

# 成熟制程高景气，晶圆代工龙头蓄势待发

## ——中芯国际业绩预告点评

增持（维持）

日期：2021年02月18日

### 事件：

公司近日发布了2020Q4业绩预告，预计第四季度公司实现营收66.71亿元，同比增长16.9%，环比下滑9.4%。从全年来看，2020年营收预计实现271.70亿元，同比增长23.1%，毛利为62.74亿元，同比增长43.3%，归母净利润43.37亿元，同比增长140.7%，创历史新高。

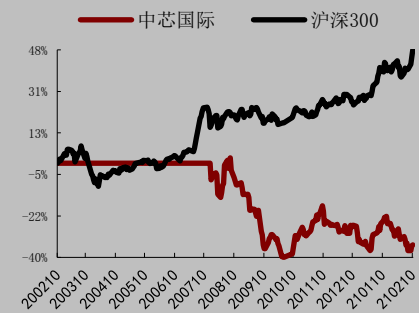
### 投资要点：

- **大陆晶圆代工龙头，半导体国产替代的砥柱中流：**公司是中国大陆技术最先进、产能规模最大的晶圆代工厂商。在技术领域，公司在大陆率先实现14nm FinFET量产，代表集成电路国产替代的最先进制造水平，并拥有24nm NAND、40nm CIS等特色工艺。在产能方面，公司目前有3个8英寸晶圆和4个12英寸晶圆生产基地，合计产能超过50万片/月。据TrendForce数据，2020年Q4中芯国际在晶圆代工领域全球市占率为4.3%，排名全球第五，其35um-14nm的工艺节点布局广泛服务于高通、海思、豪威等国内外知名厂商。
- **成熟制程需求旺盛，公司产能优势进一步扩大：**28nm以上成熟制程芯片主要应用于MCU、物联网、汽车电子、CIS、PMIC等，多用8英寸晶圆制备。受益于5G、新能源汽车、物联网等渗透率提升，8英寸晶圆IC供不应求，晶圆代工行业产能利用率持续维持95%以上，成熟制程需求旺盛。据公司业绩快报，公司全年营收增长主要得益于成熟制程的需求放量，2020Q4公司28nm以上产品营收占比超90%。在上游半导体设备厂商主要转向12英寸晶圆生产的大背景下，8英寸晶圆代工扩产一定程度上存在壁垒，公司在成熟制程领域具备产能优势，据Counterpoint Research数据，2020年全球半导体成熟制程市场中，中芯国际排名第三，市场份额为11%，占比超过三星电子。此外，2021年公司也将投入43亿美元继续扩产成熟制程，扩大规模经济优势。
- **先进制程短期受限，国产替代迎更大发展机遇：**受美国禁令影响，公司14nm及以下芯片生产和供应链短期受限，Q4季度公司先进制程营收占比仅为5%，环比下降9个pct，Q4毛利率为18.0%，环比下降6个pct，

### 基础数据

|            |                            |
|------------|----------------------------|
| 行业         | 电子                         |
| 公司网址       | http://www.smics.com/      |
| 大股东/持股     | 国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司/1.79% |
| 实际控制人/持股   |                            |
| 总股本(百万股)   | 7,895.19                   |
| 流通A股(百万股)  | 1,095.65                   |
| 收盘价(元)     | 54.03                      |
| 总市值(亿元)    | 4,265.77                   |
| 流通A股市值(亿元) | 591.98                     |

### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2021年02月10日

### 相关研究

万联证券研究所 20201116\_公司季报点评  
\_AAA\_中芯国际(688981) 三季报点评报告  
万联证券研究所 20201016\_公司事项点评  
\_AAA\_中芯国际(688981) 事项点评报告  
万联证券研究所 20200829\_公司半年报点评  
\_AAA\_中芯国际(688981) 半年报点评报告

分析师：夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：075583228231

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理：贺潇翔宇

电话：02085806067

邮箱：hexxy@wlzq.com.cn

|            | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 22,018 | 27,100 | 32,248 | 37,716 |
| 增长比率(%)    | -4.3%  | 23.1%  | 19.0%  | 17.0%  |
| 归母净利润(百万元) | 1,794  | 4,320  | 4,332  | 4,928  |
| 增长比率(%)    | 140.0% | 140.8% | 0.3%   | 13.8%  |
| 每股收益(元)    | 0.23   | 0.55   | 0.55   | 0.62   |
| 市盈率(倍)     | 237.84 | 98.76  | 98.48  | 86.57  |

数据来源：Wind，万联证券研究所

主要受禁令影响使得先进制程产品结构调整所致，尤其是来自华为海思订单的减少使得公司先进制程营收不及预期，订单缺口填补尚需时日。我们认为，美国管制对公司基本面影响依然可控，从长期国产替代的大趋势看，公司不会停止7nm及5nm制程研发。同时，此次禁令彰显半导体产业链自主可控具有紧迫性，上游光刻机等半导体设备的国产替代进程有望加速，公司也有望迎来代工产线全国产化的产业机遇期。

- **盈利预测与投资建议：**预计2020、2021、2022年公司分别实现归母净利润43.20亿元、43.32亿元、49.28亿元，对应EPS分别为0.55元、0.55元、0.62元，对应当前股价的PE分别为98.76倍、98.48倍、86.57倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**技术研发及市场竞争风险、半导体下游市场波动的风险、美国针对性压制的风险。

万联证券

| 资产负债表          |              |              |              |              | 利润表             |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |              |              |              |              | 单位: 百万元         |              |              |              |              |
| 至12月31日        | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 至12月31日         | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| <b>流动资产</b>    | 47,977       | 88,946       | 79,520       | 71,973       | <b>营业收入</b>     | 22,018       | 27,100       | 32,248       | 37,716       |
| 货币资金           | 37,268       | 72,088       | 59,859       | 48,537       | 营业成本            | 17,431       | 21,138       | 25,046       | 29,224       |
| 应收票据及应收账款      | 3,386        | 5,019        | 6,253        | 7,641        | 营业税金及附加         | 116          | 211          | 252          | 294          |
| 其他应收款          | 555          | 750          | 998          | 1,261        | 销售费用            | 182          | 152          | 164          | 181          |
| 预付账款           | 239          | 380          | 413          | 497          | 管理费用            | 1,518        | 1,897        | 2,515        | 3,055        |
| 存货             | 4,390        | 7,239        | 8,097        | 9,608        | 研发费用            | 4,744        | 4,878        | 6,933        | 7,920        |
| 其他流动资产         | 2,139        | 3,469        | 3,899        | 4,429        | 财务费用            | -561         | -244         | -407         | -307         |
| <b>非流动资产</b>   | 66,840       | 80,494       | 91,253       | 101,411      | 资产减值损失          | -253         | -146         | -131         | -153         |
| 长期股权投资         | 8,223        | 8,223        | 8,223        | 8,223        | 公允价值变动收益        | 195          | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 36,866       | 48,448       | 57,433       | 65,616       | 投资净收益           | 847          | 1,626        | 1,935        | 2,263        |
| 在建工程           | 17,060       | 18,880       | 20,410       | 22,040       | 资产处置收益          | 28           | 35           | 42           | 49           |
| 无形资产           | 1,864        | 2,116        | 2,360        | 2,705        | <b>营业利润</b>     | 1,432        | 4,779        | 4,814        | 5,618        |
| 其他长期资产         | 2,828        | 2,828        | 2,828        | 2,828        | 营业外收入           | 3            | 3            | 6            | 9            |
| <b>资产总计</b>    | 114,817      | 169,473      | 170,807      | 173,417      | 营业外支出           | 8            | 8            | 9            | 10           |
| <b>流动负债</b>    | 20,074       | 23,251       | 25,149       | 28,589       | <b>利润总额</b>     | 1,427        | 4,774        | 4,811        | 5,617        |
| 短期借款           | 698          | 0            | 0            | 0            | 所得税             | 158          | 661          | 376          | 447          |
| 应付票据及应付账款      | 2,176        | 2,705        | 3,246        | 3,891        | <b>净利润</b>      | 1,269        | 4,113        | 4,435        | 5,171        |
| 预收账款           | 6            | 8            | 13           | 19           | 少数股东损益          | -525         | -206         | 89           | 207          |
| 其他流动负债         | 17,193       | 20,538       | 21,891       | 24,679       | <b>归属母公司净利润</b> | 1,794        | 4,320        | 4,332        | 4,928        |
| <b>非流动负债</b>   | 23,485       | 23,485       | 23,485       | 23,485       | EBITDA          | 4,339        | 7,424        | 6,877        | 7,622        |
| 长期借款           | 13,988       | 13,988       | 13,988       | 13,988       | EPS (元)         | 0.23         | 0.55         | 0.55         | 0.62         |
| 应付债券           | 1,495        | 1,495        | 1,495        | 1,495        | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 其他非流动负债        | 8,002        | 8,002        | 8,002        | 8,002        | <b>至12月31日</b>  | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| <b>负债合计</b>    | 43,558       | 46,736       | 48,634       | 52,073       | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 股本             | 145          | 219          | 219          | 219          | 营业收入            | -4.3%        | 23.1%        | 19.0%        | 17.0%        |
| 资本公积           | 34,692       | 85,984       | 85,984       | 85,984       | 营业利润            | 214.7%       | 233.7%       | 0.7%         | 16.7%        |
| 留存收益           | 3,784        | 4,102        | 3,449        | 2,413        | 归属于母公司净利润       | 140.0%       | 140.8%       | 0.3%         | 13.8%        |
| 归属母公司股东权益      | 43,573       | 95,258       | 94,604       | 93,568       | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | 27,686       | 27,480       | 27,569       | 27,776       | 毛利率             | 20.8%        | 22.0%        | 22.3%        | 22.5%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 114,817      | 169,473      | 170,807      | 173,417      | 净利率             | 5.8%         | 15.2%        | 13.8%        | 13.7%        |
| <b>现金流量表</b>   |              |              |              |              | ROE             | 4.1%         | 4.5%         | 4.6%         | 5.3%         |
| 单位: 百万元        |              |              |              |              | ROIC            | -1.8%        | -0.7%        | -1.7%        | -1.9%        |
| <b>至12月31日</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| <b>经营活动现金流</b> | 8,140        | 8,324        | 12,519       | 13,569       | 资产负债率           | 37.9%        | 27.6%        | 28.5%        | 30.0%        |
| 净利润            | 1,794        | 4,318        | 4,347        | 4,964        | 净负债比率           | -16.0%       | -38.2%       | -28.4%       | -19.3%       |
| 折旧摊销           | 6,576        | 8,746        | 9,671        | 10,733       | 流动比率            | 2.39         | 3.83         | 3.16         | 2.52         |
| 营运资金变动         | 1,770        | -3,256       | 25           | -385         | 速动比率            | 2.16         | 3.49         | 2.82         | 2.16         |
| 其它             | -2,000       | -1,484       | -1,524       | -1,743       | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b> | -13,553      | -20,774      | -18,486      | -18,609      | 总资产周转率          | 0.19         | 0.16         | 0.19         | 0.22         |
| 资本支出           | -12,197      | -22,369      | -20,391      | -20,841      | 应收账款周转率         | 6.71         | 5.62         | 5.37         | 5.14         |
| 投资变动           | -2,195       | -30          | -30          | -30          | 存货周转率           | 3.97         | 2.92         | 3.09         | 3.04         |
| 其他             | 859          | 1,625        | 1,935        | 2,262        | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| <b>筹资活动现金流</b> | 8,287        | 51,270       | -1,262       | -282         | 每股收益            | 0.23         | 0.55         | 0.55         | 0.62         |
| 银行借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 每股经营现金流         | 1.03         | 1.05         | 1.58         | 1.71         |
| 债券融资           | 1,862        | 282          | -900         | 80           | 每股净资产           | 5.52         | 12.06        | 11.98        | 11.84        |
| 股权融资           | 7,954        | 74           | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
| 其他             | -1,529       | 50,913       | -362         | -362         | P/E             | 236.44       | 98.76        | 98.48        | 86.57        |
| <b>现金净增加额</b>  | 3,299        | 34,820       | -12,229      | -11,322      | P/B             | 9.73         | 4.48         | 4.51         | 4.56         |
| <b>期初现金余额</b>  | 12,329       | 37,268       | 72,088       | 59,859       | EV/EBITDA       | -2.63        | -4.62        | -3.21        | -1.40        |
| <b>期末现金余额</b>  | 15,628       | 72,088       | 59,859       | 48,537       |                 |              |              |              |              |

资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场