

# 中芯国际-U (688981)

公司研究/点评报告

## 需求旺盛带动业绩增长，扩产成熟制程空间广阔

点评报告/电子

2021年02月05日

### 一、事件概述

2月4日，公司预告20Q4实现营收66.71亿元，归母净利12.52亿元。

### 二、分析与判断

#### ➤ 需求旺盛、产能紧张带动全年业绩增长

1) 营收：20Q4公司实现营收66.71亿元，同增10.3%，环减12.7%，2020全年累计实现营收274.71亿元，同增24.8%，主要受益于晶圆代工产能紧张，成熟制程需求旺盛，带动全年晶圆销量增加及平均售价上升。

2) 毛利率：20Q4实现毛利率21.5%，高于此前预告的19-21%上限，同比提升0.2pct，环比降低4.8pct。

3) 业绩：20Q4实现归母净利12.52亿元，同增93.5%，环减26.1%，20Q4扣非归母净利0.4亿元，同比减少82%，主要因第四季度计提的存货跌价损失增加所致。2020全年累计实现归母净利43.32亿元，同增141.51%。

4) 业绩指引：公司预计21Q1收入环比增长7%-9%，2021年上半年收入目标约为21亿美元，同比增长约14%，2021全年收入目标为中到高个位数增长。

5) 产能利用率：20Q4产能利用率为95.5%，较20Q3降低2.3pct，但仍处于较高水平。

#### ➤ 成熟工艺资本开支高投入，8和12英寸产线均有扩产

20Q4资本开支为13.33亿美元，2020全年资本开支为57亿美元，主要用于拥有实控权的上海300mm晶圆厂、控股的北京300mm晶圆厂以及天津200mm晶圆厂的产能扩充。公司预计2021年资本开支为43亿美元，其中大部分用于成熟工艺的扩产，小部分用于先进工艺，北京新合资项目土建及其它。产能建设方面，规划2021年成熟12英寸产线扩产1万片，成熟8英寸产线扩产不少于4.5万片，并考虑加强第一代、第二代FinFET多元平台开发和布建，拓展平台的可靠性及竞争力。

#### ➤ 成熟工艺平台产能紧缺，未来增长空间巨大

20Q4公司营收结构中，28nm及以下先进制程占比为5%，28nm以上成熟制程占比为95%，其中55/65nm和0.15/0.18um制程营收占比最多，分别为34%和32.5%。而据IHS Markit预测，全球晶圆代工市场规模将从2020年的585亿美元增至2025年的861亿美元，其中28nm以上成熟制程占比为48%，市场规模达414亿美元，是中芯国际成熟制程2020年营收的约12倍。随着新能源/视频监控/消费电子等领域的持续发展，带动功率半导体/图像处理/射频等成熟工艺芯片需求激增，斯达半导/韦尔股份/兆易创新/卓胜微等绝大多数芯片设计公司的晶圆代工都在成熟工艺平台，造成产能紧张、缺口巨大，呈现出需求强劲-产能满产-订单饱满-库存低位的格局，我们认为该景气趋势未来仍将持续，给中芯国际的成熟工艺平台发展带来广阔空间。

#### ➤ 大陆最大晶圆代工厂商，充分受益国产替代成长红利

当前国产晶圆制造面临产能不足和先进制程落后两大困境。2019年我国集成电路贸易逆差达2040亿美元，缺口巨大；晶圆制造56%份额被台积电占据，中芯国际、华虹集团和武汉新芯合计占比仅28%，国产替代亟待发展。而中芯国际作为大陆地区规模最大、制程最先进的晶圆代工厂商，可为客户提供多节点多平台晶圆代工服务，市占率全球第四，大陆第一，是大陆具备完整成熟逻辑工艺制程、最先突破且唯一具备14nm生产能力的专业晶圆代工厂商，未来有望充分受益于行业空间增长，国产替代加速的成长红利。

**推荐**

维持评级

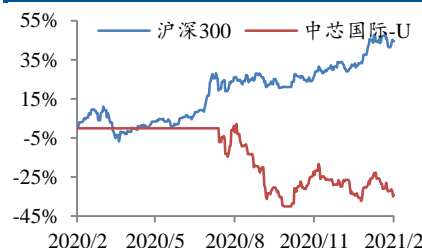
当前价格：54.67元

交易数据

2021-2-4

近12个月最高/最低(元)	84.82/49.65
总股本(百万股)	7,896
流通股本(百万股)	1,096
流通股比例(%)	13.88
总市值(亿元)	4,317
流通市值(亿元)	599

#### 该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：王芳

执业证号：S0100519090004

电话：021-60876730

邮箱：wangfang@mszq.com

#### 研究助理：王浩然

执业证号：S0100120070002

电话：021-60876715

邮箱：wanghaoran@mszq.com

#### 相关研究

1. 中芯国际-U(688981):短期先进工艺受到疫情影响，长期成熟工艺潜力巨大
2. 中芯国际-U(688981):20Q3业绩超预期，国产需求强劲

### 三、投资建议

根据公司 2020 年第四季度的业绩快报情况，我们调整盈利预测，预计 2020/2021/2022 年公司归母净利为 43.3/45.4/52.9 亿元，对应 PE 为 100/95/82 倍。当前申万半导体指数 PE 为 92 倍，考虑到晶圆代工产业的高景气，以及公司在国内的龙头地位，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

中美贸易摩擦风险、研发进展不及预期风险、新冠疫情影响风险。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	22,018	27,471	30,081	34,743
增长率 (%)	-4.3	24.8	9.5	15.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,794	4,332	4,544	5,289
增长率 (%)	140.0	141.5	4.9	16.4
每股收益 (元)	0.34	0.55	0.58	0.67
PE (现价)	160.8	99.7	95.0	81.6
PB	5.7	3.8	3.6	3.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	22,018	27,471	30,081	34,743
营业成本	17,431	20,328	24,666	27,100
营业税金及附加	116	110	120	139
销售费用	182	159	150	202
管理费用	1,518	1,703	1,504	1,737
研发费用	4,744	4,560	4,512	5,211
EBIT	(1,973)	610	(872)	354
财务费用	(561)	(386)	(451)	(268)
资产减值损失	(253)	(250)	(230)	(210)
投资收益	847	400	800	600
营业利润	1,432	3,857	3,509	3,933
营业外收支	(5)	0	0	0
利润总额	1,427	3,857	3,509	3,933
所得税	158	413	368	413
净利润	1,269	3,444	3,140	3,520
归属于母公司净利润	1,794	4,332	4,544	5,289
EBITDA	5,135	8,795	9,188	12,185
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	37268	93847	73045	77929
应收账款及票据	3386	4121	4512	5211
预付款项	239	285	345	379
存货	5346	6459	8201	6899
其他流动资产	1839	1839	1839	1839
流动资产合计	47977	107509	87262	93165
长期股权投资	8223	8623	9423	10023
固定资产	36866	41866	55866	59866
无形资产	1864	1632	1484	1307
非流动资产合计	65674	69360	87494	84631
资产合计	113651	176868	174756	177796
短期借款	698	6313	812	0
应付账款及票据	2176	2439	2713	2710
其他流动负债	2028	2028	2028	2028
流动负债合计	20074	20750	15653	14910
长期借款	13988	13988	13988	13988
其他长期负债	8200	8200	8200	8200
非流动负债合计	22318	22318	22318	22318
负债合计	42392	43068	37971	37229
股本	5057	7896	7896	7896
少数股东权益	27686	26799	25395	23625
股东权益合计	76171	141471	144611	148131
负债和股东权益合计	113651	176868	174756	177796

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-4.3	24.8	9.5	15.5
EBIT 增长率	-221.7	-130.9	-243.0	-140.6
净利润增长率	140.0	141.5	4.9	16.4
<b>盈利能力</b>				
毛利率	20.8	26.0	18.0	22.0
净利润率	8.1	15.8	15.1	15.2
总资产收益率 ROA	1.5	2.3	2.5	2.9
净资产收益率 ROE	3.7	3.8	3.8	4.2
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.4	5.2	5.6	6.2
速动比率	2.2	4.9	5.1	5.9
现金比率	1.9	4.5	4.7	5.2
资产负债率	0.4	0.2	0.2	0.2
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	51.1	45.0	40.0	35.0
存货周转天数	101.1	95.0	90.0	85.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.3	0.5	0.6	0.7
每股净资产	9.6	14.5	15.1	15.8
每股经营现金流	51.4	0.4	1.5	1.7
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	160.8	99.7	95.0	81.6
PB	5.7	3.8	3.6	3.5
EV/EBITDA	39.8	25.6	26.1	20.2
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	1,269	3,444	3,140	3,520
折旧和摊销	7,350	7,935	9,831	11,621
营运资金变动	1,770	(8,049)	(323)	(754)
经营活动现金流	7,443	2,931	11,848	13,786
资本开支	12,197	11,090	27,150	8,090
投资	(2,195)	0	0	0
投资活动现金流	(13,553)	(11,090)	(27,150)	(8,090)
股权募资	7,954	59,090	0	0
债务募资	1,862	33	0	0
筹资活动现金流	8,287	64,738	(5,501)	(812)
现金净流量	2,176	56,579	(20,803)	4,884

## 分析师与研究助理简介

**王芳**，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

**王浩然**，电子行业研究员，曾供职于东吴证券股份有限公司，2019年新财富环保行业第三名团队核心成员，获得上海财经大学理学学士、金融硕士。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。