGBT、SJ MOSFET、SiC SBD 等高阶功率器件收入持续提升。

制造及服务：根据公司年报，2020 年公司制造及服务收入为 38.27 亿元，同比增长 20.2%，占公司总营收的 54.9%，过去几年制造及服务业务收入一直是公司的营收主力，2020 年虽然受疫情影响，但公司的代工业务仍然实现了快速成长，我们认为主要受 1) 测温、居家办公等新增需求，及 2) 2H20 起受全球成熟制程产能紧张带动产能利用率及 ASP 提升。展望 2021/22/23 年，我们预计公司制造及服务业务收入有望成长 24.6%/9.4%/10.0%至 47.71/52.19/57.41 亿元，未来 3 年年均复合增速有望达到 14.5%，我们认为公司代工业务收入成长将主要得益于 1) 2021 年行业高景气下公司晶圆代工业务的产能利用率及 ASP 提升，我们预期 2021 年公司晶圆代工业务产能利用率可提高至 100%，ASP 同比增长 13.0%；2) 代工产品组合的持续改善推动 ASP 持续提升，我们预期 2021/22/23 制造及服务业务 ASP 上涨 13.0%/5%/1%；及 3) 杰群并表带动封测收入提升。

毛利率：根据公司年报，2020 年公司综合毛利率为 27.5%，较 2019 年同比增长 4.7 个百分点，主要因为 1) 报告期内公司代工业务产能利用率及 ASP 显著改善，推动制造与服务毛利率同比增长 6.8 个百分点；2) 产品及方案业务受益于功率器件“缺货涨价”及产品组合的持续改善，毛利率改善至 30.9%。我们看好公司 2021 年毛利率的上行趋势，我们预计 2021/22/23 年公司毛利率有望先升高后回稳至 31.3%/30.8%/30.8%，主要原因在于 1) 2021 年全球芯片“缺货涨价”有望带动公司 IDM 及代工业务毛利率齐升；2) 公司对内产能占比逐步提升，IDM 业务占比提升带动整体毛利率改善；3) 2022 年起公司制造与服务业务毛利率小幅回落并维持在稳定水平。

费用率：根据公司年报，2020 年，公司销售费用率为 1.5%，相较前几年有所下滑，主要因为新冠疫情爆发后公司差旅费、业务招待费等相关费用减少，我们预计随着后疫情时代公司业务逐步恢复正常，2021/22/23 年公司销售费用率有望维持在历史平均水平，分别为 1.3%/1.3%/1.3%。管理费用率方面，2020 年公司管理费用率为 5.3%，同比下滑 1.3ppts，主要因差旅、办公及租赁等费用减少所致，我们预计 2021/22/23 年公司管理费用率分别为 5.0%/5.0%/5.0%，保持相对稳定。2020 年公司研发费用率为 8.1%，近两年均保持在 8%以上的高位，我们认为主要因为公司持续加大对第三代半导体、高功率分立器件等产品的研发。展望 2021/22/23，我们认为公司将持续保持研发投入，同时由于公司收入增长，研发费用比率较 2020 年小幅下降，研发费用率分别为 7.0%/7.0%/7.0%。2020 年公司财务费用率为 -1.7%，主要因为公司首次公开发行股票发行及超额配售，公司货币资金大幅增加，利息收入大幅上升，我们预计公司短期负债水平小幅降低，2021/22/23 年财务费用率分别为 -1.7%/-1.9%/-2.5%。

图表93：分业务收入预测

(百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,271	5,743	6,977	8,793	10,145	11,213
同比	6.7%	-8.4%	21.5%	26.0%	15.4%	10.5%
主营业务收入	6,255	5,699	6,932	8,747	10,099	11,168
产品及方案	2,683	2,516	3,104	3,976	4,880	5,427
同比	14.7%	-6.3%	23.4%	28.1%	22.7%	11.2%
占总收入比	42.8%	43.8%	44.5%	45.2%	48.1%	48.4%
制造及服务	3,572	3,184	3,827	4,771	5,219	5,741
同比	1.5%	-10.9%	20.2%	24.6%	9.4%	10.0%
占总收入比	57.0%	55.4%	54.9%	54.3%	51.4%	51.2%
晶圆代工	2,674	2,252	2,434	2,976	3,174	3,492
同比	4.3%	-15.8%	8.1%	22.3%	6.7%	10.0%
占总收入比	42.6%	39.2%	34.9%	33.8%	31.3%	31.1%
封装测试	786	809	1,047	1,413	1,625	1,788
同比	-4.2%	3.0%	29.4%	35.0%	15.0%	10.0%
占总收入比	12.5%	14.1%	15.0%	16.1%	16.0%	15.9%
掩模制造及其他	112	123	346	381	419	461
同比	-17.9%	9.5%	182.5%	10.0%	10.0%	10.0%
占总收入比	1.8%	2.1%	5.0%	4.3%	4.1%	4.1%
其他业务收入	15	44	46	46	46	46
同比	-8.2%	183.1%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%
占总收入比	0.2%	0.8%	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%
毛利率	25.0%	22.8%	27.5%	31.3%	30.8%	30.8%
产品及方案	34.0%	29.5%	30.9%	35.0%	36.0%	36.0%
制造及服务	18.6%	17.8%	24.6%	28.1%	25.9%	25.9%
晶圆代工	19.5%	17.9%	26.0%	30.0%	28.0%	28.0%
封装测试	15.3%	17.4%	23.0%	26.0%	23.0%	23.0%
掩模制造及其他	19.5%	17.6%	19.2%	21.0%	21.0%	21.0%
其他业务毛利率	28.5%	10.0%	40.7%	40.7%	40.7%	40.7%
总成本	-4,690	-4,431	-5,061	-6,042	-7,019	-7,755
产品及方案	-1,771	-1,774	-2,146	-2,585	-3,123	-3,473
制造及服务	-2,909	-2,618	-2,887	-3,430	-3,868	-4,255
晶圆代工	-2,153	-1,849	-1,801	-2,083	-2,286	-2,514
封装测试	-666	-668	-806	-1,046	-1,252	-1,377
掩模制造及其他	-90	-101	-280	-301	-331	-364
其他业务成本	-11	-39	-27	-27	-27	-27

资料来源：公司公告，华泰研究预测

相比目前 Wind 的市场一致预期（截至 2021 年 6 月 11 日），基于全球半导体行业“缺货涨价”将会持续至 2021 年的假设，我们 2021 年的收入与盈利预测与当前市场一致预期基本一致，但由于相对保守的 2021 年行业涨价假设，我们 2022 年的收入及盈利预测较当前市场一致预期略低 2%/5%。

图表94：华泰预测 vs. Wind 一致预期（截至 2021 年 6 月 11 日）

(百万元)	2021E			2022E		
	华泰预测	Wind 一致预期	差异	华泰预测	Wind 一致预期	差异
营业收入	8,793	8,741	1%	10,145	10,309	-2%
营业利润	1,848	1,842	0%	2,047	2,156	-5%
归母净利润	1,640	1,646	0%	1,852	1,945	-5%
每股盈利(元)	1.24	1.25	0%	1.40	1.47	-5%

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

估值分析

我们选取 5 家重资产的半导体公司作为华润微的可比公司，其中中芯国际与长电科技的业务模式与公司制造及服务的业务模式相近，士兰微、扬杰科技及捷捷微电与公司同属功率半导体行业，且均主要以 IDM 模式运营。从 PB 来看，2021 年 Wind 一致预期行业平均 PB 为 8.2 倍，2022 年行业平均 PB 为 7.3 倍。考虑到华润微在功率半导体行业的龙头能力，我们首次覆盖给予公司目标价 90.00 元，基于 2022 年 8.4 倍 PB，略高于行业估值的平均水平。

图表95：可比公司估值表

证券代码	可比公司	交易货币	财报货币	收盘价 (元)	总市值 (亿人民币)	BPS (元)		PB	
						2021E	2022E	2021E	2022E
688981 CH	中芯国际-A	CNY	CNY	55.62	2,245.87	14.19	14.77	4.01	3.85
600460 CH	士兰微	CNY	CNY	42.78	602.91	3.18	3.90	13.77	11.21
300373 CH	扬杰科技	CNY	CNY	46.00	561.30	7.61	8.86	6.24	5.37
300623 CH	捷捷微电	CNY	CNY	32.30	235.70	3.85	4.36	8.55	7.54
平均	-	-	-	-	-	7.21	7.97	8.24	7.29
688396 CH	华润微	CNY	CNY	75.14	991.92	9.26	10.66	8.11	7.05

注：股价为 2021 年 6 月 11 日收盘价；可比公司预测数据来自 wind 一致预期
资料来源：Wind、华泰研究预测

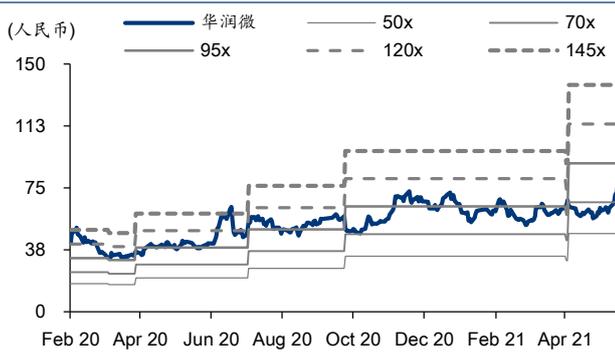
风险提示

半导体行业进入下行周期的风险。公司处于半导体产业链中，若全球半导体行业进入下行周期，我们认为可能存在产品价格下滑且利润率不及预期的风险。

新技术及产品研发不达预期的风险。新技术及产品研发需要投入大量的人力资源与资本开支，若研发进展不及预期，我们认为可能会对公司的竞争力以及远期盈利造成负面影响。

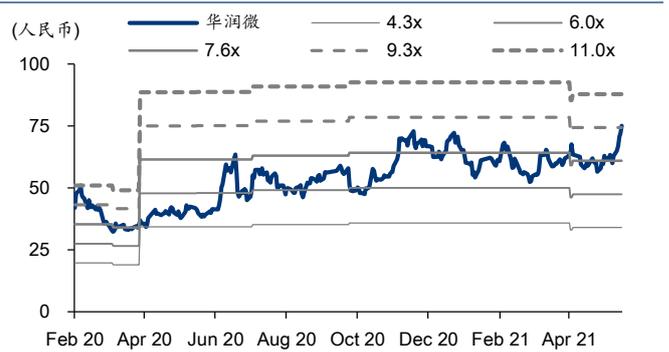
中美贸易摩擦加剧的风险。美国目前并未对公司实施任何限制措施，但我们认为若中美贸易摩擦加剧，美国或会继续收紧对晶圆厂设备、材料和 EDA/IP 等美国技术的出口管制，公司业务发展或面临一定的不确定性。

图表96：华润微 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表97：华润微 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度(人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,092	10,914	13,425	14,957	16,595
现金	1,931	6,866	8,652	9,983	11,181
应收账款	815.01	966.05	1,092	1,394	1,348
其他应收账款	12.96	12.39	19.55	17.30	23.43
预付账款	51.89	51.56	78.81	71.61	94.64
存货	1,055	1,269	1,505	1,718	1,844
其他流动资产	1,227	1,749	2,076	1,774	2,104
非流动资产	5,003	5,618	6,314	6,373	6,056
长期投资	81.71	190.51	310.52	430.52	550.53
固定投资	3,816	4,367	4,896	4,869	4,484
无形资产	274.94	274.08	282.24	259.45	224.03
其他非流动资产	830.40	786.85	825.21	813.71	797.33
资产总计	10,095	16,532	19,739	21,329	22,651
流动负债	1,979	3,034	4,476	4,342	3,753
短期借款	0.00	6.01	1,253	391.87	6.01
应付账款	748.64	1,053	975.38	1,413	1,253
其他流动负债	1,230	1,975	2,248	2,537	2,495
非流动负债	1,726	1,698	1,468	1,157	779.77
长期借款	1,506	1,442	1,213	900.71	523.85
其他非流动负债	219.63	255.93	255.93	255.93	255.93
负债合计	3,704	4,732	5,945	5,499	4,533
少数股东权益	967.69	1,218	1,381	1,566	1,773
股本	829.72	1,130	1,320	1,320	1,320
资本公积	5,450	9,418	9,418	9,418	9,418
留存公积	(1,225)	(301.95)	1,501	3,538	5,825
归属母公司股东权益	5,423	10,583	12,413	14,265	16,345
负债和股东权益	10,095	16,532	19,739	21,329	22,651

现金流量表

会计年度(人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	576.26	1,832	1,802	3,456	2,584
净利润	512.43	1,060	1,803	2,037	2,288
折旧摊销	709.17	733.31	915.60	1,123	1,257
财务费用	30.99	(119.93)	(154.61)	(200.46)	(289.01)
投资损失	0.03	(27.77)	(27.77)	(27.77)	(27.77)
营运资金变动	(714.71)	93.70	(734.56)	524.37	(644.50)
其他经营现金	38.35	93.03	0.00	0.19	0.34
投资活动现金	(40.71)	(1,267)	(1,583)	(1,152)	(911.37)
资本支出	612.31	572.64	1,492	1,061	820.37
长期投资	(82.00)	(146.60)	(120.01)	(120.01)	(120.01)
其他投资现金	653.60	(547.48)	29.00	29.00	29.00
筹资活动现金	(179.65)	4,453	319.78	(111.36)	(87.85)
短期借款	0.00	6.01	1,247	(861.45)	(385.86)
长期借款	1,506	(63.87)	(229.71)	(311.82)	(376.86)
普通股增加	0.00	300.43	189.94	0.00	0.00
资本公积增加	(571.21)	3,969	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,115)	241.51	(887.76)	1,062	674.87
现金净增加额	374.49	4,952	539.13	2,192	1,584

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度(人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,743	6,977	8,793	10,145	11,213
营业成本	4,431	5,061	6,042	7,019	7,755
营业税金及附加	66.16	68.74	86.63	99.95	110.48
营业费用	112.02	105.96	114.31	131.89	145.77
管理费用	376.84	369.92	439.64	507.26	560.66
财务费用	30.99	(119.93)	(154.61)	(200.46)	(289.01)
资产减值损失	(36.57)	(11.26)	(14.19)	(16.37)	(18.09)
公允价值变动收益	0.04	1.19	1.19	1.19	1.19
投资净收益	(0.03)	27.77	27.77	27.77	27.77
营业利润	477.76	1,072	1,848	2,047	2,327
营业外收入	32.69	16.05	19.91	22.88	19.61
营业外支出	4.50	2.08	2.08	2.08	2.08
利润总额	505.95	1,086	1,866	2,067	2,344
所得税	(6.47)	25.94	62.75	30.82	56.60
净利润	512.43	1,060	1,803	2,037	2,288
少数股东损益	111.67	96.05	163.44	184.58	207.33
归属母公司净利润	400.76	963.66	1,640	1,852	2,080
EBITDA	1,257	1,709	2,639	3,004	3,327
EPS(人民币, 基本)	0.30	0.73	1.24	1.40	1.58

主要财务比率

会计年度(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	(8.42)	21.50	26.02	15.38	10.53
营业利润	(18.42)	124.31	72.46	10.73	13.68
归属母公司净利润	(6.68)	140.46	70.17	12.93	12.33
获利能力(%)					
毛利率	22.84	27.47	31.28	30.82	30.84
净利率	8.92	15.19	20.51	20.07	20.40
ROE	8.02	8.98	13.26	13.02	12.76
ROIC	12.81	23.07	32.77	42.99	46.89
偿债能力					
资产负债率(%)	36.69	28.62	30.12	25.78	20.01
净负债比率(%)	(3.49)	(43.23)	(41.65)	(52.23)	(56.51)
流动比率	2.57	3.60	3.00	3.44	4.42
流动比率	1.99	3.16	2.64	3.03	3.90
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.52	0.48	0.49	0.51
应收账款周转率	8.11	7.83	8.54	8.16	8.18
应付账款周转率	6.05	5.62	5.96	5.88	5.82
每股指标(人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.73	1.24	1.40	1.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	1.39	1.37	2.62	1.96
每股净资产(最新摊薄)	4.11	8.02	9.26	10.66	12.24
估值比率					
PE(倍)	247.51	102.93	60.49	53.56	47.68
PB(倍)	18.29	9.37	8.12	7.05	6.14
EV EBITDA(倍)	79.13	55.26	35.62	30.52	27.03