中芯国际-U（688981）

公司研究/点评报告

20Q3 业绩超预期，国产需求强劲

点评报告/电子 | 2020 年 11 月 13 日

一、事件概述

11 月 11 日，公司公告 20Q3 实现营业收入 10.83 亿美元，同增 32.6%，环增 15.3%；归母净利 2.56 亿美元，同增 122.7%，环增 85.8%。

二、分析与判断

➢ Q3 业绩超预期，上修全年收入增长预期

1）营收超预期：20Q3 公司实现营收 10.83 亿美元，同增 32.6%，环增 15.3%，超出此前预告上限 9.67 亿美元 12%，主要因需求强劲、平均售价上升和其他收入增加所致，其中 20Q3 14/28nm 营收占比达到 14.6%，19Q3 为 4.3%，20Q2 为 9.1%，先进制程占比持续提升。前三季度累计实现收入 30.54 亿美元，同增 30.23%。2）毛利率超预期：20Q3 实现毛利率 24.2%，较此前预告上限 21%高出 3.2pct，环比 20Q2 下降 2.3pct，同比 19Q3 提升 3.4pct。3）业绩创单季新高：20Q3 实现归母净利润 2.56 亿美元，同增 122.7%，环增 85.8%，业绩创单季新高，前三季度累计实现净利润 4.52 亿美元，同增 168.63%。4）上修全年收入指引：同时公司上修全年收入增长预期为 24%-26%，全年毛利率目标高于去年；预计 Q4 营收环比减少 10%-12%，毛利率介于 19%-21%。

➢ 研发进展顺利，资本开支有所下调

1）公司先进技术应用多样，第一代(14nm)先进技术良率达业界量产水平，第二代(N+1)进入小量试产；成熟应用平台需求强劲，来自电源管理、射频信号处理、指纹识别，以及图像信号处理相关收入增长显著，产能利用率维持在 97.8%的高位水平。2）公司将 2020 年全年的资本开支由 67 亿美元下修至 59 亿美元，主要是因为美国出口管制使部分机台供货期延长或有不确定性，以及物流原因导致部分机台到货延迟，但仍高于 20Q1 计划的全年资本开支 43 亿美元。

➢ 晶圆代工近 50%增长空间，国产替代亟待发展

IHS Markit 预测全球晶圆代工市场规模将从 2020 年的 585 亿美元增至 2025 年的 861 亿美元，其中先进工艺占比从 2020 年 36%升至 2025 年超过 50%。2019 年中芯在全球晶圆代工市占率为 5%，提升空间广阔。当前国产晶圆制造面临产能不足和先进制程落后两大困境。2019 年我国集成电路贸易逆差达 2040 亿美元，缺口巨大；晶圆制造 56%份额被台积电占据，中芯国际、华虹集团和武汉新芯合计占比仅 28%，国产替代亟待发展。

➢ 大陆代工技术之最，2-3 年有望迈入全球 Top 行列

中芯国际是全球仅有的 5 家具备 14nm 量产能力的厂商之一，是大陆具备完整成熟逻辑工艺制程、最先突破且唯一具备 14nm 生产能力的专业晶圆代工厂商，2020 年推出 N+1，制程超过格芯(12nm)、联电(14nm)，2021 年有望推出 N+2，紧追台积电和三星步伐，成为全球代工先进制程 Top 厂商。

三、投资建议

结合公司三季报业绩情况，我们预测公司 2020/2021/2022 年归母净利为 36.5/42.2/48.7 亿元，2020/2021/2022 年 PE 为 130.7/113.0/97.7 倍。2020/11/12 申万半导体行业指数 PE 为 94 倍，考虑到公司是目前大陆具备完整成熟逻辑工艺制程且唯一具备 14nm 工艺的晶圆代工企业，研发技术国内领先，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

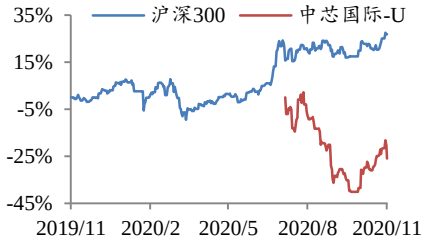
中美贸易摩擦风险、研发进展不及预期风险、新冠疫情影响风险。

推荐 维持评级

当前价格： 61.86 元

交易数据	2020-11-12
近 12 个月最高/最低(元)	84.82/49.45
总股本（百万股）	7,700
流通股本（百万股）	6,802
流通股比例（%）	88.33
总市值（亿元）	4,763
流通市值（亿元）	4,207

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):2Q20 延续高景气，业绩创单季新高

2.【民生电子】中芯国际（688981）：拟合资投入 28nm 及以上制程，持续提升竞争力

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）	181.9	130.7	113.0	97.7
PB	6.5	4.2	4.0	3.9

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	**113651**	**176341**	**173981**	**176659**
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	**113651**	**176341**	**173981**	**176659**

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	181.9	130.7	113.0	97.7
PB	6.5	4.2	4.0	3.9
EV/EBITDA	45.2	30.3	27.0	23.5
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。