

——华润微(688396.SH)跟踪报告之二

**买入（维持）**

当前价：72.2元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

[kailiu@ebscn.com](mailto:kailiu@ebscn.com)

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2020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延续，我们下调公司2020年归母净利润为9.44亿元，维持21-22年归母净利润为12.10、14.55亿元，当前股价对应PE分别为89x、70x、58x，维持‘买入’评级。

MOSFET 涨价趋势不再延续，下游需求不及预期

表 1：华润微盈利预测与估值简表

| 指标               | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)       | 6,270.80 | 5,742.78 | 6,780.70 | 7,959.63 | 9,448.71 |
| 营业收入增长率          | 6.73%    | -8.42%   | 18.07%   | 17.39%   | 18.71%   |
| 净利润 (百万元)        | 429.44   | 400.76   | 944.05   | 1,210.37 | 1,454.98 |
| 净利润增长率           | 511.02%  | -6.68%   | 135.57%  | 28.21%   | 20.21%   |
| EPS (元)          | 0.49     | 0.48     | 0.81     | 1.04     | 1.25     |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 10.35%   | 7.39%    | 9.55%    | 10.96%   | 11.70%   |
| P/E              | 148      | 149      | 89       | 70       | 58       |
| P/B              | 15.3     | 11.0     | 8.5      | 7.6      | 6.8      |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-10-19

表 2：华润微收入拆分 (单位：亿元)

|       | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 产品与方案 | 25.1  | 30.6  |       |       |

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元)      | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入           | 6,271 | 5,743 | 6,781 | 7,960 | 9,449 |
| 营业成本           | 4,690 | 4,431 | 4,713 | 5,532 | 6,567 |
| 折旧和摊销          | 940   | 693   | 700   | 775   | 850   |
| 税金及附加          | 85    | 66    | 54    | 56    | 66    |
| 销售费用           | 126   | 112   | 136   | 150   | 180   |
| 管理费用           | 374   | 377   | 441   | 478   | 567   |
| 财务费用           | 0     | 31    | 15    | -12   | -3    |
| 研发费用           | 450   | 483   | 570   | 637   | 717   |
| 投资收益           | 11    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润           | 586   | 478   | 1,023 | 1,295 | 1,545 |
| 利润总额           | 591   | 506   | 1,014 | 1,286 | 1,536 |
| 所得税            | 53    | -6    | 20    | 26    | 31    |
| 净利润            | 538   | 512   | 994   | 1,260 | 1,505 |
| 少数股东损益         | 108   | 112   | 50    | 50    | 50    |
| 归属母公司净利润       | 429   | 401   | 944   | 1,210 | 1,455 |
| EPS(按最新股本计, 元) | 0.49  | 0.48  | 0.81  | 1.04  | 1.25  |

| 现金流量表 (百万元) | 2018   | 2019 | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------------|--------|------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流     | 1,482  | 576  | 967    | 1,375  | 1,924  |
| 净利润         | 429    | 401  | 944    | 1,210  | 1,455  |
| 折旧摊销        | 940    | 693  | 700    | 775    | 850    |
| 净营运资金增加     | 263    | -848 | 1,021  | 998    | 872    |
| 其他          | -151   | 331  | -1,698 | -1,608 | -1,253 |
| 投资活动产生现金流   | -575   | -41  | -3,010 | -2,025 | -2,000 |
| 净资本支出       | -533   | -611 | -3,000 | -2,000 | -2,000 |
| 长期投资变化      | 0      | 82   | 0      | 0      | 0      |
| 其他资产变化      | -42    | 488  | -10    | -25    | 0      |
| 融资活动现金流     | -627   | -180 | 3,753  | 141    | 129    |
| 股本变化        | 0      | 0    | 337    | 0      | 0      |
| 债务净变化       | 2,200  | -945 | 150    | 60     | 40     |
| 无息负债变化      | -2,504 | -323 | 147    | 374    | 432    |
| 净现金流        | 317    | 374  | 1,710  | -510   | 54     |

| 资产负债表 (百万元) | 2018  | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产         | 9,992 | 10,095 | 14,900 | 16,545 | 18,459 |
| 货币资金        | 1,538 | 1,931  | 3,641  | 3,131  | 3,185  |
| 交易性金融资产     | 0     | 508    | 508    | 508    | 508    |
| 应收帐款        | 602   | 815    | 542    | 637    | 756    |
| 应收票据        | 507   | 191    | 339    | 796    | 945    |
| 其他应收款 (合计)  | 1,184 | 13     | 1,017  | 1,194  | 1,417  |
| 存货          | 1,181 | 1,055  | 943    | 1,106  | 1,313  |
| 其他流动资产      | 27    | 529    | 529    | 529    | 529    |
|             | 5,106 | 5,092  | 7,565  | 7,956  | 8,718  |
| 其他权益工具      | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期股权投资      | 0     | 82     | 82     | 82     | 82     |

## 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

本报告采用的估值方法及模型均有其局限性，估值结果受各种假设和参数影响，与实际结果可能存在差异。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果受各种假设和参数影响，与实际结果可能存在差异。

## 分析师声明

本报告署名分析师是在中国证券业协会注册取得证券投资咨询执业资格并持有中国证券业协会颁发的证券投资咨询执业证书，以勤勉的职业道德，秉承客观独立的立场，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会与，也不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 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，