

上调三季度指引

事件：三季度营收环比增长指引由原先的 1%至 3%上调为 14%至 16%，由于产品组合的变化和其他业务收入的增长；毛利率指引由原先的 19%至 21%上调为 23%至 25%。

核心观点

- **受益于 8 寸晶圆厂产能紧缺**：中芯在年中拥有 23.4 万片 8 寸月产能，位居国内晶圆厂最大，在全球代工厂中规模仅次于台积电和联电，与世界先进相似。中芯 8 寸厂的制程为 0.35um 至 90nm，产品包括 PMIC、CIS、智能卡、flash 控制器等。PMIC、低像素 CIS、显示屏驱动、功率半导体等产品的旺盛需求拉动 8 寸晶圆厂的产能紧俏，联电、世界先进等厂商开工率保持在接近甚至超过 100%的较高水平，8 寸晶圆迎来涨价趋势。媒体报道，近期陆续有晶圆代工厂告知 2020 年 4 季度与 2021 年 1 季度将调涨价格，部分客户交期由原本约 2.5-3 个月延长为 3-4 个月，甚至半年以上。根据电子发烧友网报道，国内已有两家厂商发布涨价通知，10 月开始部分功率半导体 MOS 管涨幅将达 20%。
- **先进制程持续突破，客观看待美国限制影响**：10 月 11 日芯动科技官宣在中芯完成 FinFET N+1 先进工艺的芯片流片和测试。N+1 与中芯现有的 14nm 工艺相比，性能提升 20%，功耗降低 57%，逻辑面积缩小 63%，SoC 面积减少 55%。美国对中芯的供货限制源于 6 月底开始实施的 CIV（民用最终用户）许可例外取消，其影响低于被列入实体清单，更是低于美国对华为的制裁。中芯多次申明只为民用和商用的终端用户提供产品及服务，和中国军方毫无关系，也没有为任何军用终端用户生产。全球光刻机龙头 ASML 表示，ASML 可从荷兰向中国出口 DUV 光刻机（深紫外，EUV 为极紫外），无需美国许可。

财务预测与投资建议

- 我们上调 2020-22 年归母净利润至 23.47、26.85、29.93 亿元（原预测为 20.74、22.38、25.05 亿元），中芯在 8 月 6 日发布三季度展望后股价已下跌 32%，悲观预期在股价中已体现。我们根据 DCF 绝对估值法上调目标价至 65.78 元，维持增持评级。

风险提示

产能爬坡不及预期风险；研发不及预期风险；客户导入不及预期风险；生产设备难以购买的风险；优惠税率持续性不确定性风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,017	22,018	27,596	32,706	39,910
同比增长(%)	7.6%	-4.3%	25.3%	18.5%	22.0%
营业利润(百万元)	455	1,432	2,195	2,713	3,503
同比增长(%)	-50.1%	214.7%	53.3%	23.6%	29.1%
归属母公司净利润(百万元)	747	1,794	2,347	2,685	2,993
同比增长(%)	-40.0%	140.0%	30.8%	14.4%	11.5%
每股收益(元)	0.10	0.23	0.30	0.35	0.39
毛利率(%)	23.0%	20.8%	23.2%	22.3%	23.2%
净利率(%)	3.2%	8.1%	8.5%	8.2%	7.5%
净资产收益率(%)	2.0%	4.2%	3.1%	2.4%	2.7%
市盈率	553.2	230.5	176.2	154.0	138.1
市净率	10.0	9.5	3.8	3.7	3.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

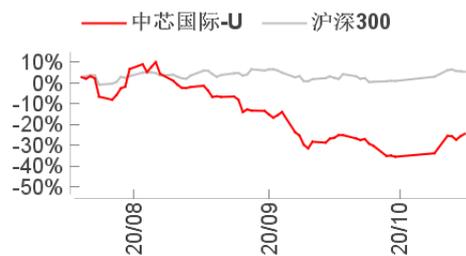


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月16日)	58.21 元
目标价格	65.78 元
52 周最高价/最低价	84.82/49.65 元
总股本/流通 A 股(万股)	769,846/104,023
A 股市值(百万元)	448,128
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2020 年 10 月 17 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	14.27	2.66	-29.80	--
相对表现	11.91	-0.22	-35.90	--
沪深 300	2.36	2.88	6.10	22.15



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑

021-63325888*8514

kuaijian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050005

香港证监会牌照：BPT856

证券分析师

马天翼

021-63325888*6115

matianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518090001

联系人

唐权喜

021-63325888*6086

tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人

李庭旭

litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

国产化步伐加速迈进，先进制程有望持续取 2020-09-28

得突破：

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

绝对估值的主要参数如下：

图 1：绝对估值法主要参数依据

指标	关键假设	依据
无风险利率	2.93%	基于十年期国债收益率
行业 beta	1.06	基于 IDM 代工行业较沪深 300 指 beta
债务成本	5.6%	
WACC	8.48%	
永续增长率	3%	
资本债务率	5.4%	

数据来源：东方证券研究所

图 2：绝对估值法目标价敏感性分析表

		永续增长率				
		2%	2.50%	3%	3.50%	4%
WACC	7.48%	85.4	89.8	95.3	102.1	110.9
	7.98%	71.7	74.9	78.8	83.6	89.6
	8.48%	60.5	62.9	65.8	69.1	73.3
	8.98%	51.1	52.9	55.0	57.5	60.5
	9.48%	43.3	44.7	46.3	48.1	50.3

数据来源：东方证券研究所测算

由于晶圆代工涨价，我们上调 2020-22 年归母净利润至 23.47、26.85、29.93 亿元（原预测为 20.74、22.38、25.05 亿元），中芯在 8 月 6 日发布三季度展望后股价已下跌 32%，悲观预期在股价中已体现。我们根据 DCF 绝对估值法上调目标价至 65.78 元，维持增持评级。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	30,112	37,268	60,014	41,945	41,573	营业收入	23,017	22,018	27,596	32,706	39,910
应收票据、账款及款项融资	3,033	3,386	3,993	4,733	5,775	营业成本	17,718	17,431	21,191	25,411	30,657
预付账款	218	239	301	357	435	营业税金及附加	92	116	138	157	184
存货	4,444	4,390	5,298	6,353	7,664	营业费用	190	182	215	238	271
其他	3,433	2,693	2,611	2,611	2,611	管理费用及研发费用	5,630	6,262	7,181	7,758	8,828
流动资产合计	41,239	47,977	72,217	55,998	58,058	财务费用	(97)	(561)	(1,088)	(1,222)	(882)
长期股权投资	7,763	8,223	8,223	8,223	8,223	资产、信用减值损失	103	264	156	264	206
固定资产	31,195	36,866	55,883	72,563	81,072	公允价值变动收益	25	195	50	50	50
在建工程	15,992	17,060	39,355	41,727	34,872	投资净收益	(270)	847	50	50	50
无形资产	1,772	1,864	1,565	1,252	939	其他	1,321	2,067	2,292	2,512	2,755
其他	882	2,828	1,666	1,666	1,666	营业利润	455	1,432	2,195	2,713	3,503
非流动资产合计	57,605	66,840	106,692	125,430	126,773	营业外收入	9	3	10	10	10
资产总计	98,845	114,817	178,909	181,428	184,831	营业外支出	8	8	5	5	5
短期借款	1,320	698	200	200	200	利润总额	456	1,427	2,200	2,718	3,508
应付票据及应付账款	2,185	2,176	2,645	3,171	3,826	所得税	96	158	220	245	281
其他	13,776	17,200	16,692	16,211	15,732	净利润	360	1,269	1,980	2,473	3,228
流动负债合计	17,281	20,074	19,537	19,583	19,758	少数股东损益	(387)	(525)	(366)	(211)	234
长期借款	12,397	13,988	13,988	13,988	13,988	归属于母公司净利润	747	1,794	2,347	2,685	2,993
应付债券	2,873	1,495	1,495	1,495	1,495	每股收益(元)	0.10	0.23	0.30	0.35	0.39
其他	5,191	8,002	8,002	8,002	8,002						
非流动负债合计	20,461	23,485	23,485	23,485	23,485	主要财务比率					
负债合计	37,742	43,558	43,021	43,067	43,242		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	19,945	27,686	27,319	27,108	27,342	成长能力					
股本	144	145	7,698	7,698	7,698	营业收入	7.6%	-4.3%	25.3%	18.5%	22.0%
资本公积	34,410	34,692	89,787	89,787	89,787	营业利润	-50.1%	214.7%	53.3%	23.6%	29.1%
留存收益	2,098	3,784	6,130	8,815	11,808	归属于母公司净利润	-40.0%	140.0%	30.8%	14.4%	11.5%
其他	4,506	4,952	4,952	4,952	4,952	获利能力					
股东权益合计	61,103	71,259	135,887	138,361	141,588	毛利率	23.0%	20.8%	23.2%	22.3%	23.2%
负债和股东权益总计	98,845	114,817	178,909	181,428	184,831	净利率	3.2%	8.1%	8.5%	8.2%	7.5%
						ROE	2.0%	4.2%	3.1%	2.4%	2.7%
						ROIC	0.4%	0.9%	0.8%	0.8%	1.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	38.2%	37.9%	24.0%	23.7%	23.4%
净利润	360	1,269	1,980	2,473	3,228	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	8,353	7,700	7,543	11,421	15,084	流动比率	2.39	2.39	3.70	2.86	2.94
财务费用	(97)	(561)	(1,086)	(1,217)	(873)	速动比率	2.09	2.12	3.38	2.48	2.49
投资损失	270	(847)	(50)	(50)	(50)	营运能力					
营运资金变动	(1,334)	1,440	(1,011)	(1,407)	(1,925)	应收账款周转率	8.2	7.0	7.7	7.7	7.8
其它	(2,343)	(860)	1,268	214	156	存货周转率	3.6	3.3	3.7	3.7	3.8
经营活动现金流	5,210	8,140	8,644	11,434	15,619	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出	(12,064)	(14,272)	(48,741)	(30,320)	(16,465)	每股指标(元)					
长期投资	(2,383)	(460)	0	0	0	每股收益	0.10	0.23	0.30	0.35	0.39
其他	(6,148)	1,179	100	100	100	每股经营现金流	36.07	56.18	1.12	1.49	2.03
投资活动现金流	(20,595)	(13,553)	(48,641)	(30,220)	(16,365)	每股净资产	5.35	5.66	14.10	14.45	14.84
债权融资	2,797	915	(494)	(500)	(500)	估值比率					
股权融资	1,057	283	62,648	0	0	市盈率	553.2	230.5	176.2	154.0	138.1
其他	12,336	7,088	588	1,217	873	市净率	10.0	9.5	3.8	3.7	3.6
筹资活动现金流	16,189	8,287	62,743	717	373	EV/EBITDA	3.5	3.5	3.5	2.3	1.7
汇率变动影响	(487)	426	-0	-0	-0	EV/EBIT	84.4	34.7	27.3	20.2	11.5
现金净增加额	317	3,299	22,746	(18,069)	(372)						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

