

中信证券研究部



徐涛  
 首席电子分析师  
 S1010517080003

## 核心观点

中芯国际为国内第一大、全球第四大晶圆代工厂。我们长期看好公司成熟制程持续扩产做大规模，14nm 以下先进制程研发持续推进并取得良好进展，认为公司具备超越国际二线厂商的能力，长期有望跻身国际一线行列，为芯片制造国产替代核心标的。公司收入规模连续两季度创新高，产能利用率维持高位，维持“买入”评级。

■ **2020Q3 收入符合预期，收入提升由大客户集中订货以及其他业务共同贡献。**公司 2020Q3 收入 10.825 亿美元（环比+15.3%，同比+32.6%），符合公司近期上调后的指引（环比+14%~16%）；收入增长表现较好，一方面是产品组合变化拉动，我们认为 H 客户在 9 月 15 日相关制裁生效前的集中拉货或是原因之一。H 客户产品涵盖 14nm、28nm 等较先进制程及 8 英寸晶圆成熟制程；另一方面，其他业务收入（如光罩制造、晶圆测试、设计服务等）亦表现较好，光罩制造、晶圆测试及其他业务占总收入比重过去 6 个季度持续提升，3Q20 占比达 14.6%。

■ **2020Q3 毛利率符合预期，净利润好于预期。**毛利率 24.2%（环比-2.3pcts），符合上调后指引（23%~25%），环比下降主要源于 Q3 起中芯南方先进工艺新增折旧，此前市场已有预期。在大客户拉货和 8 英寸晶圆需求旺盛背景下，3Q20 公司产能利用率为 97.8%，维持高位运行；ASP 达到 641.75 美元，环比+8%，我们认为在公司产能利用率保持高位、大客户拉货的情况下，新产品及新订单代工价格有正常的上浮。归母净利润 2.56 亿美元（环比+85%），好于预期，其中三季度其他经营收入中政府项目资金 1.38 亿美元，二季度为 0.41 亿美元。

■ **受针对大客户的贸易政策影响，2020Q4 收入下滑已有预期，毛利率指引预计受先进制程折旧影响有所下滑。**Q4 收入指引环比-10%~-12%，考虑到大客户订单受贸易政策影响在四季度开始暂停，市场已有预期，指引下滑幅度略好于预期；毛利率港股公告指引为 16%~18%，A 股公告指引为 19%~21%，考虑到中芯南方先进制程折旧影响，基本符合预期。两地公告差异来自会计准则不同，如存货跌价计入成本，A 股计入资产减值损失。全年收入增长预期上修至 24%~26%，全年毛利率目标高于去年的 20.6%。

■ **下修资本开支 8 亿美元，我们认为主要来自出口管制之下海外设备厂商的影响。**公司 2020 年资本开支计划从 67 亿美元下修到 59 亿美元，主要是由于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致部分机台到货延迟。10 月初美国商务部工业与安全局（BIS）向部分供应商发出信函，对于向中芯国际出口的部分美国设备、配件及原物料须事前申请出口许可证后，才能继续供货。中芯国际 2020 年 3 月公告曾披露采购自泛林（LAM）、应用材料、东京电子的设备订单，分别为 6 亿美元、5.4 亿美元、5.5 亿美元，采购金额较大。

■ **先进制程进展顺利，第一代先进制程（14nm）良率达业界量产水准，第二代先进制程（N+1）进入小量试产。**芯动科技于 2020 年 10 月发布公众号文章表示已完成了基于中芯国际 FinFET N+1 先进工艺的芯片流片和测试。“N+1”是中芯国际对其第二代先进工艺的代号，其与现有的 14nm 工艺相比，性能提升了 20%，功耗降低了 57%，逻辑面积缩小了 63%，SoC 面积减少了 55%。N+1 与市场所谓的 7nm 相比，实际上在功耗和规模非常相近，就性能而言略弱。公

中芯国际	00981.HK
评级	买入（维持）
当前价	22.45 港元
目标价	41.97 港元
总股本	7,700 百万股
港股流通股本	5,761 百万股
52 周最高/最低价	41.95/9.72 港元
近 1 月绝对涨幅	21.48%
近 6 月绝对涨幅	31.75%
近 12 月绝对涨幅	131.68%

司定位 N+1 成为低成本的应用,相比普通 7nm 减少 10%左右成本。N+1 的 NTO (New Tape-out 新流片) 在 2019Q4、2020 年初已经在客户产品验证阶段。按照先前预期,在 2020Q4 可以看到有限量产 (Limited Production)。结合公司公告及相关新闻来看,目前正按计划进度进行。

- **风险因素:** 市场需求下行;国际环境不确定性;新技术研发、量产低于预期等。
- **盈利预测、估值及评级:** 我们预计公司将持续受益国产替代、下游景气,全年趋势向好,3Q20 净利润表现超预期,政府项目资金跟随先进制程研发有望持续发放,因此我们上调公司 2020/21/22 年净利润预测至 4.79/4.98/5.10 亿美元(原预测为 2.87/3.19/3.60 亿美元),对应 EPS 预测为 0.50/0.52/0.54 港元(原预测为 0.30/0.34/0.38 港元),每股净资产 13.99/14.52/15.05 港元,按照 2020 年 3 倍 PB,给予目标价 41.97 港元,维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万美元)	3,359.98	3,115.67	3,888.93	4,497.88	5,225.52
营业收入增长率	8.35%	-7.27%	24.82%	15.66%	16.18%
净利润(百万美元)	134.06	234.70	478.59	498.12	510.45
净利润增长率	-25.39%	75.07%	103.92%	4.08%	2.48%
每股收益 EPS(基本)(美元)	0.02	0.04	0.06	0.07	0.07
毛利率%	22.22%	20.62%	22.50%	20.50%	20.50%
净资产收益率 ROE%	2.23%	3.77%	3.59%	3.60%	3.56%
每股净资产	1.04	1.08	1.79	1.86	1.92
PE	123.40	70.35	44.71	42.91	41.87
PB	2.75	2.65	1.61	1.55	1.49
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.18	0.32	0.50	0.52	0.54
每股净资产(港元)	8.17	8.48	13.99	14.52	15.05

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 11 月 11 日收盘价

利润表 (百万美元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,360	3,116	3,889	4,498	5,226
营业成本	(2,613)	(2,473)	(3,014)	(3,576)	(4,154)
毛利率	22.22%	20.62%	22.50%	20.50%	20.50%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(30)	(27)	(35)	(40)	(46)
营业费用率	0.91%	0.86%	0.90%	0.89%	0.88%
管理费用	(759)	(812)	(933)	(990)	(1,097)
管理费用率	22.59%	26.06%	24.00%	22.00%	21.00%
财务费用	40	76	144	181	138
财务费用率	-1.19%	-2.42%	-3.72%	-4.03%	-2.65%
投资收益	21	5	6	11	7
营业利润	10	(106)	53	83	75
营业利润率	0.30%	-3.40%	1.36%	1.86%	1.43%
营业外收入	82	288	340	310	320
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	92	182	393	393	395
所得税	(14)	(23)	(51)	(55)	(52)
所得税率	15.79%	12.85%	13.00%	13.88%	13.24%
少数股东损益	(57)	(76)	(137)	(159)	(168)
归属于母公司股东的净利润	134	235	479	498	510
净利率	3.99%	7.53%	12.31%	11.07%	9.77%

资产负债表 (百万美元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,379	3,043	6,397	4,664	4,527
存货	593	629	748	870	1,033
应收账款	866	870	968	1,179	1,377
其他流动资产	2,312	2,331	2,531	2,731	2,931
流动资产	6,150	6,874	10,645	9,444	9,867
固定资产	6,778	7,757	10,386	12,161	13,382
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	228	474	474	474	474
其他长期资产	1,268	1,333	1,333	1,333	1,333
非流动资产	8,275	9,564	12,193	13,968	15,189
资产总计	14,424	16,438	22,838	23,412	25,056
短期借款	530	849	0	0	1,077
应付账款	1,183	1,034	1,322	1,561	1,791
其他流动负债	1,146	1,322	1,321	1,321	1,321
流动负债	2,859	3,205	2,643	2,882	4,189
长期借款	1,761	2,004	2,004	2,004	2,004
其他长期负债	881	1,031	1,031	1,031	1,031
非流动性负债	2,642	3,035	3,035	3,035	3,035
负债合计	5,501	6,240	5,677	5,917	7,224
股本及储备	5,123	5,119	12,218	12,712	13,217
资本公积	331	551	551	551	551
归属于母公司所有者权益合计	6,018	6,233	13,333	13,826	14,331
少数股东权益	2,906	3,965	3,828	3,669	3,501
股东权益合计	8,924	10,198	17,161	17,495	17,832
负债股东权益总计	14,424	16,438	22,838	23,412	25,056

现金流量表 (百万美元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	92	182	393	393	395
所得税支出	-14	-23	-51	-55	-52
折旧和摊销	1,048	1,128	1,671	2,225	2,779
营运资金的变化	-235	-164	-131	-292	-331
其他经营现金流	-91	-104	-150	-192	-146
经营现金流合计	799	1,019	1,732	2,080	2,645
资本支出	-1,808	-1,884	-4,300	-4,000	-4,000
投资收益	21	5	6	11	7
其他投资现金流	-1,411	-60	0	0	0
投资现金流合计	-3,198	-1,938	-4,294	-3,989	-3,993
发行股票	149	7	6,621	-4	-6
负债变化	745	246	-849	0	1,077
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	1,483	1,135	144	181	138
融资现金流合计	2,377	1,388	5,916	177	1,210
现金及现金等价物净增加额	-22	469	3,353	-1,732	-138

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	8.35%	-7.27%	24.82%	15.66%	16.18%
营业利润增长率	-84.85%	-1146.39%	N/A	57.68%	-10.29%
净利润增长率	-25.39%	75.07%	103.92%	4.08%	2.48%
毛利率	22.22%	20.62%	22.50%	20.50%	20.50%
EBITDA Margin	35.95%	45.40%	57.67%	63.36%	64.60%
净利率	3.99%	7.53%	12.31%	11.07%	9.77%
净资产收益率	2.23%	3.77%	3.59%	3.60%	3.56%
总资产收益率	0.93%	1.43%	2.10%	2.13%	2.04%
资产负债率	0.38	0.38	0.25	0.25	0.29
所得税率	15.79%	12.85%	13.00%	13.88%	13.24%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。