



中芯国际(0981.HK)

先进制程量产超预期，全年需求向好

事件：2020年2月14日，中芯国际（00981.HK）发布2019Q4财报。公司Q4营收8.4亿美元，QoQ+2.8%，YoY+6.6%。公司Q4毛利率23.8%，较上季度怎知3点子，同比增长6.8电子。Q4归母净利润0.89亿美元，YoY-22.9%，QoQ+234.6%。

Q4产能利用率达99%，毛利率继续大幅改善。中芯国际Q4剔除Q3出售LFoundry一次性收入后环比增加4.6%符合预期。公司认为Q4收入增长主要由于晶圆付运量增长所带来。毛利率23.8%，落在指引23%-25%之间，环比略有提升。毛利率持续改善主要是由于产品组合优化带来销售成本下降以及产能利用率提升。中芯国际Q4整体产能利用率达98.8%，较Q3更进一步，达到近2年来的最高水平。实际上这印证了我们此前下游消费芯片（特别是5G、物联网芯片）需求转旺的判断。中芯国际消费类应用营收占比环比提升至38.1%，较Q3的34.9%提升3.2%。这部分增长由MCU、蓝牙芯片、WiFi、NOR flash的需求驱动。我们认为2020年，这类成熟制程芯片依然走俏，有助于公司继续改善产品结构，维持高毛利水平。

14nm FinFET爬坡快于预期，FinFET N+1 Q4小规模投产。2019年Q4第一代14nm FinFET产能达到3000片/月，贡献总收入1%，体现公司14nm生产良率较好。第一代FinFET产能爬坡快于预期，计划产能上量至2020年底15000片/月（包括14nm以及增强版本12nm）、第二代FinFET N+1持续客户导入，并于2020年Q4小规模生产。公司表示FinFET N+1制程对标竞争对手7nm产品虽然性能稍逊色，但在成本、能耗方面可相抗衡。比较适合低成本芯片产品导入。我们认为14nm FinFET第一代、第二代技术量产能够满足我国未来5G、物联网大部分的芯片设计需求，对于公司以及半导体国产化具有重大意义。14nm技术节点的突破将帮助中芯国际实现价值重估。

疫情影响有限，Q1营收环比继续增长，全年向好。在疫情期间公司妥善安排资源，使生产顺利进行。公司预计2020年Q1营收约8.39~8.56亿美元，增长0%-2%。毛利率预计介于21%~23%。我们认为，2020年公司将持续受益于半导体国产替代、华为转单、下游5G设备及终端需求持续旺盛等利好因素催化，全年发展向好。公司将继续增加投入，预计全年晶圆代工厂资本支出约31亿美元，其中20亿美元用于上海300mm晶圆厂，5亿美元用于北京的300mm晶圆厂的设备和设施建设。

给予公司“买入”评级，目标价21.36港元：展望未来，中芯国际处于并仍将长期处于积极投入先进制程研发的阶段。但14nm技术节点突破具有重要意义，公司有望获得更多国产替代订单，推动公司收入、利润水平站上一个新台阶。我们上调公司合理估值为2.0倍PB，预测公司2020/21年每股净资产\$1.36/1.45美金。给予公司目标价21.36港元，给予“买入”评级。

风险提示：中美贸易谈判影响下游需求不及预期，14nm制程客户导入不及预期。

2020年2月18日

买入

目标价：HKD 21.36

公司研究

所属行业	电子元器件
评级	买入
收盘价 (HKD)	15.18
总市值 (HKD 亿)	774
流通市值 (HKD 亿)	774
52周最高/最低 (HKD)	17.92/7.6

数据来源：Wind；数据截至至2020-02-18
国信证券（香港）研究部整理

中芯国际股价表现



注：数据截至至2020-02-18
资料来源：Wind资讯、国信证券（香港）研究部整理

郑宇飞
SFC CE No.: BJV215
+852 2899 8300
zhengyf@guosen.com.hk

表 1：主要财务指标

FY	2017	2018	2019e	2020e	2021e
收入 (usd: mn)	3,101	3,360	3,116	3,568	4,174
同比 (%)	6.42%	8.35%	-7.27%	14.52%	16.98%
净利润 (usd: mn)	180	134	235	179	247
同比 (%)	-52.29%	-25.39%	75.07%	-23.56%	37.93%
归属净资产 (usd: mn)	5297	6582	6992	7179	7628
毛利率	23.89%	22.22%	20.62%	20.70%	21.40%
EPS	0.04	0.03	0.04	0.03	0.05
每股净资产	1.08	1.31	1.34	1.36	1.45
PE (x)	56.4	77.5	45.9	60.5	10.6
PB(x)	1.91	1.58	1.54	1.51	1.42

资料来源：公司公告、国信香港研究部整理

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy Relative Performance >20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.

Accumulate Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.

Neutral Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.

Reduce Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sell Relative Performance <-20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform Relative Performance >5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.

Neutral Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.

Underperform Relative Performance <-5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

公司点评

郑宇飞, +852 2899 8300, zhengyf@guosen.com.hk

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6至12个月

买入	相对表现超过20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于5%至20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6至12个月

跑赢大市	相对表现超过5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去12个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本公司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。