

中芯国际-U (688981)

公司研究/点评报告

加码成熟制程，受益景气周期

点评报告/电子

2021年04月01日

一、事件概述

3月31日公司公告，2020年实现营收275亿元，同比增长25%；归母净利润43亿元，同比增长142%。

二、分析与判断

➤ 20年业绩符合预期，21年延续景气周期

1) 营收：2020年营收275亿元，同比增长25%；20Q4营收66.7亿，同增10.3%，环减12.7%，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毛利率21.5%，高于此前预告的19-21%上限，同比提升0.2pct，环降4.8pct。

3) 归母净利润：20年归母净利润43亿元，同比增长142%；20Q4归母净利12.5亿，同增94%，环减26%，20Q4扣非0.4亿，同减82%，主要因第四季度计提存货跌价损失增加所致。

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

5) CAPEX：20年CAPEX为372亿元，主要用于上海12"、北京12"、天津8"扩产；计划21年CAPEX为281亿元，主要用于成熟制程，少部分用于先进制程。

6) 指引：公司预计21Q1收入环增7%-9%，21年上半年收入目标139亿元，同增6%。21全年收入目标为中到高个位数增长，毛利率为10%-20%的中部。

➤ 2021年满载运营，大力加码成熟制程

20年28nm以上成熟制程营收约35.4亿美元占比90.7%，满载运营。公司28nm及以上制程技术成熟，折旧压力小，新产能爬坡迅速，稳扎成熟制程有望借助行业高景气度实现增长、改善业绩。当前公司现有约8寸产能52万片/月，21年成熟12寸线扩产1万片，成熟8寸线扩产不少于4.5万片，按照预定设备至少需两个季度、安装和试生产耗费几周的时间，预计公司成熟制程新产能有望于2021H2逐步释放。

➤ 谨慎扩充先进制程，保障生产连续性

20年14/28nm先进制程营收约3.6亿美元占比9.3%。第一代FinFET 14nm于4Q19量产，第二代FinFET N+1已进入风险量产。截至2020年底，已投产1.5万片/月，但是4Q20起FinFET产能利用率不足，收入尚未达到预期水准，折旧压力较大。21年，公司一是保证保障生产连续性，与供应商推进进出口准证的申请；二是谨慎扩产；三是加强第一代、第二代FinFET多元平台开发和布建。

三、投资建议

我们预计21-23年公司归母净利为27/41/48亿，目前中芯H股PB为1.7x，中芯A股PB为4.3x，参考可比公司台积电9.1xPB，华虹H股2.8xPB，具有显著增长空间，维持“推荐”。

四、风险提示：

中美贸易摩擦加剧，疫情控制不及预期，下游大客户出货量不及预期。

推荐

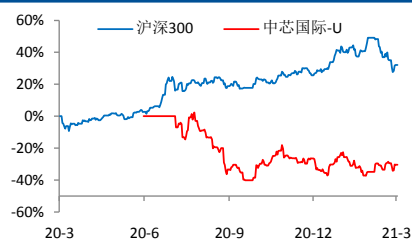
维持评级

当前价格：54.32元

交易数据 2021-3-31

近12个月最高/最低(元)	84.82/49.65
总股本(百万股)	7,899
流通股本(百万股)	1,096
流通股比例(%)	13.87
总市值(亿元)	4,291
流通市值(亿元)	595

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 S0100519090004

电话：021-60876730

邮箱：wangfang@mszq.com

相关研究

1. 中芯国际-U(688981):与阿斯麦延长采购协议，增强扩产成长信心
2. 中芯国际-U(688981):需求旺盛带动业绩增长，扩产成熟制程空间广阔

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	27,471	29,943	32,788	37,706
增长率 (%)	24.8	9.0	9.5	15.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,332	2,743	4,126	4,789
增长率 (%)	141.5	-36.7	50.4	16.1
每股收益 (元)	0.67	0.35	0.52	0.61
PE (现价)	81.1	156.4	104.0	89.6
PB	4.3	3.9	3.8	3.6

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)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	27,471	29,943	32,788	37,706
营业成本	20,937	24,553	26,558	29,411
营业税金及附加	242	120	131	151
销售费用	200	174	164	219
管理费用	1,562	1,856	1,967	2,262
研发费用	4,672	4,491	4,918	5,656
EBIT	(142)	(1,252)	(951)	8
财务费用	(1,260)	(633)	(407)	(243)
资产减值损失	(150)	(250)	(230)	(210)
投资收益	695	600	600	600
营业利润	4,498	2,443	3,186	3,561
营业外收支	32	0	0	0
利润总额	4,491	2,443	3,186	3,561
所得税	(470)	261	335	374
净利润	4,021	2,181	2,851	3,187
归属于母公司净利润	4,332	2,743	4,126	4,789
EBITDA	8,320	9,927	12,091	14,809
资产负债表 (百万元)				
货币资金	86668	81166	65259	68011
应收账款及票据	2934	4491	4918	5656
预付款项	315	344	372	412
存货	6174	8141	7663	8725
其他流动资产	2615	2615	2615	2615
流动资产合计	99107	98058	80707	86654
长期股权投资	9619	10219	10819	11419
固定资产	51415	56415	70415	74415
无形资产	2424	2108	1889	1651
非流动资产合计	104458	105742	120696	114862
资产合计	203565	203801	201403	201517
短期借款	2957	8572	3071	0
应付账款及票据	3011	2946	2921	2941
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	23583	21451	15986	13020
长期借款	26331	26331	26331	26331
其他长期负债	12070	12070	12070	12070
非流动负债合计	38401	38401	38401	38401
负债合计	61984	59852	54386	51421
股本	5057	7899	7899	7899
少数股东权益	42508	41946	40672	39069
股东权益合计	146474	151494	154346	157533
负债和股东权益合计	203565	203801	201403	201517

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	24.8	9.0	9.5	15.0
EBIT 增长率	92.8	779.7	-24.0	-100.8
净利润增长率	141.5	-36.7	50.4	16.1
盈利能力				
毛利率	23.8	18.0	19.0	22.0
净利率	15.8	9.2	12.6	12.7
总资产收益率 ROA	2.1	1.3	2.0	2.3
净资产收益率 ROE	4.2	2.5	3.6	4.0
偿债能力				
流动比率	4.2	4.6	5.0	6.7
速动比率	4.0	4.3	4.6	6.1
现金比率	3.7	3.8	4.1	5.3
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	40.5	45.0	40.0	35.0
存货周转天数	90.8	95.0	90.0	85.0
总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.3	0.5	0.6
每股净资产	12.7	13.9	14.4	15.0
每股经营现金流	57.1	(0.1)	2.1	1.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	81.1	156.4	104.0	89.6
PB	4.3	3.9	3.8	3.6
EV/EBITDA	29.5	27.4	23.9	19.5
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	4,021	2,181	2,851	3,187
折旧和摊销	8,617	10,929	12,812	14,591
营运资金变动	2,107	(13,485)	1,682	(3,266)
经营活动现金流	12,518	(975)	16,745	13,912
资本开支	36,891	11,090	27,150	8,090
投资	(12,370)	0	0	0
投资活动现金流	(48,503)	(11,090)	(27,150)	(8,090)
股权募资	70,849	74	0	0
债务募资	19,402	874	0	0
筹资活动现金流	86,911	6,563	(5,501)	(3,071)
现金净流量	50,926	(5,502)	(15,906)	2,751

分析师简介

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。

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。