

产能持续加码，ASP 快速提升



核心观点

- **单季营收及毛利率创新高。**公司三季度单季实现营业收入 92.8 亿元，环比增 5.5%，同比增 21.5%；三季度实现归母净利润 20.8 亿元，同比增 22.6%；三季度毛利率达 30.2%，环比增 3.7pcts，同比增 3.9pcts。公司预计四季度营收环比增 11%-13%至 103-104.9 亿元，毛利率指引为 31%-33%。
- **产能快速扩充，产能利用率维持高位。**公司三季度月产能为 59.4 万片等效 8 英寸晶圆，相比于二季度 56.2 万片的月产能实现了进一步的提升（环比增 6%）。三季度公司产能利用率依旧维持在 100%以上的水平。公司第三季度资本开支约人民币 70 亿元，全年计划的资本开支约为 281 亿元，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，虽面临准证审批、产业链紧缺、疫情引起的物流等不可控因素，但公司逐季加快执行速度和力度，预计基本能够完成全年资本开支计划。同时，在今年 9 月 2 日，公司也与上海自贸试验区临港新片区管委会签署合作框架，将共同成立合资公司将规划建设产能为 10 万片/月的 28nm 及以上 12 英寸晶圆代工产线。
- **高端产品占比进一步扩大，带动 ASP 提升。**公司三季度 FinFET/28nm 收入占比由二季度的 14.5%提升至 18.2%。受益于产品结构的改善与价格上涨的驱动，三季度单片晶圆 ASP（约当 8 英寸片）达到 823 美元，环比增幅达到 7%。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年归母净利润为 90.3、94.4、110.6 亿元，采用 DCF 估值法，给予 92.93 元目标价，维持买入评级。

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	10,186	10,727	12,670
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	9,436	11,061
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	258	107	51	49	42
市净率	10.6	4.7	4.3	3.9	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11月11日)	58.45 元
目标价格	92.93 元
52周最高价/最低价	74.9/50.6 元
总股本/流通A股(万股)	790,353/783,610
A股市值(百万元)	461,961
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年11月12日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.85	5.49	-4.97	-4.74
相对表现	2.76	5.79	0.33	-1.01
沪深300	0.09	-0.3	-5.3	-3.73



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

盈利创新高，高端产品占比提升： 2021-08-06

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。

投资建议

我们预测公司 21-23 年归母净利润为 90.3、94.4、110.6 亿元，采用 DCF 估值法，给予 92.93 元目标价（我们根据 10 年期国债利率的变化上调了无风险利率假设），维持买入评级。

图 1: DCF 核心参数假设

指标	关键假设
无风险利率	2.91%
行业 beta	1.06
债务成本	5.60%
市场收益率 Rm	8.31%
WACC	8.39%
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

图 2: 股价敏感性分析

		永续增长率				
		2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
WACC	92.93	116.94	122.37	129.03	137.40	148.24
	7.39%	100.28	104.21	108.96	114.78	122.10
	7.89%	86.58	89.49	92.93	97.08	102.17
	8.39%	75.19	77.36	79.91	82.92	86.55
	8.89%	65.60	67.25	69.15	71.38	74.02
	9.39%					

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	86,851	92,151	79,322	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	100,010	106,796	94,837	财务费用	(561)	(1,260)	(1,361)	(1,466)	(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	10,186	10,727	12,670
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	213,083	223,409	235,328	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	10,191	10,732	12,675
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	9,659	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	9,436	11,061
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	主要财务比率					
负债合计	43,558	62,966	62,232	62,900	63,411		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	27,686	42,508	42,647	42,870	43,217	成长能力					
股本	7,899	7,899	7,904	7,904	7,904	营业收入	-4%	25%	30%	22%	14%
资本公积	34,692	94,222	94,261	94,261	94,261	营业利润	215%	214%	126%	5%	18%
留存收益	3,784	8,061	17,094	26,529	37,590	归属于母公司净利润	140%	142%	108%	4%	17%
其他	(2,802)	(11,054)	(11,054)	(11,054)	(11,054)	获利能力					
股东权益合计	71,259	141,636	150,851	160,510	171,917	毛利率	20.8%	23.8%	30.6%	31.6%	32.7%
负债和股东权益总计	114,817	204,602	213,083	223,409	235,328	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%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	37.9%	30.8%	29.2%	28.2%	26.9%
净利润	1,269	4,021	9,171	9,659	11,407	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	7,700	3,531	9,490	12,593	16,062	流动比率	2.39	4.20	4.38	4.54	3.95
财务费用	(561)	(1,260)	(1,361)	(1,466)	(1,321)	速动比率	2.12	3.94	4.12	4.27	3.68
投资损失	(847)	(695)	(2,185)	(695)	(695)	营运能力					
营运资金变动	6,108	2,221	(1,412)	(904)	(363)	应收账款周转率	7.0	8.8	10.7	10.4	10.1
其它	(5,528)	5,356	12,726	(67)	(69)	存货周转率	3.3	3.6	4.1	4.8	5.2
经营活动现金流	8,140	13,174	26,430	19,119	25,021	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出	(14,272)	(28,977)	(30,036)	(16,181)	(40,066)	每股指标(元)					
长期投资	(460)	(1,396)	0	0	0	每股收益	0.23	0.55	1.14	1.19	1.40
其他	1,179	(18,130)	2,385	895	895	每股经营现金流	1.03	1.67	3.34	2.42	3.17
投资活动现金流	(13,553)	(48,503)	(27,651)	(15,286)	(39,171)	每股净资产	5.51	12.54	13.69	14.88	16.28
债权融资	915	13,844	0	0	0	估值比率					
股权融资	2,731	59,529	43	0	0	市盈率	257.5	106.6	51.1	49.0	41.8
其他	4,641	13,537	1,361	1,466	1,321	市净率	10.6	4.7	4.3	3.9	3.6
筹资活动现金流	8,287	86,911	1,404	1,466	1,321	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
汇率变动影响	426	(3,019)	-0	-0	-0	EV/EBIT	-	-	-	-	-
现金净增加额	3,299	48,564	183	5,300	(12,828)						

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