中芯国际-U（688981）

公司研究/点评报告

短期先进工艺受到影响，长期成熟工艺潜力巨大

点评报告/电子　　2020 年 12 月 21 日

一、事件概述

12 月 18 日，美国商务部网站公告将中芯国际及相关实体正式列入实体清单。

二、分析与判断

➢ 实体清单靴子落地，大力发展成熟制程

公司被列入“实体清单”后，根据美国相关法律法规的规定，对用于 10nm 及以下技术节点（包括极紫外光技术）的产品或技术，美国商务部会采取“推定拒绝”（Presumption of Denial）的审批政策进行审核。由于美国泛林、美国应材等公司在高端半导体设备、材料领域具有领先地位，且短期内较难替代，预计会对公司 10nm 及以下先进工艺的研发及产能建设产生影响。其他适用于美国《出口管制条例》的产品或技术，供应商获得美国商务部的出口许可后可向公司供应，预计未来公司将大力发展成熟工艺制程。

➢ 成熟工艺平台产能奇缺，未来增长空间巨大

根据三季报披露数据，2020 年第三季度中芯国际营收结构中，28nm 及以下先进制程占比为 14.6%，28nm 以上成熟制程占比为 85.4%，达到 65.23 亿元。而据 IHS Markit 预测，全球晶圆代工市场规模将从 2020 年的 585 亿美元上升至 2025 年的 861 亿美元，其中 28nm 以上成熟制程占比为 48%，市场规模达 414.29 亿美元，按 1 美元=6.5 人民币汇率换算，约合 2692.89 亿人民币，是中芯国际成熟制程 20Q3 年化营收的 10.32 倍。随着新能源汽车/新能源发电/监控摄像/消费电子等领域的持续发展，带动功率半导体/图像处理/射频等成熟工艺芯片需求激增，兆易创新/汇顶科技/卓胜微/斯达半导/韦尔股份等绝大多数芯片设计公司的晶圆代工都在成熟工艺平台，造成产能紧张、缺口巨大，并且预计该趋势仍将在较长时间内持续，给中芯国际在成熟工艺平台的发展带来广阔空间。

➢ 加速国产替代，利好上游国产设备、材料公司

在中芯国际被美商务部列入实体清单后，预计未来发展重点将转向成熟工艺，出于供应链安全考虑，预计将大幅增加国产设备、材料供应。12 月 4 日公司已公告与大基金、亦庄国投成立合资企业开发 28nm 及以上制程集成电路项目。同时，本次事件可能也会对其他国内晶圆代工和 IDM 厂商产生影响，加速国产替代，利好上游国产设备、材料公司。2019 年大陆进口半导体设备金额占比最高的为镀膜设备占比 32%（化学气相沉积 23%+物理气相沉积 9%），其次是刻蚀设备 18%，引线键合机占比 12%，剩下氧化扩散炉、光刻机、离子注入机、化学抛光机等设备占比约 10%、9%、4%、4%。

三、投资建议

我们预计 2020/2021/2022 年公司归母净利为 36.5/42.2/48.7 亿元，对应 PE 为 116/101/87 倍。2020/12/20 申万半导体指数 PE 为 93 倍，考虑到国内成熟制程市场空间大，公司有望长期受益，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

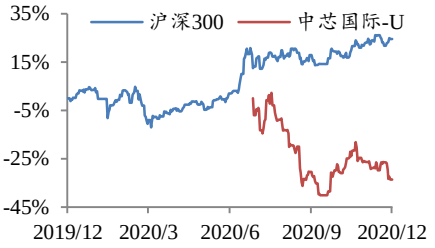
中美贸易摩擦风险、研发进展不及预期风险、产能进展不及预期风险。

推荐　维持评级

当前价格：　55.02 元

交易数据	2020-12-18
近 12 个月最高/最低(元)	84.82/49.65
总股本（百万股）	7,700
流通股本（百万股）	1,040
流通股比例（%）	13.51
总市值（亿元）	4,237
流通市值（亿元）	572

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

研究助理：王浩然

执业证　S0100120070002

电话：　021-60876715

邮箱：　wanghaoran@mszq.com

相关研究

1.中芯国际-U(688981):20Q3 业绩超预期，国产需求强劲

2.中芯国际-U(688981):2Q20 延续高景气，业绩创单季新高

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	22,018	27,632	31,805	36,735
增长率（%）	-4.3	25.5	15.1	15.5
归属母公司股东净利润（百万元）	1,794	3,645	4,217	4,873
增长率（%）	140.0	103.2	15.7	15.6
每股收益（元）	0.34	0.47	0.55	0.63
PE（现价）	161.8	116.2	100.5	86.9
PB	5.7	3.7	3.6	3.4

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）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**22,018**	**27,632**	**31,805**	**36,735**
营业成本	17,431	20,752	23,981	27,698
营业税金及附加	116	111	127	147
销售费用	182	160	184	213
管理费用	1,518	1,713	1,972	1,837
研发费用	4,744	4,587	5,248	6,024
EBIT	(1,973)	309	293	816
财务费用	(561)	(386)	(449)	(311)
资产减值损失	(253)	(250)	(230)	(210)
投资收益	847	300	300	300
营业利润	**1,432**	**3,246**	**3,271**	**3,637**
营业外收支	(5)	0	0	0
利润总额	**1,427**	**3,246**	**3,271**	**3,637**
所得税	158	347	363	400
净利润	1,269	2,899	2,908	3,237
归属于母公司净利润	**1,794**	**3,645**	**4,217**	**4,873**
EBITDA	**5,135**	**8,494**	**9,344**	**10,639**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	37268	93153	90137	91571
应收账款及票据	3386	4145	4771	5510
预付款项	239	291	336	388
存货	5346	6728	7533	7901
其他流动资产	1839	1839	1839	1839
流动资产合计	**47977**	**107081**	**104138**	**107971**
长期股权投资	8223	8523	8823	9123
固定资产	36866	41866	45866	49866
无形资产	1864	1632	1433	1263
非流动资产合计	**65674**	**69260**	**69843**	**68688**
资产合计	**118563**	**183860**	**181511**	**184179**
短期借款	698	6313	812	0
应付账款及票据	2176	2490	2638	2770
其他流动负债	2028	2028	2028	2028
流动负债合计	**20074**	**20813**	**15557**	**14988**
长期借款	13988	13988	13988	13988
其他长期负债	8200	8200	8200	8200
非流动负债合计	**22318**	**22318**	**22318**	**22318**
负债合计	**42392**	**43131**	**37875**	**37306**
股本	5057	7700	7700	7700
少数股东权益	27686	26939	25631	23994
股东权益合计	**76171**	**140728**	**143636**	**146873**
负债和股东权益合计	**118563**	**183860**	**181511**	**184179**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-4.3	25.5	15.1	15.5
EBIT 增长率	-221.7	-115.7	-5.5	178.7
净利润增长率	140.0	103.2	15.7	15.6
盈利能力				
毛利率	20.8	24.9	24.6	24.6
净利润率	8.1	13.2	13.3	13.3
总资产收益率 ROA	1.5	2.0	2.3	2.6
净资产收益率 ROE	3.7	3.2	3.6	4.0
偿债能力				
流动比率	2.4	5.1	6.7	7.2
速动比率	2.2	4.9	6.3	6.8
现金比率	1.9	4.5	5.8	6.1
资产负债率	0.4	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	51.1	45.0	40.0	35.0
存货周转天数	101.1	95.0	90.0	85.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
每股指标（元）				
每股收益	0.3	0.5	0.5	0.6
每股净资产	9.6	14.8	15.3	16.0
每股经营现金流	51.4	0.3	1.5	1.3
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	161.8	116.2	100.5	86.9
PB	5.7	3.7	3.6	3.4
EV/EBITDA	40.0	26.4	23.5	20.4
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,269	2,899	2,908	3,237
折旧和摊销	7,350	7,935	8,822	9,613
营运资金变动	1,770	(8,297)	145	(2,214)
经营活动现金流	**7,443**	**2,236**	**11,575**	**10,336**
资本开支	12,197	11,090	9,090	8,090
投资	(2,195)	0	0	0
投资活动现金流	**(13,553)**	**(11,090)**	**(9,090)**	**(8,090)**
股权募资	7,954	59,090	0	0
债务募资	1,862	33	0	0
筹资活动现金流	**8,287**	**64,738**	**(5,501)**	**(812)**
现金净流量	**2,176**	**55,884**	**(3,016)**	**1,434**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

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。

王浩然，电子行业研究员，曾供职于东吴证券股份有限公司，2019年新财富环保行业第三名团队核心成员，获得上海财经大学理学学士、金融硕士。

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。