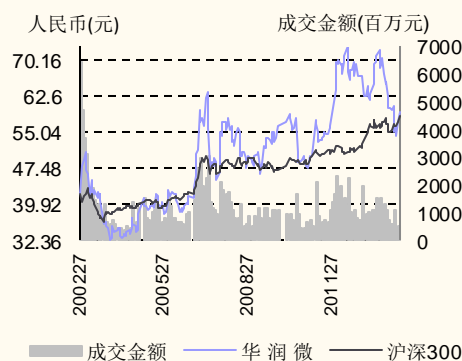


市场价格 (人民币): 59.21 元

低价收购少数股权增厚业绩

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	12.16
已上市流通 A 股(亿股)	2.49
总市值(亿元)	719.95
年内股价最高最低(元)	73.00/32.38
沪深 300 指数	5686
上证指数	3603



公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,271	5,743	6,795	8,224	9,431
营业收入增长率	6.73%	-8.42%	18.32%	21.04%	14.68%
归母净利润(百万元)	429	401	957	1,669	1,828
归母净利润增长率	511.02%	-6.68%	138.91%	74.27%	9.56%
摊薄每股收益(元)	0.489	0.456	0.787	1.371	1.502
每股经营性现金流净额	n.a	0.69	0.96	1.60	1.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.35%	7.39%	9.29%	14.70%	14.64%

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简评

公司公告全资子公司华微控股拟以 14.4 亿元收购重庆西永所持有的重庆华微的 47.3% 股权。

■ **低价收购控股子公司股权, 增厚公司业绩:** 重庆华微拥有一条约 60 万片/年的 8 英寸晶圆产线, 主要服务于公司自有产品的制造, 生产中低压沟槽栅 MOS、屏蔽栅 MOS、超结 MOS 等。根据公司公告, 重庆华微 2020 年三季度末净资产为 20.0 亿元, 此次收购对应 PB 约为 1.52 倍。考虑到产线投产于 2009 年, 大部分机器设备已经折旧完毕, 此次收购估值大幅低于行业可比水平。保守假设重庆华微 2020 年四季度利润与三季度持平、2021 利润与 2020 年持平、不考虑财务费用变动, 2020 年重庆华微净利润约为 2.7 亿元, 此次收购将增购公司净利润约 1.3 亿元。

■ **此次收购验证“体外投资, 后期收购”模式优势:** 晶圆制造行业重资产属性使得产线投产初期由于高额的设备折旧和缓慢的产能爬坡使得盈利不易。公司目前与重庆西永规划建设月产 3 万片的 12 寸中高端功率半导体制造产线。预计 12 寸产线与重庆华微 8 寸线采用类似模式, 可以大幅降低在产线投产初期公司的盈利压力, 助力公司完成“一体化”产品公司的转型。

投资建议

■ 由于收购股权增厚业绩, 我们上调公司 2021 年和 2022 年的盈利预测至 16.7 亿元 (上调 7.5%) 和 18.3 亿元 (上调 7.6%), 维持“买入”评级。

风险提示

■ 全球新冠疫情加剧的风险; 公司产品技术落后的风险; 科创板估值波动大的风险

相关报告

1. 《华润微年报预告点评-业绩符合预期, 调高 2021 年盈利预测》, 2021.1.19
2. 《华润微 2020 年三季度报点评-业绩如期高增长, 募投功率封测提升...》, 2020.10.20
3. 《华润微点评-8 寸晶圆代工景气, 上调盈利预测及目标价》, 2020.9.29
4. 《华润微 2020 年半年报点评-业绩高弹性显现, 半年报继续超预期》, 2020.7.29
5. 《华润微年报及一季报点评-一季报业绩超预期, 国产替代或将加速》, 2020.4.23

郑弼禹 分析师 SAC 执业编号: S1130520010001
zhengbiyu@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	5,876	6,271	5,743	6,795	8,224	9,431	货币资金	1,219	1,538	1,931	6,185	6,292	6,930
增长率		6.7%	-8.4%	18.3%	21.0%	14.7%	应收账款	2,392	2,292	1,504	2,024	2,450	2,809
主营业务成本	-4,840	-4,690	-4,431	-4,781	-5,405	-6,278	存货	900	1,181	1,055	1,037	1,246	1,447
%销售收入	82.4%	74.8%	77.2%	70.4%	65.7%	66.6%	其他流动资产	86	95	603	574	883	895
毛利	1,035	1,581	1,311	2,014	2,819	3,153	流动资产	4,598	5,106	5,092	9,821	10,871	12,082
%销售收入	17.6%	25.2%	22.8%	29.6%	34.3%	33.4%	%总资产	47.2%	51.1%	50.4%	66.1%	67.0%	68.2%
营业税金及附加	-79	-85	-66	-75	-90	-104	长期投资	3	3	84	84	84	84
%销售收入	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	4,623	4,249	4,305	4,596	4,861	5,100
销售费用	-120	-126	-112	-102	-115	-132	%总资产	47.4%	42.5%	42.6%	30.9%	30.0%	28.8%
%销售收入	2.0%	2.0%	2.0%	1.5%	1.4%	1.4%	无形资产	302	342	318	362	404	454
管理费用	-383	-374	-377	-340	-395	-434	非流动资产	5,149	4,886	5,003	5,042	5,349	5,638
%销售收入	6.5%	6.0%	6.6%	5.0%	4.8%	4.6%	%总资产	52.8%	48.9%	49.6%	33.9%	33.0%	31.8%
研发费用	-447	-450	-483	-496	-600	-688	资产总计	9,747	9,992	10,095	14,863	16,220	17,720
%销售收入	7.6%	7.2%	8.4%	7.3%	7.3%	7.3%	短期借款	251	2,451	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	7	546	273	1,001	1,618	1,795	应付款项	1,656	1,568	1,496	1,637	1,870	2,165
%销售收入	0.1%	8.7%	4.8%	14.7%	19.7%	19.0%	其他流动负债	503	635	483	331	407	464
财务费用	5	0	-31	10	55	62	流动负债	2,409	4,654	1,979	1,969	2,277	2,629
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.5%	-0.1%	-0.7%	-0.7%	长期贷款	0	0	1,506	1,506	1,506	1,506
资产减值损失	-145	-72	-37	-10	-2	-2	其他长期负债	2,867	318	220	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	5,276	4,972	3,704	3,475	3,783	4,136
投资收益	-34	11	0	10	10	10	普通股股东权益	3,832	4,148	5,423	10,311	11,349	12,487
%税前利润	n.a	1.8%	n.a	0.9%	0.5%	0.5%	其中：股本	830	830	830	1,170	1,170	1,170
营业利润	-46	586	478	1,160	1,831	2,015	未分配利润	-3,479	-3,049	-1,225	-630	409	1,547
营业利润率	n.a	9.3%	8.3%	17.1%	22.3%	21.4%	少数股东权益	638	872	968	1,078	1,088	1,098
营业外收支	-13	5	28	10	10	0	负债股东权益合计	9,747	9,992	10,095	14,863	16,220	17,720
税前利润	-59	591	506	1,170	1,841	2,015	比率分析						
利润率	n.a	9.4%	8.8%	17.2%	22.4%	21.4%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-44	-53	6	-103	-162	-177	每股指标						
所得税率	n.a	9.0%	-1.3%	8.8%	8.8%	8.8%	每股收益	n.a	n.a	0.456	0.787	1.371	1.502
净利润	-103	538	512	1,067	1,679	1,838	每股净资产	n.a	n.a	6.170	8.480	9.326	10.261
少数股东损益	-173	108	112	110	10	10	每股经营现金净流	n.a	n.a	0.691	0.959	1.599	1.842
归属于母公司的净利润	70	429	401	957	1,669	1,828	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.309	0.539	0.590
净利率	1.2%	6.8%	7.0%	14.1%	20.3%	19.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	1.83%	10.35%	7.39%	9.29%	14.70%	14.64%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	0.72%	4.30%	3.97%	6.44%	10.29%	10.32%
净利润	-103	538	512	1,067	1,679	1,838	投入资本收益率	16.83%	12.11%	9.69%	7.08%	10.58%	10.85%
少数股东损益	-173	108	112	110	10	10	增长率						
非现金支出	1,517	1,025	746	535	555	573	主营业务收入增长率	n.a	6.73%	-8.42%	18.32%	21.04%	14.68%
非经营收益	57	15	64	86	84	94	EBIT增长率	n.a	119.41%	-24.07%	32.37%	61.58%	10.95%
营运资金变动	196	-95	-715	-500	-337	-223	净利润增长率	n.a	511.02%	-6.68%	138.91%	74.27%	9.56%
经营活动现金净流	1,667	1,482	607	1,188	1,981	2,283	总资产增长率	n.a	2.52%	1.03%	47.23%	9.13%	9.25%
资本开支	-570	-533	-611	-568	-850	-860	资产管理能力						
投资	0	0	-82	0	-300	0	应收账款周转天数	41.1	37.7	45.0	40.0	40.0	40.0
其他	-35	-42	652	10	10	10	存货周转天数	59.6	81.0	92.1	80.0	85.0	85.0
投资活动现金净流	-605	-575	-41	-558	-1,140	-850	应付账款周转天数	56.8	58.8	60.3	64.0	64.0	64.0
股权募资	0	85	0	4,292	0	0	固定资产周转天数	262.6	226.9	242.5	188.4	140.8	108.8
债权募资	0	-253	1,480	-202	0	0	偿债能力						
其他	-296	-423	-1,641	-466	-734	-795	净负债/股东权益	-21.66%	18.19%	-14.58%	-45.54%	-42.56%	-43.66%
筹资活动现金净流	-296	-590	-161	3,624	-734	-795	EBIT利息保障倍数	-90.2	4,227.1	24.4	-104.0	-29.5	-28.7
现金净流量	766	317	405	4,255	106	638	资产负债率	54.13%	49.76%	36.69%	23.38%	23.32%	23.34%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	17	30	36	61
增持	0	3	5	7	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.15	1.14	1.16	1.05

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

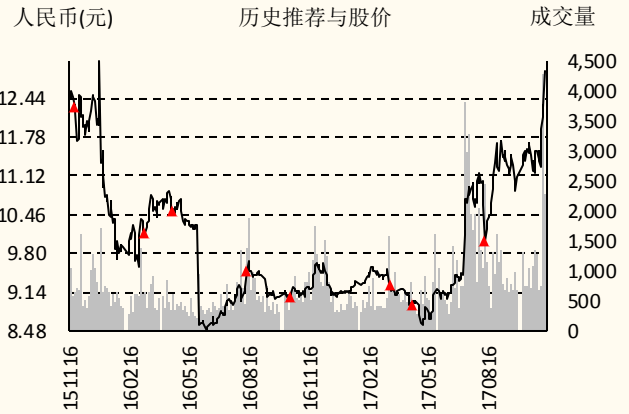
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-25	买入		52.30~52.30
2	2020-04-23	买入		52.30~52.30
3	2020-07-29	买入		52.30~52.30
4	2020-09-29	买入		62.00~62.00
5	2020-10-20	买入		N/A
6	2021-01-19	买入		N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402