中芯国际（688981.SH）

2020 年 12 月 21 日

先进制程短期受限，成熟制程空间巨大

——公司信息更新报告

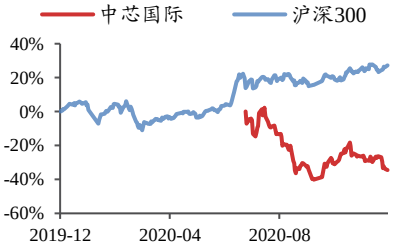
投资评级：增持（下调）

刘翔（分析师）
liuxiang2@kysec.cn
证书编号：S0790520070002

罗通（联系人）
luotong@kysec.cn
证书编号：S0790120070043

日期	2020/12/21
当前股价(元)	54.36
一年最高最低(元)	95.00/49.45
总市值(亿元)	4,185.79
流通市值(亿元)	565.47
总股本(亿股)	77.00
流通股本(亿股)	10.40
近 3 个月换手率(%)	212.02

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-产能供不应求，Q3 业绩超预期》-2020.11.12

《公司首次覆盖报告-大陆晶圆代工龙头，登陆科创板扬帆起航》-2020.8.28

事件：2020 年 12 月 18 日，美国商务部 BIS 正式公告，将中芯国际及相关实体列入“实体名单”，明确拒绝中芯国际 10nm 及以下制程的需求审批，成熟制程需逐项申请许可。

● 先进制程短期研发和扩产将受到较大影响

一方面，由于先进制程工艺的设备和材料大部分垄断在美系厂商手里，如：设备厂商 LAM、KLA，零部件厂商 MKS 以及材料厂商应用材料、美国气体等，因此中芯国际也已公告，预计将对 10nm 下先进工艺的研发及产能建设造成较大不利影响。另一方面，成熟制程需要许可证审批，也将对公司造成一定影响，但中芯国际之前已提前进行相关设备和零部件的备货，长期来看，中芯国际向美国申请许可的同时也将积极导入全球其他进口及国产供应商，预计成熟制程影响可控。公司由于先进制程受到较大影响，我们下调公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司可分别实现 EPS 0.26（-0.01）/0.29（-0.01）/0.34（-0.02）元，归母净利润 19.91/22.34/26.52 亿元，当前股价对应 PE 210/187/158 倍，下调为“增持”评级。

● 中芯国际预将倾斜更多资源于成熟制程

首先，由于先进制程发展受阻，中芯国际不得不将重点暂时放在成熟制程。其次，射频、功率半导体等使用成熟制程的芯片受益于下游新能源汽车、新能源发电、安防等领域的快速发展需求量大增。目前晶圆代工行业产能满载，且部分晶圆厂已开始涨价，中芯国际 Q3 业绩说明会指出，公司的订单已排到 2021Q2，因此，中芯国际预将大力发展成熟制程。中芯国际、国家集成电路基金二期、亦庄国投共同出资 50 亿美元注册中芯京城，加码 12 寸 28nm 以上成熟制程晶圆制造也充分显示了公司对未来持续正常经营、成熟制程核心供应链自主可控的决心。

● 危机背后隐藏着机遇，国产设备、材料商迎来较大发展机遇

该事件进一步加大了国产替代的紧迫性，预计国内其余半导体厂商也将更加重视供应链安全性，因此国内半导体设备及材料厂商将获得较多验证机会，长期我们坚定看好国内半导体设备及材料产业链。

风险提示：半导体景气度不及预期，技术研发不及预期，中美贸易摩擦加剧

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,017	22,018	26,557	30,222	33,914
YOY(%)	7.6	-4.3	20.6	13.8	12.2
归母净利润(百万元)	747	1,794	1,991	2,234	2,652
YOY(%)	-40.0	140.0	11.0	12.2	18.7
毛利率(%)	23.0	20.8	21.6	21.6	21.6
净利率(%)	3.2	8.1	7.5	7.4	7.8
ROE(%)	0.6	1.8	1.7	1.8	2.2
EPS(摊薄/元)	0.10	0.23	0.26	0.29	0.34
P/E(倍)	560.1	233.4	210.2	187.4	157.8
P/B(倍)	11.2	10.5	10.0	9.5	9.0

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)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	41239	47977	54740	57349	58515
现金	30112	37268	39828	43692	40635
应收票据及应收账款	3033	3386	4356	4454	5433
其他应收款	1518	555	1945	900	2293
预付账款	218	239	313	315	389
存货	4444	4390	6158	5849	7627
其他流动资产	1915	2139	2139	2139	2139
非流动资产	57605	66840	62850	58364	58128
长期投资	7763	8223	8657	9080	9604
固定资产	31195	36866	35313	32714	32605
无形资产	1772	1864	2036	2243	2492
其他非流动资产	16875	19887	16843	14326	13426
资产总计	98845	114817	117590	115713	116643
流动负债	17281	20074	17160	17069	19568
短期借款	1320	698	698	698	698
应付票据及应付账款	2185	2176	3031	2896	3756
其他流动负债	13776	17200	13431	13475	15113
非流动负债	20461	23485	20388	17291	14044
长期借款	15270	15483	12386	9290	6042
其他非流动负债	5191	8002	8002	8002	8002
负债合计	37742	43558	37548	34360	33612
少数股东权益	19945	27686	26922	25999	25025
股本	144	145	7700	7700	7700
资本公积	34410	34692	34692	34692	34692
留存收益	2098	3784	5011	6322	8001
归属母公司股东权益	41158	43573	53120	55353	58006
负债和股东权益	98845	114817	117590	115713	116643

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5210	8140	3710	6856	4674
净利润	360	1269	1227	1311	1679
折旧摊销	6956	7109	5257	5714	6339
财务费用	-97	-561	-654	-853	-970
投资损失	270	-847	-196	-258	-434
营运资金变动	727	2851	-1719	1163	-1725
其他经营现金流	-3007	-1680	-204	-222	-216
投资活动现金流	-20595	-13553	-866	-749	-5453
资本支出	11603	12723	-4424	-4909	-761
长期投资	-11743	-3150	-434	-460	-524
其他投资现金流	-20735	-3980	-5723	-6118	-6738
筹资活动现金流	16189	8287	-284	-2244	-2278
短期借款	-699	-622	0	0	0
长期借款	-3469	213	-3097	-3097	-3247
普通股增加	3	0	7555	0	0
资本公积增加	1054	282	0	0	0
其他筹资现金流	19300	8412	-4743	853	970
现金净增加额	317	3299	2560	3863	-3057

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	23017	22018	26557	30222	33914
营业成本	17718	17431	20814	23693	26591
营业税金及附加	92	116	0	121	112
营业费用	190	182	241	258	293
管理费用	1159	1518	1520	1778	1996
研发费用	4471	4744	5046	5682	6274
财务费用	-97	-561	-654	-853	-970
资产减值损失	-97	-253	0	0	0
其他收益	1107	2039	1390	1512	1647
公允价值变动收益	25	195	86	102	127
投资净收益	-270	847	196	258	434
资产处置收益	214	28	118	120	89
营业利润	455	1432	1382	1534	1915
营业外收入	9	3	5	6	5
营业外支出	8	8	6	7	7
利润总额	456	1427	1381	1532	1912
所得税	96	158	154	221	234
净利润	360	1269	1227	1311	1679
少数股东损益	-387	-525	-764	-922	-974
归母净利润	747	1794	1991	2234	2652
EBITDA	7597	8482	5983	6393	7282
EPS(元)	0.10	0.23	0.26	0.29	0.34

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	7.6	-4.3	20.6	13.8	12.2
营业利润(%)	-50.1	214.7	-3.5	11.0	24.8
归属于母公司净利润(%)	-40.0	140.0	11.0	12.2	18.7
获利能力					
毛利率(%)	23.0	20.8	21.6	21.6	21.6
净利率(%)	3.2	8.1	7.5	7.4	7.8
ROE(%)	0.6	1.8	1.7	1.8	2.2
ROIC(%)	0.7	1.6	0.9	0.8	1.2
偿债能力					
资产负债率(%)	38.2	37.9	31.9	29.7	28.8
净负债比率(%)	-1.3	-6.8	-21.9	-31.0	-30.5
流动比率	2.4	2.4	3.2	3.4	3.0
速动比率	2.0	2.1	2.7	2.9	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	8.1	6.9	6.9	6.9	6.9
应付账款周转率	8.3	8.0	8.0	8.0	8.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.23	0.26	0.29	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	1.06	0.48	0.89	0.61
每股净资产(最新摊薄)	4.86	5.17	5.43	5.72	6.07
估值比率					
P/E	560.1	233.4	210.2	187.4	157.8
P/B	11.2	10.5	10.0	9.5	9.0
EV/EBITDA	57.6	52.0	71.8	65.9	57.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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