

2019年04月28日

华微电子 (600360.SH)

技术创新+产品结构优化，下游应用持续突破

■事件：

公司发布 2018 年年报，实现营收 17.09 亿元，同比增长 4.55%，实现归属母公司股东的净利润 1.06 亿元，同比增加 11.76%。

■技术创新，研发力度加强。报告期内，公司不断加大研发力度，强化技术研发体系建设，形成以公司级和事业部级产品研发两级管理平台，突出重点研发项目。年报指出，公司已经建立了高端二极管、单双向可控硅、MOS 系列产品、第六代 IGBT 国内较齐全、具备竞争力的功率半导体器件产品体系。在下游应用领域，积极向新能源汽车、变频家电、光伏等新兴领域加速拓展，为公司的持续发展奠定坚实的基础。近期公告指出，公司配股募集资金进一步深耕 MOS、IGBT 芯片。公告指出 19 年公司在超结 MOSFET 产品领域，完成多层外延工艺超结 MOS 自主工艺平台建设，开发以 650V、800V 系列为主体的产品，并继续开拓 TV 领域和电源领域，增加公司产品市场份额。IGBT 方面，公司已经完成 360V、600V、650V、1200V、1350V 系列，正在开发超高压 IGBT 产品，推动白色家电、工业变频、光伏逆变等领域，并在新能源领域继续推广。

■功率半导体“进口替代”之突破口，行业新应用打造新市场。国产品牌加速替代，国内龙头企业充分受益，功率半导体是各领域内核心零部件实现自主可控关键因素。WSTS 数据，2018 年全球半导体产值为 4687.78 亿美金，分立器件产值为 241 亿美金，占比约 5%；WSTS 预计 2019 年分立器件产值接近 250 亿美金。功率半导体细分子行业优势：1) 制造和设计结合度高：逻辑芯片的设计公司只需要设计，制造采用代工模式，而功率半导体需要同时结合设计和制造，采用 IDM 模式，需要深入理解和积累；2) 研发投入较低：集成电路追求小线宽，研发成本太高了，而功率半导体不追求小线宽，所以研发投入较低；3) 市场多元化、新能源需求大。功率半导体产品迭代慢、市场多元化，降低了公司运营的风险。

■投资建议：买入-A 投资评级。我们预计公司 2019 年-2021 年净利润分别为 1.63 亿、2.11 亿、2.42 亿元，净利润增速分别为 53.5%、29.4%、14.7%，对应 EPS 分别为 0.17、0.22、0.25 元/股，鉴于公司在功率半导体行业内深耕积淀多年，积极卡位行业领先产品种类，给予 6 个月目标价 7.1 元，对应 19 年动态 PE 42X。

■风险提示：宏观经济下行，新应用领域产品扩展进度不及预期

| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 1,634.9 | 1,709.3 | 1,880.2 | 2,078.7 | 2,286.6 |
| 净利润 | 94.9 | 106.0 | 162.8 | 210.6 | 241.5 |

公司快报

证券研究报告

半导体

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价：**7.1 元**

股价 (2019-04-26) **5.95 元**

交易数据

| | |
|------------|-------------|
| 总市值 (百万元) | 5,737.41 |
| 流通市值 (百万元) | 5,682.66 |
| 总股本 (百万股) | 964.27 |
| 流通股本 (百万股) | 955.07 |
| 12 个月价格区间 | 4.86/8.09 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -8.85 | -1.97 | -18.24 |
| 绝对收益 | -6.74 | 16.65 | -18.1 |

孙远峰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020001
sunyf@essence.com.cn
010-83321079

王海维

报告联系人

wanghw2@essence.com.cn

相关报告

- 华微电子：技术创新+产品结构优化，中报业绩快速增长/孙远峰 2018-08-30
- 华微电子：业绩快速成长，公司竞争力持续提升/孙远峰 2018-05-01
- 华微电子：中高端产品持续扩展，业绩实现快速增长/孙远峰 2018-02-11

| | | | | | |
|----------|------|------|------|------|------|
| 每股收益(元) | 0.10 | 0.11 | 0.17 | 0.22 | 0.25 |
| 每股净资产(元) | 2.20 | 2.33 | 2.73 | 2.92 | 3.15 |

| 盈利和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 60.5 | 54.1 | 35.2 | 27.2 | 23.8 |
| 市净率(倍) | 2.7 | 2.6 | 2.2 | 2.0 | 1.9 |
| 净利润率 | 5.8% | 6.2% | 8.7% | 10.1% | 10.6% |
| 净资产收益率 | 4.5% | 4.7% | 6.2% | 7.5% | 7.9% |
| 股息收益率 | 0.3% | 0.0% | 0.5% | 0.4% | 0.4% |
| ROIC | 7.9% | 8.2% | 9.4% | 9.9% | 13.6% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 1,634.9 | 1,709.3 | 1,880.2 | 2,078.7 | 2,286.6 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 1,296.5 | 1,321.0 | 1,466.5 | 1,617.2 | 1,772.1 | 营业收入增长率 | 17.1% | 4.5% | 10.0% | 10.6% | 10.0% |
| 营业税费 | 22.2 | 22.2 | 30.1 | 31.2 | 33.5 | 营业利润增长率 | 238.7% | 12.7% | 47.5% | 34.8% | 14.3% |
| 销售费用 | 42.8 | 41.2 | 45.1 | 51.5 | 55.6 | 净利润增长率 | 133.5% | 11.8% | 53.5% | 29.4% | 14.7% |
| 管理费用 | 122.9 | 132.0 | 144.8 | 158.9 | 175.8 | EBITDA 增长率 | 30.9% | 15.5% | 1.4% | 8.4% | 8.4% |
| 财务费用 | 56.2 | 47.4 | 18.9 | -13.8 | -17.3 | EBIT 增长率 | 95.9% | 28.6% | -0.4% | 14.2% | 13.6% |
| 资产减值损失 | 6.3 | 6.8 | 7.2 | 6.8 | 6.9 | NOPLAT 增长率 | 121.1% | 1.1% | 15.7% | 14.2% | 13.6% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | -2.9% | 0.7% | 9.1% | -17.2% | 7.4% |
| 投资和汇兑收益 | 4.8 | 5.4 | 4.3 | 4.8 | 4.8 | 净资产增长率 | 4.7% | 6.1% | 17.0% | 7.1% | 7.7% |
| 营业利润 | 103.4 | 116.5 | 171.9 | 231.7 | 264.8 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 0.9 | 3.0 | 5.3 | 3.1 | 3.8 | 毛利率 | 20.7% | 22.7% | 22.0% | 22.2% | 22.5% |
| 利润总额 | 104.3 | 119.6 | 177.2 | 234.8 | 268.6 | 营业利润率 | 6.3% | 6.8% | 9.1% | 11.1% | 11.6% |
| 减:所得税 | 9.5 | 12.6 | 19.5 | 25.8 | 29.5 | 净利润率 | 5.8% | 6.2% | 8.7% | 10.1% | 10.6% |
| 净利润 | 94.9 | 106.0 | 162.8 | 210.6 | 241.5 | EBITDA/营业收入 | 16.9% | 18.6% | 17.2% | 16.8% | 16.6% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 9.1% | 11.2% | 10.1% | 10.5% | 10.8% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 固定资产周转天数 | 250 | 226 | 184 | 145 | 112 |
| 货币资金 | 1,575.7 | 1,762.9 | 950.7 | 1,472.6 | 1,568.7 | 流动营业资本周转天数 | 79 | 71 | 87 | 87 | 82 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 514 | 566 | 474 | 424 | 454 |
| 应收账款 | 451.8 | 475.8 | 537.4 | 582.8 | 652.3 | 应收账款周转天数 | 89 | 98 | 97 | 97 | 97 |
| 应收票据 | 316.0 | 341.4 | 379.3 | 417.5 | 460.0 | 存货周转天数 | 41 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 预付账款 | 24.8 | 44.4 | 33.0 | 52.3 | 41.0 | 总资产周转天数 | 855 | 891 | 764 | 663 | 650 |
| 存货 | 204.2 | 175.2 | 242.9 | 220.0 | 287.1 | 投资资本周转天数 | 399 | 377 | 360 | 311 | 265 |
| 其他流动资产 | 2.8 | 3.7 | 3.9 | 3.5 | 3.7 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 4.5% | 4.7% | 6.2% | 7.5% | 7.9% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 2.3% | 2.4% | 4.4% | 5.1% | 5.7% |
| 长期股权投资 | 10.2 | 15.6 | 15.6 | 15.6 | 15.6 | ROIC | 7.9% | 8.2% | 9.4% | 9.9% | 13.6% |
| 投资性房地产 | 24.0 | 23.0 | 23.0 | 23.0 | 23.0 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 1,119.5 | 1,025.9 | 899.5 | 773.1 | 646.7 | 销售费用率 | 2.6% | 2.4% | 2.4% | 2.5% | 2.4% |
| 在建工程 | 205.6 | 375.3 | 375.3 | 375.3 | 375.3 | 管理费用率 | 7.5% | 7.7% | 7.7% | 7.6% | 7.7% |
| 无形资产 | 127.4 | 121.4 | 115.5 | 109.7 | 103.9 | 财务费用率 | 3.4% | 2.8% | 1.0% | -0.7% | -0.8% |
| 其他非流动资产 | 17.2 | 20.5 | 16.5 | 17.4 | 17.6 | 三费/营业收入 | 13.6% | 12.9% | 11.1% | 9.5% | 9.4% |
| 资产总额 | 4,079.1 | 4,385.1 | 3,592.6 | 4,062.8 | 4,194.8 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 955.8 | 1,029.0 | - | - | - | 资产负债率 | 48.3% | 49.0% | 27.2% | 31.1% | 28.1% |
| 应付账款 | 334.8 | 414.8 | 401.5 | 469.3 | 512.8 | 负债权益比 | 93.6% | 96.1% | 37.4% | 45.1% | 39.1% |
| 应付票据 | 260.9 | 296.5 | 165.0 | 380.8 | 253.6 | 流动比率 | 1.63 | 1.58 | 3.64 | 3.13 | 3.79 |
| 其他流动负债 | 31.7 | 29.1 | 24.0 | 27.9 | 28.3 | 速动比率 | 1.50 | 1.49 | 3.23 | 2.88 | 3.43 |
| 长期借款 | 1.6 | 1.1 | - | - | - | 利息保障倍数 | 2.65 | 4.04 | 10.09 | -15.84 | -14.33 |
| 其他非流动负债 | 386.9 | 378.8 | 387.3 | 384.3 | 383.5 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 1,971.7 | 2,149.3 | 977.8 | 1,262.4 | 1,178.2 | DPS(元) | 0.02 | - | 0.03 | 0.02 | 0.02 |
| 少数股东权益 | -13.7 | -12.7 | -17.7 | -19.4 | -21.8 | 分红比率 | 15.8% | 0.0% | 17.4% | 11.1% | 9.5% |
| 股本 | 751.6 | 751.6 | 964.3 | 964.3 | 964.3 | 股息收益率 | 0.3% | 0.0% | 0.5% | 0.4% | 0.4% |
| 留存收益 | 1,406.6 | 1,533.8 | 1,668.2 | 1,855.5 | 2,074.1 | | | | | | |
| 股东权益 | 2,107.4 | 2,235.8 | 2,614.8 | 2,800.4 | 3,016.6 | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
|-------------------|-------|--------|--------|-------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 94.8 | 107.0 | 162.8 | 210.6 | 241.5 | EPS(元) | 0.10 | 0.11 | 0.17 | 0.22 | 0.25 |
| 加:折旧和摊销 | 127.6 | 127.6 | 132.3 | 132.3 | 132.3 | BVPS(元) | 2.20 | 2.33 | 2.73 | 2.92 | 3.15 |
| 资产减值准备 | 6.3 | 6.8 | - | - | - | PE(X) | 60.5 | 54.1 | 35.2 | 27.2 | 23.8 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 2.7 | 2.6 | 2.2 | 2.0 | 1.9 |
| 财务费用 | 63.8 | 66.8 | 18.9 | -13.8 | -17.3 | P/FCF | 24.3 | 34.3 | -5.6 | 10.5 | 47.2 |
| 投资损失 | -4.8 | -5.4 | -4.3 | -4.8 | -4.8 | P/S | 3.5 | 3.4 | 3.1 | 2.8 | 2.5 |
| 少数股东损益 | -0.1 | 1.0 | -5.0 | -1.6 | -2.4 | EV/EBITDA | 20.5 | 10.7 | 15.7 | 13.0 | 11.7 |
| 营运资金的变动 | -50.2 | 39.3 | -292.6 | 203.8 | -252.4 | CAGR(%) | 30.2% | 30.7% | 62.5% | 30.2% | 30.7% |
| 经营活动产生现金流量 | 101.7 | 423.4 | 12.0 | 526.4 | 96.8 | PEG | 2.0 | 1.8 | 0.6 | 0.9 | 0.8 |
| 投资活动产生现金流量 | -52.4 | -187.0 | 4.3 | 4.8 | 4.8 | ROIC/WACC | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.3 |
| 融资活动产生现金流量 | 66.4 | -24.9 | -828.6 | -9.3 | -5.6 | REP | 4.1 | 2.4 | 2.8 | 2.9 | 1.9 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

孙远峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|---------------|-----------------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 021-35082963 | menghl@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 苏梦 | | sumeng@essence.com.cn |
| | 孙红 | 18221132911 | sunhong1@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 姜东亚 | 010-83321351 | jiangdy@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 姜雪 | 010-59113596 | jiangxue1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 王帅 | 010-83321351 | wangshuai1@essence.com.cn |
| | 夏坤 | 15210845461 | xiakun@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82528441 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-23991945 | fanhq@essence.com.cn |
| | 杨晔 | 0755-23919631 | yangye@essence.com.cn |
| | 巢莫雯 | 0755-23947871 | chaomw@essence.com.cn |
| | 王红彦 | 0755-82714067 | wanghy8@essence.com.cn |
| 黎欢 | 0755-23984253 | lihuan@essence.com.cn | |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034