万联证券 WANLIAN SECURITIES

业务发展逆势增长，新经贸背景下有望实现进一步突破

——中芯国际（688981）三季报点评报告

增持（维持）

日期：2020 年 11 月 16 日

事件：公司三季报披露

公司三季度单季营业收入 76.38 亿元人民币，同比增长 31.71%，环比增长 12.99%；单季归母净利润约 16.94 亿元，同比增长 105.54%。晶圆生产制造为公司主营业务，营收占比约 85%-90%，其中超过 50%收入来自 55/65 纳米与 0.15/0.18 微米两类晶圆。公司先进制程工艺水平稳步提升，产能转化业绩能力不断增强，下游 5G 及 AIoT 领域增量发展带给公司业务增长广阔空间，中美经贸摩擦对公司影响小于预期。

投资要点：

- **先进制程工艺水平稳步增长，全力追赶国际巨头芯片厂商：**中芯国际14纳米芯片在2019年四季度进入量产阶段，良率达到业界量产水平。公司三季报显示2020年7-9月14/28nm晶圆收入占比达到14.6%，相较二季度9.1%以及19年三季度4.3%的收入占比有较明显的进步。与此同时，公司第二代先进制程也在稳步推进，目前进入小量试产。公司表示其第二代先进制程应用主要为高性能运算，相较于14nm工艺，性能提升20%，功率减少57%，集成系统面积减少55%，进一步缩小与台积电等其他世界先进芯片厂商的差距。
- **Q3业绩增长创新高，5G及AIoT领域需求驱动公司持续发展：**公司2020年第三季度净利润约17.46亿元，同比增长185.60%，创下近年来最高记录。销售净利率14.21%、毛利率24.53%，较上季度9.20%、23.50%以及去年三季度5.76%、20.83%的销售净利率与毛利率提升显著。受益于5G催生的以AIoT为代表的应用，电子元器件、半导体行业的需求增长；同时，在中美经贸摩擦环境下推进我国国产替代加速，自主研发能力不断突破。中芯国际作为我国芯片代工的实力代表，有望发展加速。
- **美商务部管制影响短期可控：**中芯国际2020年资本开支较去年下调13.68%，由457亿元下调至402亿元。主要原因为美国商务部对公司设备、材料及配件供货商下函，必须要事先申请出口许可才可继续向中芯公司供货，叠加新冠疫情致使的全球物流速度放缓，导致部分机台到货延迟。光刻机龙头企业荷兰ASML公司此前表示向中国出口深紫

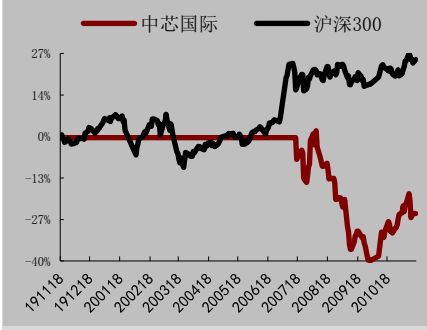
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	220.18	271.00	322.48	377.16
增长比率(%)	-4.34	23.1	19.0	17.0
净利润(亿元)	17.94	20.79	34.68	43.85
增长比率(%)	140.04	15.9	67.8	27.0
每股收益(元)	0.24	0.27	0.45	0.58
市盈率(倍)	312.90	231.33	138.68	109.68

数据来源：Wind,万联证券研究所

基础数据

行业	电子
公司网址	
大股东/持股	国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司/1.79%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	7,698.91
流通A股(百万股)	1,040.23
收盘价(元)	62.46
总市值(亿元)	4,808.74
流通A股市值(亿元)	649.73

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020 年 11 月 16 日

相关研究

万联证券研究所 20201016_公司事项点评_AAA_中芯国际（688981）事项点评报告
万联证券研究所 20200829_公司半年报点评_AAA_中芯国际（688981）半年报点评报告
万联证券研究所 20200819_公司首次覆盖_AAA_中芯国际（688981）首次覆盖报告

分析师： 夏清莹
执业证书编号：S0270520050001
电话：075583228231
邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理： 贺潇翔宇
电话：02085806067
邮箱：hexxy@wlzq.com.cn

万联证券

外光刻机不需美国许可。

- **盈利预测与投资建议：**预计2020、2021、2022年公司分别实现归母净利润20.79亿元、34.68亿元、43.85亿元，对应EPS分别为0.27元、0.45元、0.58元，对应当前股价的PE分别为231.33倍、138.68倍、109.68倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**5G及AIoT落地速度不及预期，产能扩张及工艺制程研发速度不及预期。

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	47,977	92,694	87,375	85,269
货币资金	37,268	75,826	67,714	61,834
应收票据及应收账款	3,386	5,019	6,253	7,641
其他应收款	555	750	998	1,261
预付账款	239	381	413	497
存货	4,390	7,249	8,097	9,608
其他流动资产	2,139	3,469	3,899	4,429
非流动资产	66,840	80,494	91,253	101,411
长期股权投资	8,223	8,223	8,223	8,223
固定资产	36,866	48,448	57,433	65,616
在建工程	17,060	18,880	20,410	22,040
无形资产	1,864	2,116	2,360	2,705
其他长期资产	2,828	2,828	2,828	2,828
资产总计	114,817	173,222	178,662	186,714
流动负债	20,074	23,268	25,149	28,589
短期借款	698	1,100	1,300	1,500
应付票据及应付账款	2,176	2,708	3,246	3,891
预收账款	6	8	13	19
其他流动负债	17,193	19,452	20,591	23,179
非流动负债	23,485	23,485	23,485	23,485
长期借款	13,988	13,988	13,988	13,988
应付债券	1,495	1,495	1,495	1,495
其他非流动负债	8,002	8,002	8,002	8,002
负债合计	43,558	46,753	48,634	52,073
股本	145	2,083	2,083	2,083
资本公积	34,692	85,984	85,984	85,984
留存收益	3,784	5,862	9,350	13,778
归属母公司股东权益	43,573	98,882	102,370	106,798
少数股东权益	27,686	27,587	27,658	27,842
负债和股东权益	114,817	173,222	178,662	186,714

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8,140	6,739	12,158	11,719
净利润	1,794	2,079	3,468	4,385
折旧摊销	7,784	8600	9540	10580
营运资金变动	1,770	-3,250	18	-385
其它	-3,208	-6,90	-868	-2,861
投资活动现金流	-13,553	-21,316	-18,809	-18,609
资本支出	-12,197	-22,370	-20,391	-20,842
投资变动	-2,195	-30	-30	-30
其他	839	1,084	1,612	2,263
筹资活动现金流	8,287	53,134	-1,262	-282
银行借款	9,158	53,832	-1,262	-282
债券融资	8,117	282	-900	80
股权融资	7,954	7,555	0	0
其他	-16,942	-8,535	900	-80
现金净增加额	3,299	38,557	-7,913	-7,172
期初现金余额	12,329	15,628	54,185	46,272
期末现金余额	15,628	54,185	46,272	39,100

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	22,018	27,100	32,248	37,716
营业成本	17,431	21,168	25,046	29,224
营业税金及附加	116	271	355	453
销售费用	182	152	164	181
管理费用	1,518	2,033	2,515	3,055
研发费用	4,744	5,962	6,933	7,920
财务费用	-561	-244	-427	-350
资产减值损失	-253	-146	-131	-153
公允价值变动收益	195	0	0	0
投资净收益	847	1,084	1,612	2,263
资产处置收益	28	35	42	49
营业利润	1,432	2,362	3,957	5,126
营业外收入	3	3	6	9
营业外支出	8	8	9	10
利润总额	1,427	2,357	3,954	5,125
所得税	158	377	395	513
净利润	1,269	1,980	3,559	4,613
少数股东损益	-525	-99	71	185
归属母公司净利润	1,794	2,079	3,468	4,385
EBITDA	4,339	6,115	6,774	7,463
EPS（元）	0.33	0.27	0.45	0.58

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-4.3%	23.1%	19.0%	17.0%
营业利润	214.7%	64.9%	67.6%	29.5%
归属于母公司净利润	140.0%	15.9%	67.8%	27.0%
获利能力				
毛利率	20.8%	21.9%	22.3%	22.5%
净利率	5.8%	7.3%	11.0%	12.2%
ROE	4.1%	2.1%	3.4%	4.1%
ROIC	-1.8%	-1.4%	-1.6%	-1.8%
偿债能力				
资产负债率	37.9%	27.0%	27.2%	27.9%
净负债比率	-16.0%	-40.1%	-32.7%	-27.3%
流动比率	2.39	3.98	3.47	2.98
速动比率	2.16	3.65	3.13	2.63
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.16	0.18	0.20
应收账款周转率	6.71	5.62	5.37	5.14
存货周转率	3.97	2.92	3.09	3.04
每股指标（元）				
每股收益	0.23	0.27	0.45	0.58
每股经营现金流	1.06	0.88	1.55	1.69
每股净资产	5.66	12.84	13.30	13.87
估值比率				
P/E	312.90	231.33	138.68	109.68
P/B	10.93	4.82	4.65	4.46
EV/EBITDA	-2.63	12.79	12.74	12.35

资料来源：Wind，公司财报，万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅－5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数 ：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场