

中芯国际 (688981.SH) 股权激励稳定核心团队，下游需求持续景气

2021年05月21日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (上调)

刘翔 (分析师)

罗通 (联系人)

liuxiang2@kysec.cn

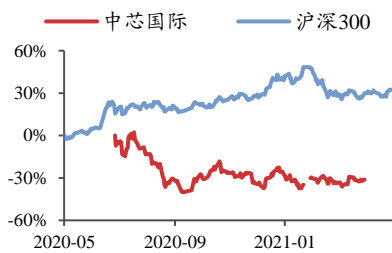
luotong@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790120070043

日期	2021/5/21
当前股价(元)	54.07
一年最高最低(元)	95.00/49.45
总市值(亿元)	4,271.54
流通市值(亿元)	592.42
总股本(亿股)	79.00
流通股本(亿股)	10.96
近3个月换手率(%)	120.04

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩历史新高,扩产成熟制程,盈利能力有望提升》-2021.4.2

《公司信息更新报告-先进制程短期受限,成熟制程空间巨大》-2020.12.21

《公司信息更新报告-产能供不应求,Q3业绩超预期》-2020.11.12

● **晶圆代工龙头,发布股权激励草案,2021Q1业绩亮眼,维持“买入”评级**
2021年5月19日公司公布2021年股权激励计划草案,拟授予限制性股票约7565.04万股,占公司总股本0.96%。授予价格20元/股(约为5月20日收盘价的37%),激励对象约4000人,占员工总数23%,覆盖董事、中高层管理人员、核心技术人员等。股权激励方案广覆盖,有望进一步调动公司员工积极性,增强了公司业绩增长的确定性,同时半导体下游需求旺盛,公司目前重点发力成熟制程,增长潜力充足,我们上调盈利预测,2021-2023年归母净利润预计为40.70(+11.49)/47.55(+9.40)/54.29(+10.61)亿元,EPS预计为0.52(+0.15)/0.60(+0.12)/0.69(+0.14)元,当前股价对应PE为104.9/89.8/78.7倍,维持“买入”评级。

● **股权激励增强员工积极性,阶梯式目标值设定激发员工潜力**

本次股权激励方案考核要求以2018-2020年的营收、EBITDA均值为基数,设定2021-2024年两指标的触发值为19%/145%/276%/415%,目标值为22%/152%/291%/440%。若未到达触发值则不予执行且不可递延;若达到触发值,按实际值与目标值之比,予以部分执行;若达到目标值,则全部予以执行。经过计算可得,达到目标值(触发值)营收目标,则2021-2024年营收同比+7.3%/6.6%/6.9%/7.2%(+4.7%/5.9%/4.0%/6.1%),2021-2024年本次激励预计摊销费用预计分别为5.6/10.6/5.1/2.5亿元。2019年公司研发人员数量从2530人减少至2020年2335人,而此次大范围的股权激励有利于稳定核心团队,防止人员流失,同时增强员工积极性。

● **成熟制程供不应求,价格上行,增长可期**

公司2021Q1毛利率26.97%,环比+5.51pcts,主因公司成熟制程产能供不应求。据公司2021Q1业绩说明会,市场供需缺口较大,与客户沟通后,公司将进一步调整价格。当前公司约当8寸产能54万片/月,计划2021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,前景可期。

● **风险提示:** 产能扩张不及预期、下游需求发展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,018	27,471	30,077	33,639	39,147
YOY(%)	-4.3	24.8	9.5	11.8	16.4
归母净利润(百万元)	1,794	4,332	4,070	4,755	5,429
YOY(%)	140.0	141.5	-6.0	16.8	14.2
毛利率(%)	20.8	23.8	18.0	18.5	20.5
净利率(%)	8.1	15.8	13.5	14.1	13.9
ROE(%)	1.8	2.8	1.9	2.4	2.7
EPS(摊薄/元)	0.23	0.55	0.52	0.60	0.69
P/E(倍)	238.1	98.6	104.9	89.8	78.7
P/B(倍)	10.7	4.4	4.2	4.0	3.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	47977	99107	101168	98705	92393
现金	37268	86668	86767	83975	74678
应收票据及应收账款	3386	2934	3986	3753	5253
其他应收款	555	597	664	747	895
预付账款	239	315	292	387	403
存货	4390	5218	6100	6481	7800
其他流动资产	2139	3375	3360	3362	3364
非流动资产	66840	105495	107378	109909	115395
长期投资	8223	9619	11205	12966	14765
固定资产	36866	51415	54251	56941	61161
无形资产	1864	2424	2577	2761	2594
其他非流动资产	19887	42037	39346	37240	36874
资产总计	114817	204602	208546	208614	207788
流动负债	20074	23583	23532	26243	26990
短期借款	698	2957	2957	2957	2957
应付票据及应付账款	2176	3011	3099	3693	4017
其他流动负债	17200	17616	17477	19594	20016
非流动负债	23485	39383	33023	26825	21115
长期借款	15483	31801	25441	19243	13533
其他非流动负债	8002	7582	7582	7582	7582
负债合计	43558	62966	56555	53068	48105
少数股东权益	27686	42508	41112	39912	38619
股本	145	219	7900	7900	7900
资本公积	34692	94222	94222	94222	94222
留存收益	3784	8061	10736	14291	18428
归属母公司股东权益	43573	99128	110879	115635	121064
负债和股东权益	114817	204602	208546	208614	207788

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8140	13174	5584	11992	9711
净利润	1269	4021	2675	3555	4137
折旧摊销	7109	8462	7996	9575	11437
财务费用	-561	-1260	-2174	-2545	-2565
投资损失	-847	-695	-424	-655	-592
营运资金变动	2851	3468	-2221	2341	-2411
其他经营现金流	-1680	-822	-267	-277	-295
投资活动现金流	-13553	-48503	-9188	-11173	-16036
资本支出	12723	37168	298	769	3688
长期投资	-3150	-12419	-1585	-1715	-1799
其他投资现金流	-3980	-23754	-10475	-12119	-14147
筹资活动现金流	8287	86911	3704	-3611	-2972
短期借款	-622	2259	0	0	0
长期借款	213	16318	-6360	-6197	-5710
普通股增加	0	74	7681	0	0
资本公积增加	282	59529	0	0	0
其他筹资现金流	8412	8731	2383	2586	2738
现金净增加额	3299	48564	99	-2792	-9297

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	22018	27471	30077	33639	39147
营业成本	17431	20937	24663	27416	31122
营业税金及附加	116	242	187	204	237
营业费用	182	200	219	244	274
管理费用	1518	1562	1516	1695	1957
研发费用	4744	4672	5115	5651	6459
财务费用	-561	-1260	-2174	-2545	-2565
资产减值损失	-253	-150	0	0	0
其他收益	2039	2489	1878	2136	2168
公允价值变动收益	195	331	183	236	250
投资净收益	847	695	424	655	592
资产处置收益	28	10	84	41	45
营业利润	1432	4498	3121	4041	4717
营业外收入	3	13	8	8	10
营业外支出	8	20	12	13	15
利润总额	1427	4491	3117	4036	4712
所得税	158	470	443	481	575
净利润	1269	4021	2675	3555	4137
少数股东损益	-525	-311	-1396	-1201	-1292
归母净利润	1794	4332	4070	4755	5429
EBITDA	8482	12631	9635	11966	14489
EPS(元)	0.23	0.55	0.52	0.60	0.69

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-4.3	24.8	9.5	11.8	16.4
营业利润(%)	214.7	214.1	-30.6	29.5	16.7
归属于母公司净利润(%)	140.0	141.5	-6.0	16.8	14.2
获利能力					
毛利率(%)	20.8	23.8	18.0	18.5	20.5
净利率(%)	8.1	15.8	13.5	14.1	13.9
ROE(%)	1.8	2.8	1.9	2.4	2.7
ROIC(%)	1.6	2.5	1.0	1.5	1.9
偿债能力					
资产负债率(%)	37.9	30.8	27.1	25.4	23.2
净负债比率(%)	-6.8	-27.0	-30.8	-32.3	-29.0
流动比率	2.4	4.2	4.3	3.8	3.4
速动比率	2.1	3.9	3.9	3.4	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	6.9	8.7	8.7	8.7	8.7
应付账款周转率	8.0	8.1	8.1	8.1	8.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.55	0.52	0.60	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	1.67	0.71	1.52	1.23
每股净资产(最新摊薄)	5.04	12.30	12.81	13.41	14.10
估值比率					
P/E	238.1	98.6	104.9	89.8	78.7
P/B	10.7	4.4	4.2	4.0	3.8
EV/EBITDA	53.0	34.1	43.9	35.0	29.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn