

# 5G 时代收入端重回增长轨道，利润端仍存波动压力

## ——中芯国际 (0981.HK) 2019 年 Q3 业绩点评

海外公司简报

### ◆3Q19 营收及毛利率表现优于指引，叠加一次性收益增厚净利润

3Q19 公司实现营收 8.16 亿美元，同比下降 4.0%，环比上升 3.2%，超出公司指引环比上升 0-2% 区间。毛利率为 20.8%，环比上升 1.7 个百分点，表现优于公司指引 20%。得益于毛利率改善以及处置附属公司 LFoundry 收益，经营利润率上升至 5.8%，净利率上升至 14.1%，实现归母净利润 1.15 亿美元。

### ◆产能需求紧俏，未来收入端增长取决于产能扩张进度

剔除 LFoundry 影响后，3Q19 晶圆销售额环比上升 4.7%，主要由晶圆出货量带动，产能利用率由 2Q19 的 91% 随之提升至 3Q19 的 97%，显示公司产能需求紧俏，主要得益于中国区客户拉货以及公司自身成熟特色工艺平台效益释放，未来收入端增长取决于公司产能扩张进度。展望四季度，公司产能扩张有限，在客户订单需求旺盛背景下产能利用率继续抬升、产品结构优化及部分产品涨价效应有望驱动公司收入及毛利率继续环比上升，公司指引 4Q19 总收入环比增长 2-3%，毛利率继续抬升至 23-25%。

### ◆先进节点上量驱动收入端重回增长轨道，同时带来盈利能力波动压力

公司 FinFET 技术进展顺利，14nm 于 4Q19 开始贡献营收，同时第二代技术平台进入客户导入阶段、规划于 20 年风险生产。5G 时代 FinFET 工艺需求释放叠加国产大客户订单倾斜，公司 14/12nm 上量趋势更加明朗，然而行业价格竞争压力仍存，叠加大额折旧及研发费用影响，先进节点上量或对公司短期业绩带来拖累、但有助于中长期发展前景向好带来估值提振。

**盈利预测、估值与评级：**鉴于公司下半年产能利用率提升驱动业绩改善超预期，5G 时代成熟平台效益有望继续释放，上调 19-21 年净利润预测 46%/121%/54% 至 1.58/1.09/1.67 亿美元。5G 时代国产替代趋势加速兑现，14nm 及以下先进节点放量叠加成熟节点需求维持紧俏有望驱动公司收入端重回健康增长轨道，然而受 14nm 折旧压力影响，盈利能力存在波动可能，给予 20 年 1.2 倍 PB，上调目标价至 12 元港币，维持“增持”评级。

**风险提示：**中国区晶圆代工竞争加剧；14nm 客户拓展不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万美元)	3,101	3,360	3,108	3,369	3,731
营业收入同比增速 (%)	6.4	8.3	(7.5)	8.4	10.8
净利润 (百万美元)	180	134	158	109	167
EPS (美元)	0.04	0.03	0.03	0.02	0.03
EPS 同比增速 (%)	(56.5)	(30.6)	16.0	(31.3)	53.7
每股净资产 (美元)	1.13	1.21	1.22	1.24	1.28
P/E	34	49	42	61	40
P/B	1.17	1.09	1.08	1.06	1.03

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 13 日

注：按照 1 HKD=0.1274 USD 换算

## 增持 (维持)

当前股价/目标价：10.3/12.0 港元

### 分析师

付天姿 (执业证书编号：S0930517040002)

CFA · FRM

021-52523692

[futz@ebsec.com](mailto:futz@ebsec.com)

吴柳燕 (执业证书编号：S0930519070004)

021-52523690

[wuliuyan@ebsec.com](mailto:wuliuyan@ebsec.com)

### 市场数据

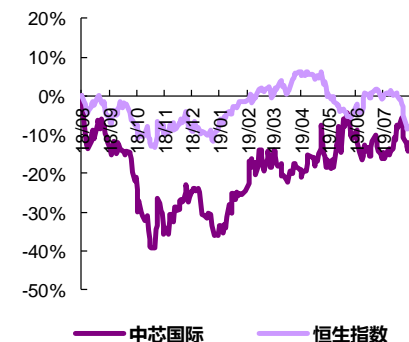
总股本(亿股)：50.54

总市值(亿元)：522.58

一年最低/最高(元)：6.26/11.06

近 3 月换手率：51.1%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.6	27.4	58.3
绝对	4.8	32.6	61.3

资料来源：Wind

### 相关研报

业绩改善趋势尚不明朗，先进工艺上量提振估值……2019-08-09  
下半年营收恢复同比增长，然毛利率下行风险仍存……2019-05-10

## 附录

表 1: 损益表

(单位: 百万美元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,101	3,360	3,108	3,369	3,731
营业成本	(2,360)	(2,613)	(2,465)	(2,682)	(2,909)
毛利	741	747	643	687	822
其它收入	49	82	231	109	82
营业开支	(661)	(799)	(759)	(738)	(799)
营业利润	129	30	116	57	105
财务成本净额	9	40	21	21	36
应占利润及亏损	(10)	21	(15)	(15)	(10)
税前利润	128	92	121	63	132
所得税开支	(2)	(14)	(18)	(9)	(20)
税后经营利润	126	77	103	54	112
少数股东权益	53	57	55	55	55
净利润	180	134	158	109	167
息税折旧前利润	1,106	2,072	2,097	2,288	2,509
息税前利润	135	29	4	18	71
每股收益 (美元)	0.04	0.03	0.03	0.02	0.03
每股股息 (美元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

**表 2: 资产负债表**

(单位: 百万美元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	11,918	14,424	14,062	14,530	15,218
<b>流动资产</b>	4,169	6,150	5,598	6,246	7,269
现金及短期投资	2,733	2,379	1,865	2,300	3,201
有价证券及短期投资	125	0	136	136	136
应收账款	407	410	526	603	668
存货	623	593	595	647	702
其它流动资产	282	2,768	2,478	2,560	2,563
<b>非流动资产</b>	7,749	8,275	8,464	8,284	7,949
长期投资	790	1,151	1,144	1,136	1,131
固定资产净额	4,689	4,452	5,920	6,977	7,821
其他非流动资产	2,270	2,671	1,400	170	(1,003)
<b>总负债</b>	5,167	5,501	5,035	5,450	6,026
<b>流动负债</b>	1,907	2,859	2,075	2,137	2,274
应付账款	838	823	997	1,085	1,177
短期借债	441	673	212	143	143
其它流动负债	628	1,362	865	909	953
<b>长期负债</b>	3,261	2,642	2,961	3,312	3,752
长期债务	2,872	2,179	2,528	2,849	3,209
其它	388	462	432	463	543
<b>股东权益合计</b>	6,721	8,924	9,027	9,080	9,192
股东权益	5,233	6,018	6,176	6,284	6,451
少数股东权益	1,488	2,906	2,851	2,796	2,741
<b>负债及股东权益总额</b>	11,889	14,424	14,062	14,530	15,218
净现金/(负债)	(968)	(936)	(1,308)	(1,156)	(695)
营运资本	191	179	123	165	193
长期可运用资本	9,982	11,565	11,987	12,393	12,944
股东及少数股东权益	6,721	8,924	9,027	9,080	9,192

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 现金流量表

(单位: 百万美元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1,081	799	1,952	2,197	2,501
净利润	180	134	158	109	167
折旧与摊销	971	2,043	2,093	2,270	2,438
营运资本变动	(426)	(434)	56	(42)	(28)
其它	355	(944)	(356)	(139)	(76)
<b>投资活动现金流</b>	(2,662)	(3,197)	(2,337)	(2,065)	(2,079)
资本性支出净额	(1,697)	(1,434)	(2,285)	(2,105)	(2,125)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(535)	(361)	8	8	5
其它资产变化	(429)	(1,402)	(60)	32	41
<b>自由现金流</b>	(744)	(1,329)	(273)	(116)	130
<b>融资活动现金流</b>	1,272	2,377	(129)	304	479
股本变动	343	169	0	0	0
净债务变化	374	(460)	(112)	252	360
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	554	2,668	(17)	51	119
<b>净现金流</b>	(310)	(21)	(514)	436	900

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不将与, 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。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼