



电子元器件

中芯国际 (0981)

调高 Q1 业绩指引, 代工费上行逻辑得验证

评级: 增持

当前价格 (港元): 13.28

2020.04.08

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	8.81-17.36
当前股本 (百万股)	5128
当前市值 (百万港元)	68101

	王聪(分析师)	张天闻(研究助理)
	021-38676820	021-38677388
	wangcong@gtjas.com	zhangtianwen@gtjas.com
证书编号	S0880517010002	S0880118090094

本报告导读:

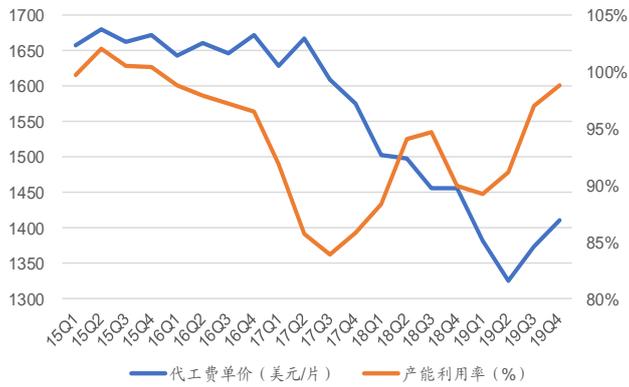
公司调高 2020 年一季度业绩指引, 前期代工费上行逻辑得到验证, 我们对二季度展望更加乐观, 维持增持评级。

摘要:

- **投资建议。**我们继续强调随着国产替代趋势延续, CIS、利基存储等细分行业景气度提升, 公司平均代工费有望在 2020 年出现抬升趋势, 加诸公司先进制程积极推进等因素, 维持“增持”评级。
- **由于产品需求增长及产品组合优化超预期, 公司上调一季度收入及毛利率指引。**收入增长由 0%~2% 调高至 6%~8%, 毛利率指引由 21%~23% 上调为 25%~27%。
- **一季度收入及毛利率指引较大幅度提升, 二季度我们判断更乐观。**公司修正后的一季度毛利率指引中值环比提高 2.2 个百分点, 同比提高 7.75 个百分点。修正后收入环比增长 6%~8% 对应绝对区间为 8.89~9.06 亿美元, YoY 27.18%~29.61%。我们认为一季度收入和毛利率环比、同比较高提升表征公司非但未受冠状病毒影响产能处于满载状态, 同时平均代工费由于客户结构及产品结构优化带来环比的提升, 正式打开 2020 年代工费上涨通道。值得一提的是, 考虑到疫情影响的减弱、国产替代的加速、产品结构进一步改善, 我们对二季度的基本面判断更为乐观。
- **2020 年除了基本面的改善, 预计先进制程布局将取得进一步实质性进展。**从长期来看我们认为晶圆代工核心投资逻辑在于“一起多弱”的竞争格局和市场需要先进制程第二供应商的矛盾, 而公司 FinFET 制程 4Q19 开始贡献有意义的收入, 同时 FinFET 第二代 (N+1) 在 2019 年中即进入客户导入阶段, 使我们对公司长期成长力度及竞争力展望乐观。另外虽然冠状病毒在全球持续性及对 2H20 公司需求端影响难以准确把握, 但相信先进制程的进展将会抵消冠状病毒对运营负面影响 (即使有的话), 同时将拉升公司长期估值水平。
- **风险提示:**中美贸易摩擦带来的不确定性; 行业景气度回升不及预期。

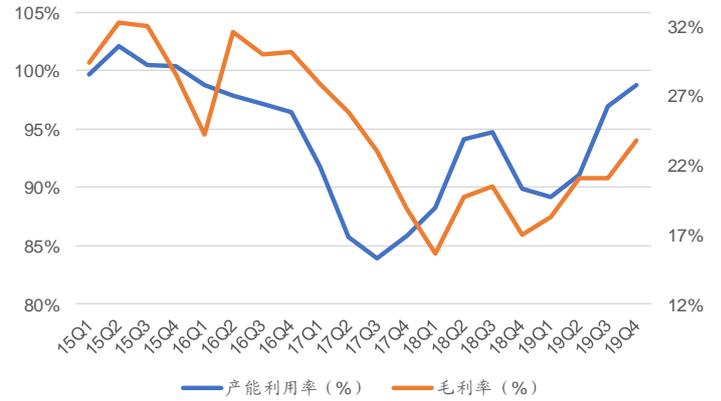
财务摘要 (百万港元)	2016	2017	2018	2019
营业收入	22,599.71	24,316.59	26,459.26	26,174.13
(+/-)%	28.92	6.42	8.59	-0.51
毛利润	6,590.08	5,809.23	5,879.25	5,397.11
净利润	2,920.80	1,404.53	1,050.04	1,827.66
(+/-)%	48.62	-52.29	-25.39	75.06

图 1: 公司产能利用率与代工价格高度相关



数据来源: wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 2: 公司产能利用率与毛利率高度相关



数据来源: wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		

