

盈利创新高，高端产品占比提升



核心观点

- 盈利创新高:**按国际会计准则,第二季单季营收 13.4 亿美元,环比增长 22%,同比增长 43%;毛利润为 4.05 亿美元,环比增长 62%,同比增长 63%;毛利率为 30.1%,自 2017 年以来首次突破 30%,环同比分别提升 7.5 和 3.6 个百分点。处置出售子公司股权带来 2.3 亿美元税前收益。单季归母净利润高达近 6.9 亿美元,创新高,2013 年以来单季次高净利润为 3Q20 和 4Q20 的近 2.6 亿美元。公司预计三季度营收环比增长 2-4%,毛利率 32-34%。全年营收成长目标和毛利率目标上调到 30%左右。
- 产能与产能利用率持续提升:**月产能环比扩大近 4%至 56.2 万片(8 英寸约当),产能利用率突破 100%。单季销量约为 175 万片,环同比分别增长 12%和 22%。第二季资本开支为 7.7 亿美元,相比第一季的 5.3 亿美元有所增加,公司设备采购风险有所降低。2021 全年计划的资本开支维持在 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。第二季折旧摊销为 4.6 亿美元,环同比分别增加 10%和 51%。预计今年先进制程折旧摊薄对公司整体毛利率的不利影响将下降到五个百分点左右。
- 高端产品占比提升,单价持续提升:**FinFET/28nm 营收占比提升至 14.5%,环同比分别提升 7.6 和 5.4 个百分点。单片晶圆(8 英寸约当)单价为 770 美元,环同比分别提升 9%和 18%。

财务预测与投资建议

- 根据公司 21 年二季度披露的业绩,我们上调了公司 21-23 年归母净利润预测至 90.3、94.4、110.6 亿元(原预测 44.2、49.2、51.3 亿元),采用 DCF 估值法,给予 94.89 元目标价,考虑到半导体市场持续高景气及公司收入、盈利能力超预期的表现,上调至买入评级。

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					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,018	27,471	35,832	43,636	49,875
同比增长(%)	-4%	25%	30%	22%	14%
营业利润(百万元)	1,432	4,498	10,185	10,726	12,669
同比增长(%)	215%	214%	126%	5%	18%
归属母公司净利润(百万元)	1,794	4,332	9,032	9,435	11,060
同比增长(%)	140%	142%	108%	4%	17%
每股收益(元)	0.23	0.55	1.14	1.19	1.40
毛利率(%)	20.8%	23.8%	30.6%	31.6%	32.7%
净利率(%)	8.1%	15.8%	25.2%	21.6%	22.2%
净资产收益率(%)	4.2%	6.1%	8.7%	8.4%	9.0%
市盈率	296	123	59	56	48
市净率	12.2	5.4	4.9	4.5	4.1

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 (上调)

股价(2021年08月06日)	67.46 元
目标价格	94.89 元
52周最高价/最低价	83.3/49.45 元
总股本/流通A股(万股)	790,176/783,433
A股市值(百万元)	533,053
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年08月06日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.28	18.06	23.24	-20.47
相对表现	3.44	24.8	31.82	-25.48
沪深300	0.84	-6.74	-8.58	5.01



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
证券分析师	唐权喜 021-63325888*6086 tangquanxi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860521070005
联系人	李庭旭 litingxu@orientsec.com.cn
联系人	韩潇锐 hanxiaorui@orientsec.com.cn

相关报告

一季度业绩超预期,产能持续满载 2021-05-14

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。

盈利预测调整附加说明

- 1、晶圆代工收入上调：晶圆代工产能持续紧张，价格提升幅度超出我们此前预期，因此上调该部分收入。具体上调假设包括：
 - a) 高端产品市占率:28/14nm 及以下国内 21-23 年市占率假设由 5%、7%、8%上调至 8%、11%、14%。
 - b) 海外晶圆代工收入：北美及欧亚地区收入超出此前预期，因此上调该部分收入假设。
- 2、晶圆代工毛利率上调：受益于产能利用率提升、产品组合改善和产品涨价的多重作用，毛利率改善超出此前预期，21-23 年晶圆代工毛利率假设从 22%、23%、24%上调至 29.5%、30.5%、31.5%。
- 3、费用率下调：依据公司 21 年上半年实际研发投入情况下调了全年及后续研发投入费用率假设，21-23 年研发费用率假设由 15.8%、14.4%、13.0%下调至 11.6%、10.4%、9.5%。管理费用率考虑到收入提升的摊薄作用亦小幅下调。
- 4、投资净收益上调：21Q2 公司处置一子公司获得净收益 2.3 亿美元，因此上调 21 年投资净收益，由 6.95 亿元上调至 21.85 亿元。

图 1：核心假设及盈利预测变动分析表

	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
晶圆代工						
销售收入（百万元）	28,288	33,001	35,483	31,289	37,694	42,086
变化幅度				11%	14%	19%
其中：						
28/14nm以下国内市占率	5%	7%	8%	8%	11%	14%
大陆外地区晶圆代工收入	9,194	10,113	11,630	11,820	13,593	15,632
变化幅度				29%	34%	34%
毛利率	22.0%	23.0%	24.0%	29.5%	30.5%	31.5%
变化幅度				7.5%	7.5%	7.5%
其他主营业务						
销售收入（百万元）	3,592	4,321	5,199	3,973	5,287	7,035
变化幅度				11%	22%	35%
毛利率	42.5%	42.5%	42.5%	42.5%	42.5%	42.5%
变化幅度				0.0%	0.0%	0.0%
其他						
销售收入（百万元）	570	656	754	570	656	754
变化幅度				0%	0%	0%
毛利率	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
变化幅度				0%	0%	0%
合计	32,451	37,978	41,436	35,832	43,636	49,875
变化幅度				10%	15%	20%
综合毛利率	24.0%	24.9%	26.0%	30.6%	31.6%	32.7%
变化幅度				6.6%	6.7%	6.7%
研发费用率	15.8%	14.4%	13.0%	11.6%	10.4%	9.5%
变化幅度				-4%	-4%	-4%
管理费用率	5.7%	5.4%	5.1%	5.2%	4.9%	4.6%
变化幅度				-0.5%	-0.5%	-0.5%
投资净收益	695	695	695	2,185	695	695
变化幅度				214.3%	0.0%	0.0%

数据来源：东方证券研究所

图 2：主要财务数据变动分析表

	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32,451	37,978	41,436	35,832	43,636	49,875
变动幅度				10%	15%	20%
营业利润(百万元)	4,331	5,343	6,348	10,185	10,726	12,669
变动幅度				135%	101%	100%
归属母公司净利润(百万元)	4,421	4,924	5,129	9,032	9,435	11,060
变动幅度				104%	92%	116%
每股收益(元)	0.56	0.62	0.65	1.14	1.19	1.40
变动幅度				104%	92%	116%
毛利率(%)	24.0%	24.9%	26.0%	30.6%	31.6%	32.7%
变动幅度				6.6%	6.7%	6.7%
净利率(%)	13.6%	13.0%	12.4%	25.2%	21.6%	22.2%
变动幅度				11.6%	8.7%	9.8%

数据来源：东方证券研究所

投资建议

绝对估值的主要参数如下

图 3：绝对估值主要参数依据

指标	关键假设	依据
无风险利率	2.84%	基于 10 年期国债利率
行业 beta	1.06	基于行业较沪深 300 指 beta
债务成本	5.60%	
WACC	8.33%	
永续增长率	3.00%	
资本债务率	5.40%	

数据来源：东方证券研究所

根据公司 21 年二季度披露的业绩，我们上调了公司 21-23 年归母净利润预测至 90.3、94.4、110.6 亿元（原预测 44.2、49.2、51.3 亿元），采用 DCF 估值法，给予 94.89 元目标价，考虑到半导体市场持续高景气及公司收入、盈利能力超预期的表现，上调至买入评级。

图 4：绝对估值敏感性分析

	永续增长率					
	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	
94.89	94.89	119.44	125.12	132.10	140.91	152.36
7.33%	7.83%	102.32	106.42	111.38	117.48	125.18
WACC	8.33%	88.27	91.30	94.89	99.22	104.56
	8.83%	76.60	78.86	81.51	84.65	88.44
	9.33%	66.80	68.51	70.48	72.80	75.55

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	37,268	86,668	86,833	92,132	79,303	营业收入	22,018	27,471	35,832	43,636	49,875
应收票据、账款及款项融资	3,386	2,934	3,827	4,660	5,327	营业成本	17,431	20,937	24,874	29,847	33,576
预付账款	239	315	391	476	544	营业税金及附加	116	242	315	384	439
存货	4,390	5,218	4,975	5,373	5,372	营业费用	182	200	242	273	288
其他	2,693	3,972	3,967	4,137	4,272	管理费用及研发费用	6,262	6,234	6,014	6,670	7,025
流动资产合计	47,977	99,107	99,992	106,777	94,818	财务费用	(561)	(1,260)	(1,360)	(1,465)	(1,321)
长期股权投资	8,223	9,619	9,619	9,619	9,619	资产、信用减值损失	264	145	157	106	105
固定资产	36,866	51,415	65,322	73,412	85,883	公允价值变动收益	195	331	200	200	200
在建工程	17,060	27,661	34,576	30,431	42,241	投资净收益	847	695	2,185	695	695
无形资产	1,864	2,424	2,020	1,616	1,212	其他	2,067	2,499	2,210	2,010	2,010
其他	2,828	14,376	1,536	1,536	1,536	营业利润	1,432	4,498	10,185	10,726	12,669
非流动资产合计	66,840	105,495	113,073	116,614	140,491	营业外收入	3	13	10	10	10
资产总计	114,817	204,602	213,065	223,391	235,309	营业外支出	8	20	5	5	5
短期借款	698	2,957	2,957	2,957	2,957	利润总额	1,427	4,491	10,190	10,731	12,674
应付票据及应付账款	2,176	3,011	3,104	3,725	4,190	所得税	158	470	1,019	1,073	1,267
其他	17,200	17,616	16,788	16,835	16,882	净利润	1,269	4,021	9,171	9,658	11,407
流动负债合计	20,074	23,583	22,849	23,517	24,029	少数股东损益	(525)	(311)	139	223	347
长期借款	13,988	26,331	26,331	26,331	26,331	归属于母公司净利润	1,794	4,332	9,032	9,435	11,060
应付债券	1,495	5,470	5,470	5,470	5,470	每股收益(元)	0.23	0.55	1.14	1.19	1.40
其他	8,002	7,582	7,582	7,582	7,582						
非流动负债合计	23,485	39,383	39,383	39,383	39,383						
负债合计	43,558	62,966	62,232	62,900	63,411						
少数股东权益	27,686	42,508	42,647	42,870	43,217						
股本	7,899	7,899	7,902	7,902	7,902						
资本公积	34,692	94,222	94,245	94,245	94,245						
留存收益	3,784	8,061	17,093	26,528	37,588						
其他	(2,802)	(11,054)	(11,054)	(11,054)	(11,054)						
股东权益合计	71,259	141,636	150,833	160,491	171,898						
负债和股东权益总计	114,817	204,602	213,065	223,391	235,309						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,269	4,021	9,171	9,658	11,407
折旧摊销	7,700	3,531	9,490	12,593	16,062
财务费用	(561)	(1,260)	(1,360)	(1,465)	(1,321)
投资损失	(847)	(695)	(2,185)	(695)	(695)
营运资金变动	6,108	2,221	(1,412)	(904)	(363)
其它	(5,528)	5,356	12,726	(67)	(69)
经营活动现金流	8,140	13,174	26,430	19,119	25,021
资本支出	(14,272)	(28,977)	(30,036)	(16,181)	(40,066)
长期投资	(460)	(1,396)	0	0	0
其他	1,179	(18,130)	2,385	895	895
投资活动现金流	(13,553)	(48,503)	(27,651)	(15,286)	(39,171)
债权融资	915	13,844	0	0	0
股权融资	2,731	59,529	26	0	0
其他	4,641	13,537	1,360	1,465	1,321
筹资活动现金流	8,287	86,911	1,386	1,465	1,321
汇率变动影响	426	(3,019)	-0	-0	-0
现金净增加额	3,299	48,564	165	5,299	(12,829)

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-4%	25%	30%	22%	14%
营业利润	215%	214%	126%	5%	18%
归属于母公司净利润	140%	142%	108%	4%	17%
获利能力					
毛利率	20.8%	23.8%	30.6%	31.6%	32.7%
净利率	8.1%	15.8%	25.2%	21.6%	22.2%
ROE	4.2%	6.1%	8.7%	8.4%	9.0%
ROIC	0.9%	2.1%	4.2%	4.2%	4.9%
偿债能力					
资产负债率	37.9%	30.8%	29.2%	28.2%	26.9%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.39	4.20	4.38	4.54	3.95
速动比率	2.12	3.94	4.11	4.27	3.68
营运能力					
应收账款周转率	7.0	8.8	10.7	10.4	10.1
存货周转率	3.3	3.6	4.1	4.8	5.2
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
每股指标(元)					
每股收益	0.23	0.55	1.14	1.19	1.40
每股经营现金流	1.03	1.67	3.34	2.42	3.17
每股净资产	5.51	12.55	13.69	14.89	16.29
估值比率					
市盈率	296.0	122.6	58.8	56.3	48.0
市净率	12.2	5.4	4.9	4.5	4.1
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
EV/EBIT	-	-	-	-	-

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。

收入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