

中芯国际-U (688981)

公司研究/点评报告

与阿斯麦延长采购协议，增强扩产成长信心

点评报告/电子

2021年03月04日

一、事件概述

公司公告与阿斯麦批量采购协议期限从原来的2020年底延长至2021年底。且公司已于2020年3月至2021年3月与阿斯麦签订了总额为12亿美元的购买单。

二、分析与判断

➤ 延长采购协议有望保障扩产计划顺利执行，未来成长性不必担心

光刻机是晶圆代工中最核心的制造设备，而阿斯麦是全球光刻机龙头，市占率高达67%，且是全球唯一的EUV光刻机供应商。本次延长与阿斯麦的采购协议是公司近期以来首次公告获得重要设备供应商支持。当前公司现有约当8寸产能52万片/月，计划21年成熟12寸产线扩产1万片，成熟8寸产线扩产不少于4.5万片，并加强第一代、第二代FinFET多元平台开发和布建，公司21年资本开支为43亿美元。此前市场担心中芯国际未来的扩产计划能否顺利进行，随着本次重要设备采购协议的签署，预计未来其他设备厂商的供应也会逐步放开，使公司扩产计划顺利落地，未来成长性不必担心。

➤ 需求大幅提升产能紧缺，增长空间十分广阔

随着5G、HPC/新能源、物联网等带动先进/成熟制程芯片需求大幅增加，当前产业呈现出芯片紧张，供不应求的格局。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，其中先进制程市场规模447亿美元，成熟制程市场规模414亿美元。而2020年中芯国际14/28nm先进制程营收约3.6亿美元占比9.3%，28nm以上成熟制程营收约35.4亿美元占比90.7%，成长空间十分广阔。

➤ 把握产业链设备、材料、封测企业投资机遇

前期由于中芯国际美产设备的供应需经审批，关键设备进口存在不确定性，继而可能影响到整条产线其他国产设备的订单落地。而获得供应许可及与阿斯麦延长采购协议后，一方面国产设备现有订单将得到有效执行，另一方面，中芯国际未来扩展的确定性和积极性将进一步增加。从中长期看，基于自主可控的需要，国产替代进程仍将持续，有利于国产半导体设备的订单增长。同时，随着扩产产能的逐步释放，半导体材料、下游封测的需求也将持续增加。

三、投资建议

我们预计2020/2021/2022年公司归母净利润为43.3/45.4/52.9亿元，对应PE为107/102/88倍，PB为4.0/3.9/3.7倍，当前申万半导体指数PE为96倍，参考国际可比公司台积电9倍PB，考虑到晶圆代工产业的高景气，以及公司在国内的龙头地位，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

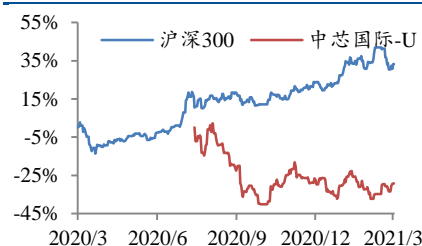
维持评级

当前价格：**58.67元**

交易数据 **2021-3-3**

近12个月最高/最低(元)	84.82/49.65
总股本(百万股)	7,896
流通股本(百万股)	1,096
流通股比例(%)	13.88
总市值(亿元)	4,633
流通市值(亿元)	643

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

执业证号：S0100519090004

电话：021-60876730

邮箱：wangfang@mszq.com

研究助理：王浩然

执业证号：S0100120070002

电话：021-60876715

邮箱：wanghaoran@mszq.com

相关研究

1. 中芯国际-U(688981):需求旺盛带动业绩增长，扩产成熟制程空间广阔
2. 中芯国际-U(688981):短期先进工艺受到影响，长期成熟工艺潜力巨大

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	27,471	30,081	34,743
增长率 (%)	-4.3	24.8	9.5	15.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,794	4,332	4,544	5,289
增长率 (%)	140.0	141.5	4.9	16.4
每股收益 (元)	0.34	0.55	0.58	0.67
PE (现价)	172.6	107.0	102.0	87.6
PB	6.1	4.0	3.9	3.7

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	27,471	30,081	34,743
营业成本	17,431	20,328	24,666	27,100
营业税金及附加	116	110	120	139
销售费用	182	159	150	202
管理费用	1,518	1,703	1,504	1,737
研发费用	4,744	4,560	4,512	5,211
EBIT	(1,973)	610	(872)	354
财务费用	(561)	(386)	(451)	(268)
资产减值损失	(253)	(250)	(230)	(210)
投资收益	847	400	800	600
营业利润	1,432	3,857	3,509	3,933
营业外收支	(5)	0	0	0
利润总额	1,427	3,857	3,509	3,933
所得税	158	413	368	413
净利润	1,269	3,444	3,140	3,520
归属于母公司净利润	1,794	4,332	4,544	5,289
EBITDA	5,135	8,795	9,188	12,185
资产负债表 (百万元)				
货币资金	37268	93847	73045	77929
应收账款及票据	3386	4121	4512	5211
预付款项	239	285	345	379
存货	5346	6459	8201	6899
其他流动资产	1839	1839	1839	1839
流动资产合计	47977	107509	87262	93165
长期股权投资	8223	8623	9423	10023
固定资产	36866	41866	55866	59866
无形资产	1864	1632	1484	1307
非流动资产合计	65674	69360	87494	84631
资产合计	118563	184539	182582	185359
短期借款	698	6313	812	0
应付账款及票据	2176	2439	2713	2710
其他流动负债	2028	2028	2028	2028
流动负债合计	20074	20750	15653	14910
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	43068	37971	37229
股本	5057	7896	7896	7896
少数股东权益	27686	26799	25395	23625
股东权益合计	76171	141471	144611	148131
负债和股东权益合计	118563	184539	182582	185359

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-4.3	24.8	9.5	15.5
EBIT 增长率	-221.7	-130.9	-243.0	-140.6
净利润增长率	140.0	141.5	4.9	16.4
盈利能力				
毛利率	20.8	26.0	18.0	22.0
净利润率	8.1	15.8	15.1	15.2
总资产收益率 ROA	1.5	2.3	2.5	2.9
净资产收益率 ROE	3.7	3.8	3.8	4.2
偿债能力				
流动比率	2.4	5.2	5.6	6.2
速动比率	2.2	4.9	5.1	5.9
现金比率	1.9	4.5	4.7	5.2
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	0.6	0.7
每股净资产	9.6	14.5	15.1	15.8
每股经营现金流	51.4	0.4	1.5	1.7
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	172.6	107.0	102.0	87.6
PB	6.1	4.0	3.9	3.7
EV/EBITDA	42.8	27.8	28.2	21.9
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,269	3,444	3,140	3,520
折旧和摊销	7,350	7,935	9,831	11,621
营运资金变动	1,770	(8,049)	(323)	(754)
经营活动现金流	7,443	2,931	11,848	13,786
资本开支	12,197	11,090	27,150	8,090
投资	(2,195)	0	0	0
投资活动现金流	(13,553)	(11,090)	(27,150)	(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	56,579	(20,803)	4,884

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。