

2017年04月18日

华微电子 (600360.SH)

## “军民融合”首批试点，看好功率半导体前景

### ■事件：

公司发布年报，2016年实现营业收入13.96亿元，同比增长7.32%，实现归属上市公司股东净利润4061.87万元，同比下降5.55%。

公司发布2017年一季报，报告期内公司实现营业收入3.52亿，同比增长27.60%，实现归属上市公司股东净利润1261.23万元，同比增长44.86%。

### 核心观点：

2016年公司业绩略低于预期，主要是由于财务费用相比2015年增加1677万元，同时报告期存货计提准备金额高于2015年，投资收益减少377万元。

我们认为公司发展长期逻辑不变：公司是专注设计+材料创新，以及特种工艺的“芯片级”功率半导体龙头企业，同时也是技术积累超50年的A股稀缺“自主可控”标的。随着新能源车市场蓬勃发展，以及三代功率半导体进入快速发展投资期，公司未来前景看好。

■研发力度持续加大，高端产品有效提升市场竞争力，新能源汽车领域获得良好反馈。2016年公司进一步加大新技术、新产品的研发投入，研发投入占比营收达6%以上并集中在第四代、第六代IGBT产品、COOLMOS产品及TRENCH SBD等先进技术。目前公司第六代IGBT产品已研发成功并在新能源车、充电桩、变频家电等领域取得良好应用反馈。IGBT是新能源车及其IPM（智能功率模块）核心元器件，国产替代需求迫切。我们认为公司在新能源车IGBT领域技术领先，制造工艺突出，具备稀缺“实际量产落地”能力，有望在高端功率半导体领域实现国产突破。

■军工需求日益增长，军民融合效果初现。行业层面，高端武器装备电磁化发展趋势明显；新型军事力量的建设，军费增长将更加倾斜于高端武器装备。2016年公司积极相应国家“军民融合”战略部署，获批承担多个型谱项目，取得相关资质，成为“军民融合”首批试点单位，军民融合战略效果初现。

■强化内部管理，市场竞争能力提升。公司不断强化内部管理并加强应用技术人才引进和培养。公司目前已建立起具备丰富应用经验，市场开拓意识的应用技术人才团队并充实市场一线。同时，公司不断加强内部体系建设，已通过ISO:9001和ISO/TS16949质量管理体系，为公司产品进入汽车领域搭建了平台，奠定新能源车领域扩展基础。

■投资建议：买入-A投资评级。我们预计公司2017年-2019年净利润

公司快报

证券研究报告

半导体

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价： 10.52元

股价(2017-04-18) 8.34元

### 交易数据

总市值(百万元)	6,155.59
流通市值(百万元)	6,155.59
总股本(百万股)	738.08
流通股本(百万股)	738.08
12个月价格区间	7.95/12.66元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.08	-4.25	-12.57
绝对收益	-7.33	-1.42	-8.71

孙远峰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020001

sunyf@essence.com.cn

010-83321079

张磊

报告联系人

zhanglei1@essence.com.cn

010-83321078

### 相关报告

华微电子：高端功率半导体技术提升，有望实现国产替代突破 2017-03-26

分别为 1.11 亿、1.71 亿、2.33 亿元，净利润增速分别为 173.1%、54.0%、36.6%，对应 EPS 分别为 0.15、0.23、0.32 元/股，行业资源整合趋势给予公司较强内生外延发展预期；军工/新能源亟待突破，高附加值产品持续优化获利能力；功率半导体战略新兴格局下，“大行业小公司”现状给予足够空间；鉴于未来业绩高成长和 PEG 考量，以及潜在突破行业估值中枢较高，给予 2017 年动态 PE 70X，6 个月目标价为 10.52 元。

■风险提示：宏观经济下行，新应用领域产品扩展进度不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,300.7	1,395.9	1,952.3	2,691.6	3,589.2
净利润	43.0	40.6	110.9	170.9	233.4
每股收益(元)	0.06	0.06	0.15	0.23	0.32
每股净资产(元)	2.70	2.75	2.86	3.23	3.58
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	143.1	151.5	55.5	36.0	26.4
市净率(倍)	3.1	3.0	2.9	2.6	2.3
净利润率	3.3%	2.9%	5.7%	6.3%	6.5%
净资产收益率	2.2%	2.0%	5.3%	7.2%	8.8%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.5%	0.6%	0.6%
ROIC	3.0%	3.9%	5.8%	10.9%	14.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,300.7	1,395.9	1,952.3	2,691.6	3,589.2	成长性					
减:营业成本	1,012.0	1,122.4	1,546.6	2,114.2	2,800.3	营业收入增长率	5.2%	7.3%	39.9%	37.9%	33.4%
营业税费	13.8	23.6	23.6	33.1	43.8	营业利润增长率	43.4%	-4.6%	214.3%	67.2%	39.4%
销售费用	55.2	38.4	63.1	83.7	108.7	净利润增长率	20.6%	-5.6%	173.1%	54.0%	36.6%
管理费用	158.4	129.8	192.7	257.0	343.6	EBITDA 增长率	-1.0%	16.4%	24.7%	29.2%	26.1%
财务费用	28.7	45.5	27.9	40.2	65.5	EBIT 增长率	16.7%	25.2%	62.9%	62.0%	44.1%
资产减值损失	4.6	8.4	6.2	6.4	7.0	NOPLAT 增长率	35.7%	23.6%	63.2%	62.5%	43.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-2.7%	8.4%	-13.3%	12.2%	-6.1%
投资和汇兑收益	4.0	2.7	3.7	3.5	3.3	净资产增长率	1.3%	1.4%	3.3%	12.2%	9.9%
营业利润	32.0	30.5	95.9	160.4	223.5	利润率					
加:营业外净收支	11.0	12.1	12.4	11.8	12.1	毛利率	22.2%	19.6%	20.8%	21.5%	22.0%
利润总额	43.0	42.6	108.3	172.2	235.6	营业利润率	2.5%	2.2%	4.9%	6.0%	6.2%
减:所得税	5.4	5.8	14.7	22.8	31.7	净利润率	3.3%	2.9%	5.7%	6.3%	6.5%
净利润	43.0	40.6	110.9	170.9	233.4	EBITDA/营业收入	13.9%	15.1%	13.5%	12.6%	11.9%
						EBIT/营业收入	4.7%	5.4%	6.3%	7.5%	8.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	320	308	200	128	83
						流动营业资本周转天数	42	63	54	55	59
						流动资产周转天数	529	518	490	469	474
						应收账款周转天数	98	95	97	97	96
						存货周转天数	44	41	48	44	43
						总资产周转天数	991	937	771	653	598
						投资资本周转天数	476	456	316	226	174
						投资回报率					
						ROE	2.2%	2.0%	5.3%	7.2%	8.8%
						ROA	1.1%	1.0%	2.0%	2.9%	3.0%
						ROIC	3.0%	3.9%	5.8%	10.9%	14.0%
						费用率					
						销售费用率	4.2%	2.7%	3.2%	3.1%	3.0%
						管理费用率	12.2%	9.3%	9.9%	9.6%	9.6%
						财务费用率	2.2%	3.3%	1.4%	1.5%	1.8%
						三费/营业收入	18.6%	15.3%	14.5%	14.2%	14.4%
						偿债能力					
						资产负债率	44.6%	45.4%	55.5%	54.3%	62.5%
						负债权益比	80.4%	83.1%	124.8%	118.6%	166.7%
						流动比率	1.60	1.65	1.47	2.08	1.91
						速动比率	1.48	1.51	1.31	1.92	1.72
						利息保障倍数	2.11	1.67	4.44	4.99	4.41
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	-	0.04	0.05	0.05
						分红比率	34.3%	0.0%	25.2%	19.9%	15.0%
						股息收益率	0.2%	0.0%	0.5%	0.6%	0.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	37.6	36.8	110.9	170.9	233.4	EPS(元)	0.06	0.06	0.15	0.23	0.32
加:折旧和摊销	122.1	136.1	139.0	139.0	139.0	BVPS(元)	2.70	2.75	2.86	3.23	3.58
资产减值准备	4.6	8.4	-	-	-	PE(X)	143.1	151.5	55.5	36.0	26.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.1	3.0	2.9	2.6	2.3
财务费用	53.2	55.5	27.9	40.2	65.5	P/FCF	37.5	42.2	19.7	10.2	7.8
投资损失	-4.0	-2.7	-3.7	-3.5	-3.3	P/S	4.7	4.4	3.2	2.3	1.7
少数股东损益	-5.4	-3.8	-17.3	-21.5	-29.4	EV/EBITDA	38.0	30.1	21.5	16.4	12.1
营运资金的变动	-24.5	-226.4	103.8	-333.3	-29.8	CAGR(%)	58.3%	77.0%	50.8%	58.3%	77.0%
经营活动产生现金流量	236.9	75.8	360.6	-8.2	375.3	PEG	2.5	2.0	1.1	0.6	0.3
投资活动产生现金流量	-61.0	-65.5	3.7	3.5	3.3	ROIC/WACC	0.3	0.4	0.6	1.1	1.4
融资活动产生现金流量	5.1	177.0	-97.4	692.4	411.3	REP	13.1	8.8	6.0	2.8	2.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

孙运峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034