



中航证券金融研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：薄晓旭

证券执业证书号：S0640513070004

电话：010-59562515

邮箱：xiaoxu-bo@163.com

华润微（688396）2019 年年报点评： 短期业绩承压，长期将持续受益于国产替代红利

行业分类：电子

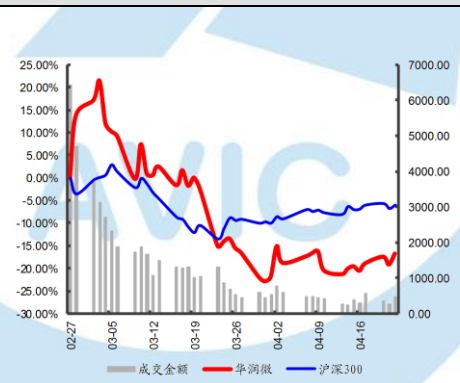
2020 年 4 月 23 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	-
当前股价（20.4.23）	36.95 元

基础数据

上证指数	2838.5
总股本（亿）	12.16
流通 A 股（亿）	2.37
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	87.62
每股净资产（2019，元）	6.54
ROE（2019）	8.37%
资产负债率（2019）	36.7%
动态市盈率	112
市净率	4.72

公司指数与沪深 300 走势对比



资料来源：wind

- 公司 4 月 23 日披露 2019 年年报及 2020 年一季报，2019 年公司实现营业收入 57.43 亿元（-8.42%），归母净利润 4.01 亿元（-6.68%），归属于上市公司股东的扣非净利润 2.06 亿元（-35.97%），基本每股收益 0.4559 元（-6.69%）。2020 年 Q1 公司实现营业收入 13.82 亿元（+16.53%），归母净利润 1.14 亿元（+631.73%），归属于上市公司股东的扣非净利润 0.9 亿元（上年同期-0.47 亿元），基本每股收益 0.0935 元。
- 受行业周期影响，2019 年营收小幅下滑，汇兑损失比上年同期增加 0.58 亿元。半导体行业具备强周期性，2018 年第四季度全球半导体行业进入下行周期，直至 2019 年三季度受 5G 等下游应用市场增长影响，行业的景气度有所回升。受此影响，公司 2019 年实现营业收入 57.43 亿元（-8.42%），毛利率 22.84%（-2.36pct）。其中，制造与服务板块实现营业收入 31.84 亿元（-10.87%），毛利率 17.76%（-0.81pct）：晶圆制造销售量 152.7 万片（-14.75%）、掩模制造销售量 4.29 万块（-19.98%）、封装服务销售量 39.96 亿颗（+9.25%）；产品与方案板块实现营业收入 25.16 亿元（-6.25%），毛利率 29.48%（-4.54pct），营收占比最大的功率半导体业务实现营业收入 22.69 亿元（-6.19%），毛利率 28.46%（-5.38pct）。分地区来看，公司境内、境外业务分别实现营业收入 46.81 亿元（-4.14%）、10.18 亿元（-25.82%），受汇率波动影响，2019 年共产生汇兑损益 0.2 亿元（上年同期为汇兑损益-0.38 亿元），较上年同期汇兑损益增加 0.58 亿元。
- Q1 经营受疫情影响不大，但全年业绩承压。Q1 公司经营受疫情影响不大，实现营业收入增长 13.82 亿元（+16.53%），毛利率 24.92%。但从全年来看，全球疫情蔓延导致全球经济陷入衰退风险，终端需求下降，需求端收缩向上游传导效应将在二季度之后逐渐显现出来，全年业绩承压。
- 研发费用持续提升，有助于巩固公司市场竞争力。2017 年至 2019 年，公司研发费用分别为 44,742.09 万元、44,976.1 万元和 48,261.57 万元，占各期营业收入的比例分别为 7.61%、7.17%和 8.4%。截至 2019 年底，公司境内专利申请 2,578 项，PCT 国际专利申请 399 项，境外专利申请 291 项；主要核心技术包括 SBD 设计及工艺技术、光电耦合和传感系列芯片设计和制造技术及 BCD 工艺技术等；在研项目包括 SiC、硅基 GaN 功率器件研发，8 英寸 MEMS 工艺、0.11 微米 BCD 技术平台开发等，公司研发投入加大有助于提升自主创新能力和研发水平，进一步巩固产品和技术的领先地位，提高公司市场竞争力。
- 长期来看，公司将继续受益于下游需求提升及进口替代红利。长期来看，

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传 真：010-59562637



全球半导体行业正经历向中国大陆转移的过程，在国家产业政策和活跃的社会资本的鼓励和推动下，国内企业通过自主研发不断提升研发实力，攻克新技术，推出新产品，抢占市场份额，实现进口替代。未来随着物联网、5G 通信、人工智能等新技术的不断成熟，消费电子、工业控制、汽车电子等半导体主要下游制造行业的产业升级进程加快。下游市场的革新升级带动半导体企业的规模增长，国内半导体行业将会出现发展的新契机。公司作为国内领先的拥有芯片设计、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化经营能力的半导体企业，通过自主研发，在 MOSFET 产品、IGBT 器件等业务领域均掌握了具有自主知识产权的核心技术，大部分核心技术为国内领先，未来有望持续受益于国产替代红利。

- **投资建议。**我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 53.41 亿元、65.27 亿元和 76.45 亿元，增速分别为-7%、22.22%、17.12%，归母净利润分别为 3.5 亿元、4.6 亿元和 5.08 亿元，增速分别为-12.73%、31.59%、10.39%，EPS 分别为 0.29 元、0.38 元和 0.42 元，对应 PE 为 128.46 倍、97.63 倍、88.44 倍，给予公司“持有”评级。
- **风险提示：**疫情影响超预期，半导体景气度低于预期。

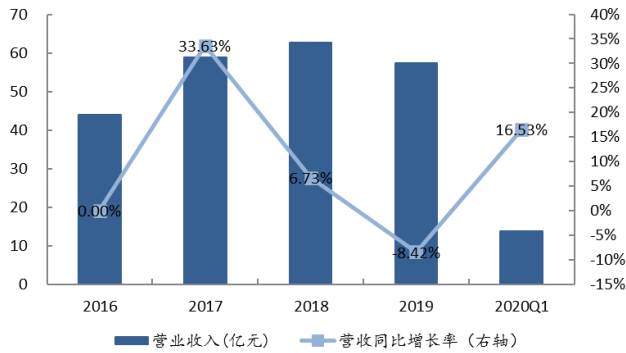
盈利预测

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5742.78	5340.76	6527.35	7644.56
增长率 (%)	-8.42%	-7.00%	22.22%	17.12%
归属母公司股东净利润	400.76	349.74	460.20	508.03
增长率 (%)	-6.68%	-12.73%	31.59%	10.39%
每股收益 EPS (元)	0.48	0.29	0.38	0.42

资料来源：Wind，中航证券金融研究所

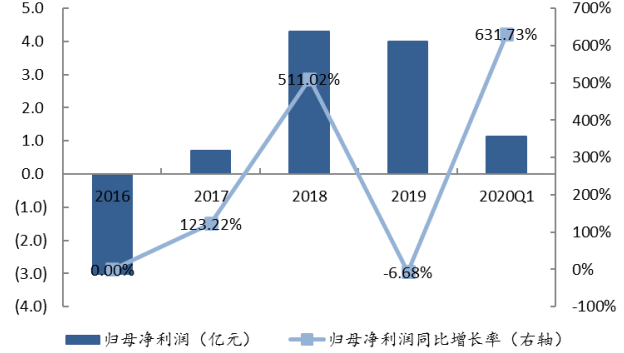


图表 1: 营业收入及同比增速



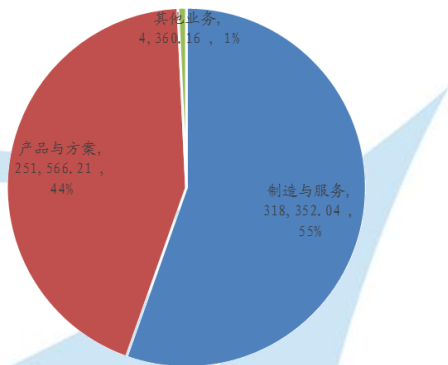
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 2: 归母净利润及同比增速



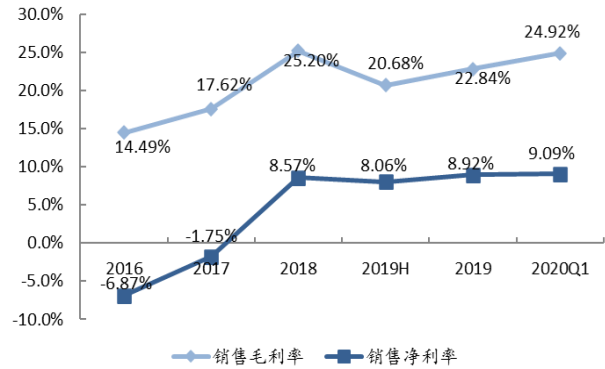
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 3: 2019 年营业收入构成 (万元)



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 4: 毛利率及净利率走势



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 5: 华润微营业收入拆分及预测

业务板块	项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
制造与服务	营收 (万元)	357190.81	318352.04	302434.44	362921.33	417359.52	
	增长率		1.48%	-10.87%	-5.00%	20.00%	15.00%
	毛利率		18.57%	17.76%	19.00%	20.00%	20.00%
产品与方案	营收 (万元)	268348.74	251566.21	226409.59	283011.99	339614.38	
	增长率		14.73%	-6.25%	-10.00%	25.00%	20.00%
	毛利率		34.02%	29.48%	32.00%	32.00%	31.00%
其他业务	营收 (万元)	1540.1	4360.16	5232.19	6801.85	7482.03	
	增长率		-8.19%	183.11%	20.00%	30.00%	10.00%
	毛利率		28.46%	10.04%	12.00%	15.00%	15.00%
合计	营收 (万元)	627079.65	574278.41	534076.22	652735.16	764455.94	
	增长率		6.73%	-8.42%	-7.00%	22.22%	17.12%
	毛利率		25.20%	22.84%	24.44%	25.15%	24.84%

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

公司财务报表预测

利润表	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5742.78	5340.76	6527.35	7644.56	净利润	512.43	444.02	585.65	646.00
营业成本	4431.29	4035.35	4885.67	5745.81	折旧与摊销	709.17	407.89	416.32	425.03
营业税金及附加	66.16	61.53	75.20	88.08	财务费用	30.99	37.12	46.78	46.18
销售费用	112.02	96.13	124.02	149.07	资产减值损失	-36.57	-40.00	15.00	15.00
管理费用	859.46	747.71	835.50	993.79	经营营运资本变动	654.97	92.82	-65.34	-80.37
财务费用	30.99	37.12	46.78	46.18	其他	-1294.72	114.18	-15.91	-10.98
资产减值损失	-36.57	-40.00	15.00	15.00	经营性现金流净额	576.26	1056.02	982.49	1040.86
投资收益	-0.03	15.00	10.00	9.00	资本支出	378.50	-300.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.04	0.04	0.04	0.04	其他	-419.22	9.98	2.48	1.48
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-40.71	-290.02	-197.52	-198.52
营业利润	477.76	417.95	555.22	615.67	短期借款	0.00	500.00	0.00	0.00
其他非经营损益	28.19	20.45	23.03	22.17	长期借款	1506.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	505.95	438.41	578.25	637.84	股权融资	-571.21	386.20	0.00	0.00
所得税	-6.47	-5.61	-7.40	-8.16	支付股利	-234.82	-219.13	-191.24	-251.64
净利润	512.43	444.02	585.65	646.00	其他	-879.73	-398.11	-38.48	-37.88
少数股东损益	111.67	94.28	125.44	137.97	筹资性现金流净额	-179.65	268.96	-229.72	-289.52
归属母公司股东净利润	400.76	349.74	460.20	508.03	现金流量净额	374.49	1034.96	555.25	552.82
资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1930.67	2965.63	3520.88	4073.70	成长能力				
应收和预付款项	1064.60	1281.30	1496.68	1723.67	销售收入增长率	-8.42%	-7.00%	22.22%	17.12%
存货	1054.76	960.52	1162.92	1367.65	营业利润增长率	-18.42%	-12.52%	32.84%	10.89%
其他流动资产	1042.46	554.05	564.39	574.12	净利润增长率	-4.68%	-13.35%	31.90%	10.31%
长期股权投资	81.71	82.71	83.71	84.71	EBITDA 增长率	-20.86%	-29.14%	18.00%	6.73%
投资性房地产	2.50	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4304.86	4130.95	3850.27	3562.55	毛利率	22.84%	24.44%	25.15%	24.84%
无形资产和开发支出	291.52	361.97	432.43	502.88	三费率	17.46%	16.50%	15.42%	15.55%
其他非流动资产	322.20	334.33	344.80	353.60	净利率	8.92%	8.31%	8.97%	8.45%
资产总计	10095.29	10671.47	11456.07	12242.88	ROE	8.02%	6.69%	8.33%	8.70%
短期借款	0.00	500.00	500.00	500.00	ROA	5.08%	4.16%	5.11%	5.28%
应付和预收款项	1307.94	1193.96	1447.13	1701.08	ROIC	8.23%	8.00%	10.90%	11.96%
长期借款	1506.11	1506.11	1506.11	1506.11	EBITDA/销售收入	21.21%	16.16%	15.60%	14.22%
其他负债	890.42	838.78	975.80	1114.30	营运能力				
负债合计	3704.47	4038.85	4429.05	4821.49	总资产周转率	0.57	0.51	0.59	0.65
股本	829.72	1215.93	1215.93	1215.93	固定资产周转率	1.49	1.46	1.94	2.51
资本公积	5449.61	5449.61	5449.61	5449.61	应收账款周转率	7.90	7.00	8.64	8.31
留存收益	-1225.49	-1094.88	-825.92	-569.52	存货周转率	3.96	4.00	4.60	4.54
归属母公司股东权益	5423.13	5570.65	5839.62	6096.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.16%	—	—	—
少数股东权益	967.69	1061.97	1187.41	1325.38	资本结构				
股东权益合计	6390.82	6632.62	7027.03	7421.39	资产负债率	36.69%	37.85%	38.66%	39.38%
负债和股东权益合计	10095.29	10671.47	11456.07	12242.88	带息债务/总负债	40.66%	49.67%	45.29%	41.61%
					流动比率	2.57	2.50	2.51	2.52
					速动比率	2.04	2.08	2.08	2.07
					股利支付率	58.59%	62.66%	41.56%	49.53%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	1217.92	862.96	1018.31	1086.88	每股收益	0.48	0.29	0.38	0.42
PE	76.50	128.46	97.63	88.44	每股净资产	7.70	5.45	5.78	6.10
PB	4.80	6.77	6.39	6.05	每股经营现金	0.695	0.868	0.808	0.856
PS	5.34	8.41	6.88	5.88	每股股利	0.283	0.180	0.157	0.207
EV/EBITDA	24.158	50.013	41.831	38.678					
股息率	0.008	0.005	0.004	0.006					

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。

薄晓旭, SAC 执业证书号: S0640513070004, 金融学硕士, 中航证券金融研究所军工、电子行业研究员。

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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对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参考之用, 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他人作出邀请。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。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、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依据的研究或分析。