

证券研究报告—动态报告/海外公司快评

港股

中芯国际 (00981)

电子元器件 (HS)

重大事件快评

2020年07月06日

科创板完成定价，开启 AH 估值趋同行情

证券分析师：何立中 010-88005322

helz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516110003

证券分析师：王学恒 010-88005382

wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030002

事项：

中芯国际7月5日晚上公告，科创板 IPO 定价 27.46 元人民币。

国信观点：

1. 科创板 IPO 定价估值低于行业平均。27.46 元对应 2019 年底净资产的 PB 为 3.44 倍，本次募集后（考虑超额配售）对应 PB 为 2.11 倍，低于行业平均 4.27 倍（公司公告，按照 7 月 2 日收盘价对应 2019 年末净资产）。
2. 相同资产在不同市场有不同定价，科创板的中芯国际属于绝对稀有资产，不能参考国际半导体代工厂估值，应该参考科创板半导体代工厂华润微的估值。
3. 华润微的技术和规模都不及中芯国际，中芯国际的相对合理估值应该超过华润微，华润微 7 月 3 日收盘价对应 PB 为 6.4 倍，考虑本次超额募集之后 PB 只有 2.11 倍，对标华润微至少还有 3 倍空间，对应股价 83.3 元人民币。此价格对应市值为 6355 亿元人民币= 19.38 （科创板发行股份）+ 56.91 （港股发行股份）= 76.29 亿股 $\times 83.3$ 元/股。
4. 中芯国际港股股价我们维持之前判断，公司合理 PB 估值范围 5~6 倍，对应 46~48 港元（暂不考虑科创板募集）。
5. 长期看，由于 AH 投资人趋同，AH 股价也会趋同，港股股价将会向科创板股价看齐。

附录“投资中芯国际十问十答”：

■ 一、政府投资、补贴中芯国际，能够做起来吗？

政府主导投资半导体产业有成功案例可循，日本、韩国都是政府牵头投资半导体制造。1983~1987 年，韩国实施“半导体工业振兴计划”，韩国政府推进“政府+大财团”的经济发展模式。1970~1985 年，日本实行“举国体制”推动的“超大规模集成电路技术研究组合”为日本半导体产业奠定了基础。

■ 二、为什么半导体产业链与其它行业不同，半导体制造环节价值量最大？

因为半导体产业是工艺制造技术驱动产业发展，其它产业是设计、品牌影响力驱动产业发展。

■ 三、现在中芯国际的 14nm 能够满足 95% 的芯片代工需求，以后会不会都迁移到 7nm、5nm？

先进制程的 IC 设计费用越来越高，设计公司难以承受，从成本和收益角度看都不会迁移。例如 7nm 芯片设计成本超过 3 亿美元，3nm 开发出 GPU 设计成本达 15 亿美元，能用到 7nm 工艺的产品和公司都很少。所以，既不会出现很多芯片设计公司迁移到 7nm/5nm，也不会有代工厂再做 7nm/5nm 以下工艺，例如格罗方德、联电已经放弃 7nm 研发。

■ 四、假设失去大客户 14nm 订单，国内有其它需求吗？

中芯国际不缺需求，缺产能，目前正在快速扩大 14nm 产能。一是国内的其它公司会补上需求，例如紫光展锐、比特大陆等。二是成熟制程向 14nm 先进制程提升，例如电源管理、蓝牙、WiFi 等。

■ 五、半导体代工厂第一名赚钱，第二名不亏钱，第三名以后都亏钱，中芯国际和面板一样不赚钱？

中芯国际是中国大陆第一，美国限制中国半导体发展促进了中芯国际的成长，是美国限制了全球龙头与中芯国际竞争。所以，这就相当于中芯国际在独立于全球市场而发展的，中芯国际作为中国大陆半导体代工的第一名，是会赚钱的。

另外，半导体制造技术难度、竞争壁垒比面板高很多，中芯国际在国内第一的市场地位很稳定，特别是先进工艺是不会出现价格战的，而面板是全球竞争的，容易出现价格战。

■ 六、中芯国际在中国大陆龙头地位能保持多久？

“资金+技术”双壁垒是中芯国际龙头地位的保障，首先，不是每个公司都能维持 280 亿元（40 亿美元）的资本开支。其次，就算有足够的资金，要是没有核心人物、核心技术是做不了先进制程，中芯国际引进梁孟松已经攻克 14nm。最后，在先进制程方面，中国大陆扶持中芯国际一家已经足够，没必要、也没能力再造一个中芯国际。所以，在可见的未来，中芯国际在中国大陆的龙头地位不可动摇，如果一定要加一个期限，至少会超过目前投资人的职业生涯。

■ 七、没有 EUV 光刻机，长期怎么办？

首先，14nm 用不到 EUV。其次，目前看不用 EUV 也可以做 7nm。最后，美国限制设备进口不会是长期的，随着国产化光刻机有突破，限制会取消。EDA 软件就有这样的案例，1993 国产化的 EDA 软件熊猫问世，1994 年国际上就取消对中国 EDA 禁运。

■ 八、怎样才能紧密跟踪中芯国际、预测业绩？

公司每个季度的季报发布时候，都对下一个季度收入和毛利率有指引，且指引一般很准确。只要对半导体产业有深刻的认识，完全可以不用经常调研、不用非得跟公司高层聊什么，保持和 IR 的沟通，看公司财报足够做好对中芯国际的投资。

■ 九、短期怎么给中芯国际定价？

第一阶段——对标全球半导体代工厂估值，按照行业估值逻辑，毛利率越高 PB 越高，目前 26% 的毛利率对应 PB 估值在 2.6 倍。

第二阶段——等中芯国际上科创板后，对标科创板的华润微电（半导体代工厂）PB 为 5 倍。

第三阶段——A/H 估值趋同，港股中芯国际估值向科创板看齐。由于内资南下买中芯国际持股比例接近 40%，再加上大股东持股，接近 80% 是内资持股。可以说中芯国际目前是内资定价，所以，科创板之后 A/H 定价将会趋同，港股股价会受益，港股 PB 估值从 2.6 倍向 5 倍提升。

■ 十、长期看中芯国际能赚多少钱，市值能到多少？

假设只考虑 14nm 先进制程，公司计划未来建设 2 座 12 寸的工厂，月产能 3.5 万片。晶圆 ASP 按照 4000 美元，净利润率参考假设能到 30%（台积电 2020Q1 净利润率 37%）。

那么仅仅未来新建的 2 座工厂贡献净利润 10 亿美元=3.5*12*2*4000*30%，约 70 亿元人民币。A 股半导体公司平均市盈率 93 倍计算，未来市值可到 6500 亿元人民币。

■ “资金+技术”双壁垒确保龙头地位，维持“买入”评级

由于公司即将登陆科创板，要对标科创板的华润微估值（PB 为 5 倍）。另外，公司的技术实力和规模都超过华润微，按照 5 倍 PB 估值是非常合理的。由于投资中芯国际 A/H 的投资人重叠度很高，所以到时候中芯国际的 A/H 估值会趋同，港股中芯国际估值向科创板 5 倍 PB 估值看齐。

中芯国际港股估值及目标价，公司合理 PB 估值范围 5~6 倍，对应 46~48 港元，维持业绩预测和“买入”评级。

公司作为半导体代工的技术跟随着，技术节点突破是关键，应该先看公司的技术，再看收入，最后才是利润。

预计 2020~2022 年收入分别为 36.39 亿美元/41.89 亿美元/48.13 亿美元，增速 16.8%/15.1%/14.9%，2020~2022 年利润分别为 1.92 亿美元/2.17 亿美元/2.36 亿美元，增速-18.1%/13.3%/8.8%。

■ 风险提示

第一，国内芯片设计公司代工需求减少；第二，14nm 工艺进展不及预期；第三，全球产能松动，影响公司毛利率。

■ 附录：我们已发布的推荐中芯国际、华虹半导体的重点报告精选：

- 《本轮“牛市两个代表”——中芯国际和华虹半导体》2020-07-03
- 《半导体制造大年，买入并坚定持有中芯国际与华虹半导体》2020-06-23
- 《中芯国际-00981.HK：投资中芯国际“十问十答”》2020-06-20
- 《中芯国际-00981.HK：科创板融资200亿有利于先进制程开发》2020-06-08
- 《华虹半导体-01347.HK：走特色工艺道路，造就最赚钱的半导体代工厂》2020-06-03
- 《中芯国际-00981.HK：苦难辉煌，多难兴企》2020-05-15
- 《买半导体，就是买中芯国际》2020-05-13
- 《中芯国际拟科创板IPO，利好公司长远发展》2020-05-06
- 《半导体专题研究系列十七：半导体行情来了买什么》2020-05-05
- 《中芯国际-00981.HK-重大事件快评：14nm芯片大概率已用于荣耀Play4T》2020-04-13
- 《中芯国际-00981.HK-重大事件快评：受益于半导体国产化，业绩指引喜上加喜》2020-04-08
- 《前沿科技观察：AI助力芯片设计，开启科技大时代序幕》2020-03-13
- 《中芯国际14nm量产，国产配套产业链迎来历史性机遇》2020-03-01
- 《半导体专题系列研究之十五：半导体行情的风险是什么》2020-03-01
- 《半导体产业链系列研究之十四：论半导体持久战》2020-02-24
- 《半导体产业链系列研究之十一：为什么半导体是一波大行情》2020-02-21
- 《中芯国际-00981.HK-14nm贡献收入，一季度淡季不淡》2020-02-14
- 《华虹半导体-01347.HK-无锡厂开始贡献收入》2020-02-13
- 《半导体专题研究十：半导体制造五大难点》2020-02-12
- 《半导体专题研究三：半导体制造产业链梳理》2020-02-11
- 《中芯国际-00981.HK-重大事件快评：重新认识核心资产，中芯国际从低估到合理估值》2020-01-16
- 《中芯国际-00981.HK-重大事件快评：华为海思对外出售芯片利好中芯国际》2020-01-10
- 《中芯国际-00981.HK-国产化替代促进产能利用率提升》2019-11-12
- 《中芯国际-00981.HK-重大事件快评：受益于国产化替代，EUV推迟交货不影响短期业绩》2020-11-08
- 《中芯国际-00981.HK-半导体代工龙头，看好先进制程》2019-09-16
- 《科技商业模式专题一：全球科技商业模式——地区篇》20200327
- 《科技商业模式专题二：半导体商业模式要“去全球化”》2020-04-17
- 《科技商业模式专题三：半导体的“地摊经济”模式行不通》2020-06-05
- 《科技商业模式专题四：EDA软件是易守难攻的好生意》2020-06-11

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2239	422	450	488	营业收入	3116	3639	4189	4813
应收款项	650	753	866	996	营业成本	2473	2769	3275	3744
存货净额	629	458	516	579	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	1037	317	364	241	销售费用	30	36	42	48
流动资产合计	6874	4269	5908	8241	管理费用	823	1256	1225	1381
固定资产	7757	10825	15598	14409	财务费用	(64)	(9)	13	12
无形资产及其他	474	455	436	417	投资收益	0	5	5	5
投资性房地产	166	166	166	166	资产减值及公允价值变动	0	5	3	4
长期股权投资	1166	1355	1456	1558	其他收入	(85)	0	0	0
资产总计	16438	17070	23565	24792	营业利润	(232)	(403)	(359)	(363)
短期借款及交易性金融负债	1480	1069	6972	7720	营业外净收支	414	414	414	414
应付款项	898	1184	1333	1497	利润总额	182	10	55	51
其他流动负债	828	1173	1251	1408	所得税费用	23	2	9	8
流动负债合计	3205	3426	9556	10625	少数股东损益	(76)	(4)	(23)	(21)
长期借款及应付债券	2218	2218	2218	2218	归属于母公司净利润	235	192	218	237
其他长期负债	817	1089	1313	1314					
长期负债合计	3035	3307	3531	3532	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6240	6733	13087	14158	净利润	235	192	218	237
少数股东权益	3965	3960	3937	3916	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	6321	6465	6628	6806	折旧摊销	1114	909	1179	1387
负债和股东权益总计	16526	17158	23652	24880	公允价值变动损失	0	(5)	(3)	(4)
					财务费用	(64)	(9)	13	12
关键财务与估值指标					营运资本变动	530	1692	232	254
每股收益	0.04	0.04	0.04	0.04	其它	(54)	(4)	(23)	(21)
每股红利	0.00	0.01	0.01	0.01	经营活动现金流	1824	2783	1602	1852
每股净资产	1.20	1.22	1.26	1.29	资本开支	(2028)	(3953)	(5929)	(175)
ROIC	-2%	-4%	-2%	-2%	其它投资现金流	(278)	0	(1392)	(2227)
ROE	4%	3%	3%	3%	投资活动现金流	(2321)	(4141)	(7422)	(2503)
毛利率	20.6%	23.9%	21.8%	22.2%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	-7%	-12%	-8%	-7%	负债净变化	39	0	0	0
EBITDA Margin	29%	13%	20%	21%	支付股利、利息	0	(48)	(54)	(59)
收入增长	-7%	17%	15%	15%	其它融资现金流	872	(411)	5903	748
净利润增长率	75%	-18%	13%	9%	融资活动现金流	949	(459)	5849	689
资产负债率	62%	62%	72%	73%	现金净变动	452	(1817)	28	38
息率	0.0%	0.4%	0.5%	0.5%	货币资金的期初余额	1786	2239	422	450
P/E	49.7	60.7	53.5	49.2	货币资金的期末余额	2239	422	450	488
P/B	1.8	1.8	1.8	1.7	企业自由现金流	(568)	(1710)	(4818)	1161
EV/EBITDA	19.8	37.9	30.0	25.1	权益自由现金流	399	(2113)	1074	1899

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市

场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032