中芯国际（688981.SH） 产能供不应求，Q3 业绩超预期

2020 年 11 月 12 日

——公司信息更新报告

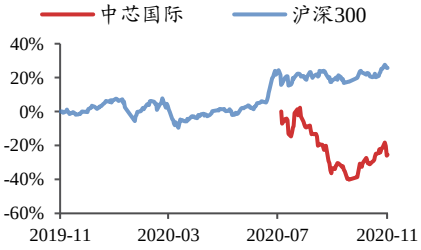
投资评级：买入（维持）

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	2020/11/12
当前股价(元)	61.86
一年最高最低(元)	95.00/49.45
总市值(亿元)	4,763.08
流通市值(亿元)	643.49
总股本(亿股)	77.00
流通股本(亿股)	10.40
近 3 个月换手率(%)	262.63

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《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

● 龙头优势显著，Q3 业绩攀升新高度

受益下游需求旺盛，公司业绩表现优异。公司 2020Q1-3 营收为 208.00 亿元，同比+30.23%，归母净利润 30.80 亿元，同比+168.63%。其中 2020Q3 营收 76.38 亿元，同比+31.71%，环比+12.98%，归母净利润 16.94 亿元，同比+105.54%，环比+78.34%，主要系：1）影像传感器 CIS、电源管理芯片 PMIC、指纹识别芯片、蓝牙芯片、特殊型存储芯片等下游需求的快速增长拉动成熟制程应用平台的强劲增长；2）供需结构失衡引起 8 寸晶圆价格上涨；3）产品组合的优化。公司业绩 Q3 超预期，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司可分别实现 EPS 0.27（+0.02）/0.30（+0.02）/0.36（+0.04）元，当前股价对应 PE 229/207/170 倍，维持“买入”评级。

● 盈利能力提升，产能扩张，先进制程占比提升

公司 2020Q1-3 毛利率为 24.53%，净利率为 14.21%。其中 2020Q3 为 26.29%，环比+0.96pct，净利率为 22.86%，环比+10.10pcts，晶圆代工业务价格上涨与市场景气因素贡献显著，2020Q3 公司交付 144 万片 8 寸等值晶圆，同比+9.5%。目前公司月产能已达 51.02 万片，同比+14.9%，产能利用率达 97.8%，同比+0.8pcts。公司国内收入占比进一步提升，目前达 69.7%，同比+9.2pcts。先进制程占比提升，14nm/28nm 制程占比达 14.6%，同比+10.3pcts，环比+5.5pcts。

● 先进制程研发成果斐然，N+1 工艺已小规模量产

公司 N+1 工艺芯片流片成功，N+1 项目系公司第二代先进工艺，与 14nm 工艺相比，性能提升 20%、功耗降低 57%、逻辑面积缩小 63%，目前已进入小量试产。尽管公司 2020 年资本开支计划因美国出口管制使部分机台供货期延长或有不确定性，及物流原因导致部分机台到货延迟，从 457 亿元下修到 402 亿元。但短期来看，行业 8 寸晶圆产能供不应求，中芯国际作为大陆最先进领先的代工厂，订单饱满，产能利用率持续维持高位，长期来看，公司持续进行产能扩张，N+2 工艺的研发也提上日程，增长潜力巨大。

风险提示：行业竞争加剧风险、技术创新不达预期，外部技术封锁加大风险。

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	27,850	31,988	35,214
YOY(%)	7.6	-4.3	26.5	14.9	10.1
归母净利润(百万元)	747	1,794	2,076	2,304	2,798
YOY(%)	-40.0	140.0	15.7	11.0	21.4
毛利率(%)	23.0	20.8	22.0	22.0	22.0
净利率(%)	3.2	8.1	7.5	7.2	7.9
ROE(%)	0.6	1.8	1.8	1.8	2.3
EPS(摊薄/元)	0.10	0.23	0.27	0.30	0.36
P/E(倍)	637.4	265.5	229.4	206.7	170.2
P/B(倍)	12.7	12.0	11.4	10.8	10.1

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	55539	57739	59591
现金	30112	37268	39647	43709	41114
应收票据及应收账款	3033	3386	4733	4592	5674
其他应收款	1518	555	2067	944	2371
预付账款	218	239	340	325	407
存货	4444	4390	6614	6030	7887
其他流动资产	1915	2139	2139	2139	2139
非流动资产	57605	66840	62850	58364	57551
长期投资	7763	8223	8657	9080	9604
固定资产	31195	36866	35313	32714	32181
无形资产	1772	1864	2036	2243	2492
其他非流动资产	16875	19887	16843	14326	13273
资产总计	98845	114817	118389	116103	117142
流动负债	17281	20074	17908	17366	19995
短期借款	1320	698	698	698	698
应付票据及应付账款	2185	2176	3256	2986	3885
其他流动负债	13776	17200	13953	13682	15412
非流动负债	20461	23485	20388	17291	13930
长期借款	15270	15483	12386	9290	5928
其他非流动负债	5191	8002	8002	8002	8002
负债合计	37742	43558	38296	34657	33925
少数股东权益	19945	27686	26889	25937	24910
股本	144	145	7700	7700	7700
资本公积	34410	34692	34692	34692	34692
留存收益	2098	3784	5063	6416	8187
归属母公司股东权益	41158	43573	53204	55509	58307
负债和股东权益	98845	114817	118389	116103	117142

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5210	8140	3531	7057	4635
净利润	360	1269	1280	1353	1771
折旧摊销	6956	7109	5257	5714	6310
财务费用	-97	-561	-652	-850	-979
投资损失	270	-847	-196	-258	-434
营运资金变动	727	2851	-1953	1320	-1817
其他经营现金流	-3007	-1680	-204	-222	-216
投资活动现金流	-20595	-13553	-866	-749	-4847
资本支出	11603	12723	-4424	-4909	-1338
长期投资	-11743	-3150	-434	-460	-524
其他投资现金流	-20735	-3980	-5723	-6118	-6708
筹资活动现金流	16189	8287	-287	-2246	-2383
短期借款	-699	-622	0	0	0
长期借款	-3469	213	-3097	-3097	-3362
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	-4745	850	979
现金净增加额	317	3299	2378	4062	-2594

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	23017	22018	27850	31988	35214
营业成本	17718	17431	21713	24950	27463
营业税金及附加	92	116	0	128	117
营业费用	190	182	253	273	304
管理费用	1159	1518	1594	1882	2072
研发费用	4471	4744	5291	6014	6515
财务费用	-97	-561	-652	-850	-979
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	1441	1582	2020
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	1440	1581	2017
所得税	96	158	160	228	247
净利润	360	1269	1280	1353	1771
少数股东损益	-387	-525	-797	-952	-1027
归母净利润	747	1794	2076	2304	2798
EBITDA	7597	8482	6045	6445	7348
EPS(元)	0.10	0.23	0.27	0.30	0.36

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	7.6	-4.3	26.5	14.9	10.1
营业利润(%)	-50.1	214.7	0.6	9.8	27.6
归属于母公司净利润(%)	-40.0	140.0	15.7	11.0	21.4
获利能力					
毛利率(%)	23.0	20.8	22.0	22.0	22.0
净利率(%)	3.2	8.1	7.5	7.2	7.9
ROE(%)	0.6	1.8	1.8	1.8	2.3
ROIC(%)	0.7	1.6	1.0	0.9	1.3
偿债能力					
资产负债率(%)	38.2	37.9	32.3	29.9	29.0
净负债比率(%)	-1.3	-6.8	-21.6	-30.9	-31.2
流动比率	2.4	2.4	3.1	3.3	3.0
速动比率	2.0	2.1	2.6	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	0.27	0.30	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	1.06	0.46	0.92	0.60
每股净资产(最新摊薄)	4.86	5.17	5.44	5.74	6.11
估值比率					
P/E	637.4	265.5	229.4	206.7	170.2
P/B	12.7	12.0	11.4	10.8	10.1
EV/EBITDA	65.2	58.8	80.6	74.3	65.0

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