

公司研究

功率龙头产能布局全面，不断拓展成长型产品线

——华润微（688396.SH）2021年3季报点评

买入（维持）

当前价：68.95元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

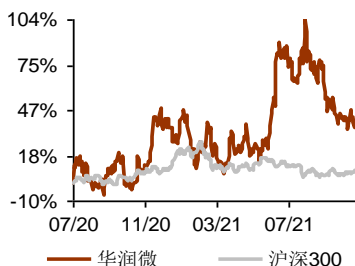
联系人：栾玉民

luanyumin@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.20
总市值(亿元)	910.20
一年最低/最高(元)	46.07/104.47
近3月换手率	62.38%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.14	-22.99	37.02
绝对	0.62	-22.23	42.95

资料来源：Wind

要点

事件：

10月26日，公司发布21年三季报。公司2021前三季度营业收入为69.28亿元，同比增长41.70%；实现归母净利润16.84亿元，同比增长145.20%；实现扣非归母净利润15.54亿元，同比增长158.60%。

点评：

业绩快速增长，产能利用率保持高位：公司2021Q3营业收入为24.73亿元，单季环比增长2.60%，单季同比增长35.44%；实现归母净利润6.16亿元，单季环比减少7.74%，单季同比增长117.26%；实现扣非归母净利润5.39亿元，单季环比减少16.44%，单季同比增长110.36%。公司前三季度和单三季度业绩均实现了快速增长，主要系市场景气度高，公司接受的订单比较饱满，整体产能利用率较高，公司各事业群营业收入均有所增加所致。

毛利率持续增长，加大研发投入：公司2021前三季度毛利率为35.42%，同比增长7.29pcts；净利率为24.18%，同比增长8.69pcts。公司2021Q3毛利率为37.86%，单季环比增长1.59pcts，单季同比增长8.35pcts；净利率为24.6%，单季环比减少2.78pcts，单季同比增长7.57pcts。公司毛利率持续增长，主要系公司订单饱满，产能利用率较高，净利率环比有所下降主要系公司管理费用和研发费用环比2季度有较大提升。公司21Q3管理费用率和研发费用率分别为6.35%和8.89%。

公司长期布局12英寸晶圆产线，进一步稳固国内功率半导体龙头地位。公司于21年年中与大基金二期和重庆西永分别出资9.5、16.5、24亿元，设立润西微电子，该项目投资约75.5亿元，建成后形成12寸3万片/月中高端功率半导体晶圆生产能力，并配套12寸外延和薄片工艺能力。该产线将采用90nm工艺，主要生产MOSFET、IGBT、电源管理芯片等功率半导体产品，为进入工业控制和汽车电子领域做准备。本次投资一方面顺应功率半导体高景气周期，积极扩产将有效缓解芯片紧缺，另一方面进一步增强了公司在功率半导体的产线和工艺能力，奠定了公司在国内功率半导体领域的龙头地位。

公司产能布局全面，产品品类不断拓展。公司在无锡拥有1条8英寸和3条6英寸晶圆产线，在重庆拥有1条8英寸晶圆产线（53%持股比例）和12英寸生产线（19%持股比例），根据公司2020年年报，6英寸产能约248万片/年，8英寸产能约144万片。重庆12寸产线达产后，将形成36万片/年产能，公司产能布局全面。目前行业供不应求，公司产线满载，毛利率提升，公司作为国内功率半导体龙头将充分受益。另外公司积极研发并推进中高端MOSFET等功率半导体的国产替代，持续推进IGBT、SiC/GaN第三代半导体的市场拓展，同时从消费电子领域逐渐开拓至工业控制和汽车电子领域，成长空间广阔。

化合物半导体进展顺利，新品研发不断。公司自主研发的第一代650V、1200V SiC JBS产品实现量产，并实现销售突破；平面型1200V SiC MOSFET产出工程样品，静态技术参数达到国外对标样品水平，正在进行可靠性优化。自主研发的第一代650V硅基氮化镓Cascode器件样品静态参数达到国外对标水平，正在进行外延材料质量、芯片面积及工艺的优化，以进一步提升器件可靠性和性价比；自主研发的第一代650V硅基氮化镓E-mode器件实现器件功能，工艺开发中。

盈利预测、估值与评级：公司的发展战略为“内生+外延”，“内生”战略为公司不断拓展新产品线，开拓新的市场与客户，扩大公司体量，公司的“内生”战略在 2021 年成效显著，公司业绩取得了大幅增长。公司自成立以来一以贯之“外延”战略，不断并购整合扩大业务范围，覆盖功率器件全产业链环节。长期来看，公司在“内生+外延”的双重发展轨道下有望复制英飞凌的崛起；短期来看，MOSFET 涨价及下游需求景气度高企，我们维持公司 2021-2023 年归母净利润分别为 23.33、26.52、29.79 亿元，当前股价对应 PE 分别为 39x、34x、31x，维持“买入”评级。

风险提示：半导体行业下游需求不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,742.78	6,977.26	9,674.90	11,359.26	13,024.09
营业收入增长率	-8.42%	21.50%	38.66%	17.41%	14.66%
净利润 (百万元)	400.76	963.66	2,333.01	2,652.61	2,978.86
净利润增长率	-6.68%	140.46%	142.10%	13.70%	12.30%
EPS (元)	0.48	0.85	1.77	2.01	2.26
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.39%	9.11%	18.18%	17.26%	16.36%
P/E	143	81	39	34	31
P/B	10.5	7.4	7.1	5.9	5.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-25；2019//2020/2021 年股本分别为 8.30/11.30/13.20 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,743	6,977	9,675	11,359	13,024
营业成本	4,431	5,061	6,546	7,796	9,128
折旧和摊销	693	714	845	903	958
税金及附加	66	69	68	80	91
销售费用	112	106	97	91	78
管理费用	377	370	290	318	339
财务费用	31	-120	-49	-81	-109
研发费用	483	566	580	659	729
投资收益	0	28	0	0	0
营业利润	478	1,072	2,422	2,748	3,081
利润总额	506	1,086	2,432	2,758	3,091
所得税	-6	26	49	55	62
净利润	512	1,060	2,383	2,703	3,029
少数股东损益	112	96	50	50	50
归属母公司净利润	401	964	2,333	2,653	2,979
EPS(元)	0.48	0.85	1.77	2.01	2.26

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	576	1,832	3,162	3,417	3,828
净利润	401	964	2,333	2,653	2,979
折旧摊销	693	714	845	903	958
净营运资金增加	-796	-211	557	441	381
其他	278	365	-574	-580	-490
投资活动产生现金流	-41	-1,267	-1,960	-1,525	-1,000
净资本支出	-611	-571	-2,000	-1,500	-1,000
长期投资变化	82	191	0	0	0
其他资产变化	488	-887	41	-25	0
融资活动现金流	-180	4,453	64	55	46
股本变化	0	300	190	0	0
债务净变化	-945	40	46	60	40
无息负债变化	-323	987	266	445	515
净现金流	374	4,952	1,266	1,947	2,874

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	22.8%	27.5%	32.3%	31.4%	29.9%
EBITDA 率	21.9%	24.0%	32.4%	31.4%	30.2%
EBIT 率	9.6%	13.5%	23.6%	23.5%	22.8%
税前净利润率	8.8%	15.6%	25.1%	24.3%	23.7%
归母净利润率	7.0%	13.8%	24.1%	23.4%	22.9%
ROA	5.1%	6.4%	12.4%	12.2%	11.8%
ROE (摊薄)	7.4%	9.1%	18.2%	17.3%	16.4%
经营性 ROIC	8.5%	13.7%	26.7%	27.8%	29.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	37%	29%	26%	25%	24%
流动比率	2.57	3.60	3.83	4.07	4.42
速动比率	2.04	3.18	3.42	3.64	3.98
归母权益/有息债务	3.60	6.84	8.06	9.30	10.76
有形资产/有息债务	6.48	10.46	11.80	13.25	14.97

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	10,095	16,532	19,144	22,233	25,682
货币资金	1,931	6,866	8,132	10,078	12,952
交易性金融资产	508	901	901	901	901
应收账款	815	966	967	1,136	1,302
应收票据	191	304	421	495	567
其他应收款 (合计)	13	12	71	84	96
存货	1,055	1,269	1,309	1,559	1,826
其他流动资产	529	544	544	544	544
流动资产合计	5,092	10,914	12,412	14,875	18,280
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	82	191	191	191	191
固定资产	3,816	4,367	4,728	5,081	5,179
在建工程	489	402	1,001	1,101	950
无形资产	275	274	269	263	258
商誉	17	18	18	18	18
其他非流动资产	282	255	255	255	255
非流动资产合计	5,003	5,618	6,732	7,358	7,402
总负债	3,704	4,732	5,044	5,549	6,105
短期借款	0	6	0	0	0
应付账款	749	1,053	1,362	1,622	1,899
应付票据	100	75	65	78	91
预收账款	112	0	0	0	0
其他流动负债	129	121	121	121	121
流动负债合计	1,979	3,034	3,243	3,656	4,139
长期借款	1,506	1,442	1,492	1,552	1,592
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	157	181	233	266	298
非流动负债合计	1,726	1,698	1,800	1,893	1,965
股东权益	6,391	11,801	14,100	16,684	19,578
股本	830	1,130	1,320	1,320	1,320
公积金	5,450	9,418	9,462	9,727	9,889
未分配利润	-1,225	-302	1,714	3,983	6,665
归属母公司权益	5,423	10,583	12,833	15,366	18,210
少数股东权益	968	1,218	1,268	1,318	1,368

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.0%	1.5%	1.0%	0.8%	0.6%
管理费用率	6.6%	5.3%	3.0%	2.8%	2.6%
财务费用率	0.5%	-1.7%	-0.5%	-0.7%	-0.8%
研发费用率	8.4%	8.1%	6.0%	5.8%	5.6%
所得税率	-1.3%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.03	0.07	0.09	0.10	0.11
每股经营现金流	0.69	1.62	2.40	2.59	2.90
每股净资产	6.54	9.36	9.72	11.64	13.79
每股销售收入	6.92	6.17	7.33	8.60	9.87

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	143	81	39	34	31
PB	10.5	7.4	7.1	5.9	5.0
EV/EBITDA	48	45	28	24	21
股息率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE