

成熟制程产能将持续满载



核心观点

- **业绩持续增长**：四季度营收 66.7 亿元，同比增长 10%；毛利润 14.3 亿元，同比增长 11%；毛利润为 21.5%，同比基本持平；归母净利润为 12.5 亿元，同比增长 94%，增长主要来自政府项目资金、投资联营企业和金融资产取得的投资收益增加等其它收入。公司预计 1Q21 美元营收环比增加 7-9%，我们测算同比增长 16-18%。上半年收入目标约 21 亿美元，同比增长 14%。实体清单和出口许可申请带来业务的不确定性，公司预计全年收入目标为中到高个位数成长。
- **产能持续扩充**：第四季资本开支为 13.3 亿美元，相比第三季的 22.8 亿美元和之前预期有所下修，主要由于美国实体清单使部分机台供货期延长或有不不确定性，及物流原因导致部分机台到货延迟。2021 年计划的资本开支约为 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。月产能由第三季的约 51 万片 8 寸约当晶圆增加至第四季的约 52 万片，主要由于控股的北京 12 寸厂产能扩充。公司计划 21 年成熟 12 寸产线扩产 1 万片，成熟 8 寸产线扩产不少于 4.5 万片。在实体清单影响下，公司考虑加强第一代、第二代 FinFET 多元平台开发和布建，并拓展平台的可靠性及竞争力。
- **成熟制程产能将持续满载**：我们 12 月 13 日《8 寸晶圆制造高景气有望持续》报告统计全球 230 多家电子公司，从库存角度论证了晶圆制造的高景气在未来数季度将持续，1 月 20 日报告《8 寸晶圆制造供需紧张将持续》从供需角度进一步论证了景气在未来 2-3 年将持续。受益于智能手机单芯片用量的提升、PC 和平板电脑、新能源汽车等产品销量的快速增长，半导体晶圆制造产能整体紧张，特别是成熟制程需求旺盛，公司预计成熟产能将持续满载。

财务预测与投资建议

- 根据公司四季度业绩的披露，我们上调了公司投资净收益和其他收益的预期，20-22 年归母净利润至 43.62、44.20、49.24 亿元（原预测 37.44、41.55、45.08 亿元）。根据 DCF 绝对估值法给与 62.31 元目标价（受中美贸易摩擦影响，下调了显性预期期先进制程收入预期），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	27,470	31,123	36,513
同比增长(%)	8%	-4%	25%	13%	17%
营业利润(百万元)	455	1,432	4,085	4,470	5,598
同比增长(%)	-50%	215%	185%	9%	25%
归属母公司净利润(百万元)	747	1,794	4,362	4,420	4,924
同比增长(%)	-40%	140%	143%	1%	11%
每股收益(元)	0.09	0.23	0.55	0.56	0.62
毛利率(%)	23.0%	20.8%	23.8%	23.2%	24.1%
净利率(%)	3.2%	8.1%	15.9%	14.2%	13.5%
净资产收益率(%)	2.0%	4.2%	5.6%	3.9%	4.1%
市盈率	578	241	99	98	88
市净率	10.5	9.9	3.9	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，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年02月04日)	54.67 元
目标价格	62.31 元
52周最高价/最低价	95/49.45 元
总股本/流通A股(万股)	789,629/705,348
A股市值(百万元)	431,690
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年02月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.69	-6.98	-15.68	
相对表现	-5.62	-12.27	-28.98	
沪深300	2.93	5.29	13.3	8.69



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

三季度高景气，先进制程进展顺利	2020-11-12
上调三季度指引	2020-10-17
国产化步伐加速迈进，先进制程有望持续取得突破	2020-09-28

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

根据公司四季度业绩的披露，我们上调了公司投资净收益和其他收益的预期，20-22 年归母净利润至 43.62、44.20、49.24 亿元（原预测 37.44、41.55、45.08 亿元）。根据 DCF 绝对估值法给与 62.31 元目标价（受中美贸易摩擦影响，下调了显性预测期先进制程收入预期），维持增持评级。

图 2：绝对估值法目标价敏感性分析表

		永续增长率				
		2%	3%	3.50%	4%	
WACC	62.39	2%	2.50%	3%	3.50%	4%
	7.48%	80.78	84.94	90.02	96.38	104.56
	7.98%	67.95	70.98	74.61	79.05	84.61
	8.48%	57.43	59.66	62.31	65.48	69.37
	8.98%	48.68	50.36	52.32	54.63	57.41
	9.48%	41.34	42.62	44.09	45.80	47.83

数据来源：东方证券研究所

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。

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	64,186	48,726	51,563	营业收入	23,017	22,018	27,470	31,123	36,513
应收票据、账款及款项融资	3,033	3,386	3,975	4,503	5,283	营业成本	17,718	17,431	20,945	23,901	27,723
预付账款	218	239	299	339	398	营业税金及附加	92	116	137	149	168
存货	4,444	4,390	4,189	4,302	4,436	营业费用	190	182	214	227	247
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	6,368	6,606	7,166
流动资产合计	41,239	47,977	75,260	60,481	64,291	财务费用	(97)	(561)	(1,170)	(1,436)	(1,209)
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	(40)	124	34
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	350	350	400
无形资产	1,772	1,864	1,565	1,252	939	其他	1,321	2,067	2,669	2,518	2,765
其他	882	2,828	1,666	1,666	1,666	营业利润	455	1,432	4,085	4,470	5,598
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	181,952	185,912	191,063	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	4,090	4,475	5,603
应付票据及应付账款	2,185	2,176	2,614	2,983	3,460	所得税	96	158	409	403	448
其他	13,776	17,200	16,692	16,211	15,731	净利润	360	1,269	3,681	4,072	5,155
流动负债合计	17,281	20,074	19,506	19,394	19,391	少数股东损益	(387)	(525)	(681)	(348)	231
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	4,362	4,420	4,924
应付债券	2,873	1,495	1,495	1,495	1,495	每股收益(元)	0.09	0.23	0.55	0.56	0.62
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						
负债合计	37,742	43,558	42,990	42,878	42,875						
少数股东权益	19,945	27,686	27,004	26,657	26,888						
股本	144	145	7,896	7,896	7,896						
资本公积	34,410	34,692	90,962	90,962	90,962						
留存收益	2,098	3,784	8,146	12,566	17,490						
其他	4,506	4,952	4,952	4,952	4,952						
股东权益合计	61,103	71,259	138,961	143,034	148,188						
负债和股东权益总计	98,845	114,817	181,952	185,912	191,063						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	360	1,269	3,681	4,072	5,155
折旧摊销	8,353	7,700	7,543	11,421	15,084
财务费用	(97)	(561)	(1,170)	(1,436)	(1,209)
投资损失	270	(847)	(350)	(350)	(400)
营运资金变动	(1,334)	1,440	282	(258)	(471)
其它	(2,343)	(860)	1,073	74	(16)
经营活动现金流	5,210	8,140	11,059	13,524	18,143
资本支出	(12,064)	(14,272)	(48,741)	(30,320)	(16,465)
长期投资	(2,383)	(460)	0	0	0
其他	(6,148)	1,179	400	400	450
投资活动现金流	(20,595)	(13,553)	(48,341)	(29,920)	(16,015)
债权融资	2,797	915	(494)	(500)	(500)
股权融资	1,057	283	64,021	0	0
其他	12,336	7,088	672	1,436	1,209
筹资活动现金流	16,189	8,287	64,199	936	709
汇率变动影响	(487)	426	-0	-0	-0
现金净增加额	317	3,299	26,917	(15,460)	2,837

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	8%	-4%	25%	13%	17%
营业利润	-50%	215%	185%	9%	25%
归属于母公司净利润	-40%	140%	143%	1%	11%
获利能力					
毛利率	23.0%	20.8%	23.8%	23.2%	24.1%
净利率	3.2%	8.1%	15.9%	14.2%	13.5%
ROE	2.0%	4.2%	5.6%	3.9%	4.1%
ROIC	0.4%	0.9%	2.0%	1.7%	2.4%
偿债能力					
资产负债率	38.2%	37.9%	23.6%	23.1%	22.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.39	2.39	3.86	3.12	3.32
速动比率	2.09	2.12	3.61	2.86	3.05
营运能力					
应收账款周转率	8.2	7.0	7.7	7.5	7.7
存货周转率	3.6	3.3	4.1	4.8	5.5
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.23	0.55	0.56	0.62
每股经营现金流	36.07	56.18	1.40	1.71	2.30
每股净资产	5.21	5.52	14.18	14.74	15.36
估值比率					
市盈率	577.7	240.7	99.0	97.7	87.7
市净率	10.5	9.9	3.9	3.7	3.6
EV/EBITDA	3.5	3.5	2.9	2.1	1.6
EV/EBIT	84.4	34.7	10.4	10.0	6.9

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