

## 华微电子 (600360) : 行业景气回升和新品发力将促使业绩修复

行业分类: 电子元器件

2012.2.29

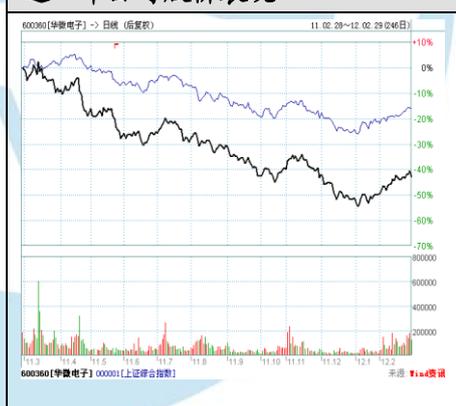
研究员: 李皓  
执业证书编号: S0640511060001  
电话: 0755-83689042  
Email/Msn: [clarkivlee@hotmail.com](mailto:clarkivlee@hotmail.com)  
联系人: 成燕  
电话: 0755-83689717  
Email: [chengyan308@163.com](mailto:chengyan308@163.com)

|        |      |
|--------|------|
| 12月目标价 | 6元   |
| 当前股价   | 4.73 |
| 投资评级   | 买入   |

### 基础数据

|            |         |
|------------|---------|
| 上证指数       | 2428.49 |
| 公司总市值(亿元)  | 32.07   |
| 公司流通市值(亿元) | 32.07   |
| 总股本(百万股)   | 678     |
| ROE (11A)  | 6.15%   |
| 市盈率 (TTM)  | 31      |
| 市净率        | 1.94    |

### 近一年公司股价表现



### 重要事件:

华微电子昨日发布 2011 年年度财务报告, 报告显示 2011 年全年实现营业收入 10.98 亿元, 同比减少约 4.34%, 实现归属母公司所有者净利润约 1.02 亿元, 同比增长约 23.34%, 对应每股收益为 0.15 元, 同比增长约 25%。

- **半导体行业景气低迷导致公司 4Q 亏损。** 公司全年净利润虽同比增长约 23%, 但由政府补贴构成的营业外收入是促使净利润增长的主要原因。从公司经营状态来看 4Q 出现了单季的亏损, 该情况亦同样出现于众多 A 股半导体相关企业, 因此可以认为是全球半导体产业整体低迷背景下较为符合预期的现象。众多企业的业绩触底表明半导体行业的景气低点或在 12 年 1Q 逐渐完结, 随着行业库存消化及下半年经济形势的明朗, 预计公司业绩将在 12 年 2Q 明显好转。
- **6 寸线已初步达到设计产能要求。** 经历了近 2 年多的运行, 公司 6 寸线已经于 4Q 前后逐渐达到月产 4 万片的设计产能。根据我们粗略测算, 月产 4 万片意味着全年可生产约 7.4 亿只各类 VDMOS 和约 2300 万只各类 IGBT 产品, 预计贡献销售收入约 7 亿元左右, 而公司研发的 FRD 类新产品也进一步改善了产品线结构, 这些均是形成新的收入增长点的重要因素。从年报中我们亦看到, 公司 VDMOS 的特征尺寸已经从前期规划的 0.8-0.5um 部分升级到了 0.45um, 新开发出的 TRENCH 平台将促使产品在先进性和经济性上又更进一步, 表征公司技术演进的脚步在继续, 这是半导体企业持续成长的根本动力所在。
- **管理模式变化使得公司更具活力。** 公司长期坚持走大客户战略, 在前期积累的光源类、机箱类、家电类客户中不断推进公司新产品的推广, 后续 VDMOS 和 IGBT 销售上量是大概率事件。我们认为公司在营销策略上采取整合营销、组合营销的思路, 以产品为导向, 通过区域负责人和产品负责人制度去扭转产品结构失衡的策略将有利于公司减少产销不适的风险, 是企业焕发新的活力的表现。从效果上看, 4Q 存货的下降和经营现金流的改善是公司新的管理体制产生效果的表现, 管理能力提升将为公司行业景气回升中添加新的成长动力。
- **十二五期间政策扶持为公司发展保驾护航。** 公司是亚洲最大的功率半导体厂商, 国家电子信息制造业十二五规划中已经明确指出“大力推进绝缘栅双极型晶体管 (IGBT)、金属氧化物半导体场效应管 (MOSFET)、快速恢复二极管 (FRD) 等高频场控电力电子芯片和模块的技术创新与产业化”, 与公司主力产品线完全吻合, 公司受到国家政策持续支持将是情理之中。年报显示, 尚有接近 3577 万各类补贴尚未计入损益, 未来持续的资金和政策支持将为公司保驾护航。
- **买入评级。** 预计公司 12-14 年 EPS 为 0.21、0.26、0.32 元, 对应 PE 为 22、18、15 倍。行业景气度回升和公司主力产品达产将对未来业绩形成新的支撑, 在建项目将使得公司进一步实现规模效益, 业绩弹性较大, 予以买入评级。

### 财务预测

| 主要财务指标    | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1098  | 1428  | 1784  | 2141  |
| 收入同比 (%)  | -4.3% | 30.0% | 25.0% | 20.0% |
| 归属母公司净利润  | 102   | 146   | 175   | 215   |
| 净利润同比 (%) | 23.3% | 43.2% | 20.2% | 23.0% |
| 每股收益 (元)  | 0.15  | 0.21  | 0.26  | 0.32  |
| 市盈率       | 32    | 22    | 18    | 15    |

资料来源: 中航证券金融研究所

## 附：财务预测表

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度            | 2011        | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
| <b>流动资产</b>    | 1567 | 1892  | 2385  | 2807  | <b>营业收入</b>     | 1098        | 1428         | 1784         | 2141         |
| 现金             | 878  | 981   | 1255  | 1461  | 营业成本            | 776         | 1014         | 1267         | 1520         |
| 应收账款           | 202  | 268   | 332   | 400   | 营业税金及附加         | 9           | 10           | 13           | 15           |
| 其他应收款          | 28   | 38    | 47    | 57    | 营业费用            | 36          | 43           | 54           | 64           |
| 预付账款           | 44   | 90    | 108   | 116   | 管理费用            | 147         | 157          | 196          | 236          |
| 存货             | 228  | 271   | 338   | 406   | 财务费用            | 60          | 54           | 61           | 64           |
| 其他流动资产         | 188  | 245   | 306   | 367   | 资产减值损失          | 9           | 10           | 10           | 10           |
| <b>非流动资产</b>   | 1680 | 1639  | 1566  | 1501  | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 52   | 52    | 52    | 52    | 投资净收益           | 6           | 5            | 6            | 6            |
| 固定资产           | 1287 | 1252  | 1200  | 1138  | <b>营业利润</b>     | 69          | 146          | 190          | 237          |
| 无形资产           | 191  | 201   | 211   | 222   | 营业外收入           | 54          | 30           | 20           | 20           |
| 其他非流动资产        | 150  | 133   | 103   | 90    | 营业外支出           | 3           | 5            | 4            | 4            |
| <b>资产总计</b>    | 3247 | 3531  | 3951  | 4308  | <b>利润总额</b>     | 120         | 171          | 206          | 253          |
| <b>流动负债</b>    | 1519 | 1651  | 1890  | 2024  | 所得税             | 17          | 24           | 29           | 35           |
| 短期借款           | 523  | 600   | 700   | 700   | <b>净利润</b>      | 103         | 147          | 177          | 218          |
| 应付账款           | 194  | 273   | 329   | 402   | 少数股东损益          | 1           | 2            | 2            | 3            |
| 其他流动负债         | 801  | 778   | 861   | 922   | <b>归属母公司净利润</b> | 102         | 146          | 175          | 215          |
| <b>非流动负债</b>   | 57   | 61    | 66    | 71    | EBITDA          | 256         | 324          | 381          | 437          |
| 长期借款           | 5    | 5     | 5     | 5     | EPS (元)         | 0.15        | 0.21         | 0.26         | 0.32         |
| 其他非流动负债        | 52   | 56    | 61    | 66    |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 1575 | 1712  | 1955  | 2095  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 17   | 18    | 21    | 23    | <b>会计年度</b>     | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |
| 股本             | 678  | 678   | 678   | 678   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 299  | 299   | 299   | 299   | 营业收入            | -4.3%       | 30.0%        | 25.0%        | 20.0%        |
| 留存收益           | 678  | 823   | 998   | 1214  | 营业利润            | -34.1%      | 112.5%       | 30.2%        | 25.0%        |
| 归属母公司股东权益      | 1655 | 1800  | 1975  | 2191  | 归属于母公司净利润       | 23.3%       | 43.2%        | 20.2%        | 23.0%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 3247 | 3531  | 3951  | 4308  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 29.3%       | 29.0%        | 29.0%        | 29.0%        |
|                |      |       |       |       | 净利率(%)          | 9.3%        | 10.2%        | 9.8%         | 10.1%        |
|                |      |       |       |       | ROE(%)          | 6.1%        | 8.1%         | 8.9%         | 9.8%         |
|                |      |       |       |       | ROIC(%)         | 7.6%        | 11.6%        | 14.5%        | 17.3%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率(%)        | 48.5%       | 48.5%        | 49.5%        | 48.6%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率(%)        | 43.03%      | 39.73%       | 39.73%       | 37.40%       |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 1.03        | 1.15         | 1.26         | 1.39         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 0.87        | 0.97         | 1.07         | 1.18         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.35        | 0.42         | 0.48         | 0.52         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 5           | 6            | 6            | 6            |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 3.66        | 4.34         | 4.21         | 4.16         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.15        | 0.21         | 0.26         | 0.32         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.60        | 0.33         | 0.46         | 0.50         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 2.44        | 2.66         | 2.91         | 3.23         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 31.52       | 22.02        | 18.33        | 14.90        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 1.94        | 1.78         | 1.62         | 1.46         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 11          | 9            | 8            | 7            |

| 现金流量表          |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| <b>经营活动现金流</b> | 409  | 227   | 309   | 336   |
| 净利润            | 103  | 147   | 177   | 218   |
| 折旧摊销           | 128  | 125   | 130   | 135   |
| 财务费用           | 60   | 54    | 61    | 64    |
| 投资损失           | -6   | -5    | -6    | -6    |
| 营运资金变动         | 75   | -89   | -77   | -87   |
| 其他经营现金流        | 51   | -5    | 24    | 11    |
| <b>投资活动现金流</b> | -194 | -72   | -71   | -72   |
| 资本支出           | 234  | 50    | 50    | 50    |
| 长期投资           | 31   | 0     | -0    | 0     |
| 其他投资现金流        | 72   | -22   | -21   | -21   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -103 | -52   | 36    | -58   |
| 短期借款           | -35  | 77    | 100   | 0     |
| 长期借款           | -152 | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 156  | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -105 | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 32   | -128  | -64   | -58   |
| <b>现金净增加额</b>  | 113  | 103   | 274   | 206   |

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

李皓，高级研究员，SAC 执业证书号 S0640511060001，工学学士、经济学硕士，2009 年 4 月加入中航证券金融研究所，从事 TMT 行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）  
联系电话：0755-83692635

公司网址：www.avicsec.com  
传真：0755-83688539

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。