

中信证券研究部

徐涛
 首席电子分析师
 S1010517080003

郑泽科
 电子分析师
 S1010517100002

胡叶倩雯
 电子分析师
 S1010517100004

核心观点

中芯国际为全球第四大纯晶圆代工厂、国内第一大晶圆代工厂。我们长期看好公司 14nm 以下先进制程技术研发，认为公司具备超越国际二线厂商的能力，长期跻身国际一线行列，为芯片制造国产替代核心标的。维持“买入”评级。

■ **公司 2019Q3 收入略超预期，受益处置 LFoundry 净利润大幅扩张，预计 Q4 收入、毛利率持续成长。**公司 2019Q3 收入 8.16 亿美元，环比+3.23%（高于上季度公司指引 0%~+2%），同比-4.02%；毛利率 20.8%（接近指引 19%~21%区间上限），环比+1.7pct，同比+0.3pct；归母净利润 1.15 亿美元，环比+521.04%，同比+333.51%，大幅增长原因包括出售 LFoundry 季度内获得 8140 万美元收益以及联营/合营公司权益法投资应占收益约 1957 万美元。公司 2019Q3 产能利用率 97%（环比+5.9pcts，同比+2.3pcts）。按照公司指引，公司预计 2019Q4(i)收入环比+2%~4%，对应约为 8.33 亿~8.49 亿美元，(ii)若不考虑 LFoundry 营收部分公司营收环比+4%~6%；(iii)毛利率 23~25%，环比提升 4pcts 左右。

■ **消费电子类芯片收入大幅增加，55/65nm 节点收入增量明显，中国区收入占比扩大。**从应用结构来看，2019Q3 通讯收入占比 46.1%（环比-2.8pcts）、消费 34.9%（环比+3.8pcts）、汽车/工业 4.8%（环比-1.9pct）、电脑 5.6%（环比+1.0pct）、其他 8.6%（环比-0.1pct）。从制程结构来看，0.15/0.18 μm 占比 35.80%（环比-2.8pcts），仍为最大应用节点，主要对应电源管理 IC、图像传感器、MCU、嵌入式闪存等；55/65nm 占比 29.3%（环比+3.1pcts，收入增量 0.32 亿美元），需求主要对应 NOR Flash、MCU、射频芯片等，40/45nm 占比 18.5%（环比-0.7pct），需求主要对应消费电子 SoC、DSP、ISP 芯片、WiFi/蓝牙芯片、SLC NAND 等；0.11/0.13 μm 占比 6.6%（环比+0.1pct），28nm 收入占比 4.3%（环比+0.5pct），0.25/0.35 μm 占比 4.2%（环比+0.2pct），90nm 占比 1.3%（环比-0.4pct）。分地区来看，来自中国收入占比 60.5%（环比+3.6pcts），美国收入占比 24.7%（环比-2.8pcts），欧亚区 14.8%（环比-0.8pct）。我们认为大客户如华为海思、兆易创新等对公司本期业绩拉动作用明显。

■ **14nm 进入风险量产，公司预计年底贡献营收。**公司目前专注推进 FinFET 工艺，上海中芯南方工厂已经实现 14nm 客户风险量产，公司预计年底贡献营收。第二代 FinFET N+1 技术平台进入客户导入阶段。2019Q3 资本开支 1.897 亿美元，上半年资本支出 13.48 亿美元，公司预计全年资本开支达 21 亿美元，主要用于上海 12 英寸厂设备支出以及 FinFET 研发线。中芯南方 Fab SN1 规划产能 3.5 万片/月，相当于当前全球 14nm 产能的 10%。突破 14nm FinFET 工艺，后续节点节奏有望加快，将进一步缩小与国际一线大厂的差距，加深国内厂商合作，将国产替代推向先进制程，下游应用迈进 5G、物联网、车用电子、高性能计算等领域。

■ **风险因素：**行业市场需求下行；市场竞争加剧；新技术研发、量产低于预期等。

■ **盈利预测、估值及评级：**考虑到公司处于积极投入先进制程研发的过渡阶段，且晶圆代工为重资产行业，选取 PB 法进行估值。因客户需求提升，Q3 收入略超预期，我们上调公司 2019/20/21 年每股净资产预测至 9.63/10.09/10.63 港元（原为 9.40/9.66/9.99 港元），按照 2020 年 1.2 倍 PB，给予公司目标价 12.11 港元，维持“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,101.18	3,359.98	3,125.03	3,575.96	4,025.66
营业收入增长率	6.42%	8.35%	-6.99%	14.43%	12.58%
净利润(百万元)	179.68	134.04	163.46	180.47	238.12
净利润增长率	-52.29%	-25.40%	21.95%	10.40%	31.95%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.04	0.03	0.03	0.04	0.05
毛利率%	23.89%	22.22%	19.50%	20.60%	21.50%
净资产收益率 ROE%	3.43%	2.23%	2.61%	2.76%	3.46%
每股净资产	1.04	1.19	1.24	1.29	1.36
PE	35.01	46.72	38.47	34.80	26.36
PB	1.20	1.04	1.01	0.96	0.91
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.277	0.207	0.252	0.278	0.368
每股净资产(港元)	8.06	9.31	9.63	10.09	10.63

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 11 月 12 日收盘价

中芯国际	00981
评级	买入（维持）
当前价	9.72 港元
目标价	12.11 港元
总股本	5,054 百万股
港股流通股本	5,054 百万股
52 周最高/最低价	10.72/6.31 港元
近 1 月绝对涨幅	-0.82%
近 6 月绝对涨幅	18.10%
近 12 月绝对涨幅	49.54%

利润表 (百万美元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,101	3,360	3,125	3,576	4,026
营业成本	(2,360)	(2,613)	(2,516)	(2,839)	(3,160)
毛利率	23.89%	22.22%	19.50%	20.60%	21.50%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(36)	(30)	(28)	(32)	(40)
营业费用率	-1.15%	-0.91%	-0.90%	-0.90%	-1.00%
管理费用	(625)	(759)	(734)	(712)	(797)
管理费用率	-20.15%	-22.59%	-23.50%	-19.90%	-19.80%
财务费用	9	40	33	39	48
财务费用率	0.29%	1.19%	1.05%	1.10%	1.18%
投资收益	(10)	21	(1)	4	8
营业利润	67	10	61	76	100
营业利润率	2.15%	0.30%	1.96%	2.13%	2.49%
营业外收入	61	82	60	60	60
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	128	92	121	136	160
所得税	2	14	15	19	6
所得税率	1.44%	15.79%	12.50%	14.00%	3.57%
少数股东损益	(53)	(57)	(57)	(63)	(83)
归属于母公司股东的净利润	180	134	163	180	238
净利率	5.79%	3.99%	5.23%	5.05%	5.92%

资产负债表 (百万美元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,174	2,379	2,188	2,503	2,818
存货	623	593	600	690	746
应收账款	651	866	728	835	972
其他流动资产	721	2,312	2,592	2,922	3,310
流动资产	4,169	6,150	6,107	6,950	7,846
固定资产	6,523	6,778	7,550	8,197	8,578
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	317	228	273	338	393
其他长期资产	909	1,268	1,587	1,989	2,352
非流动资产	7,749	8,275	9,411	10,524	11,324
资产总计	11,918	14,424	15,518	17,474	19,169
短期借款	441	530	396	633	672
应付账款	1,050	1,183	1,135	1,277	1,426
其他流动负债	416	1,146	1,145	1,145	1,145
流动负债	1,907	2,859	2,676	3,055	3,243
长期借款	1,744	1,761	2,061	2,511	2,961
其他长期负债	1,546	881	1,181	1,581	1,881
非流动性负债	3,290	2,642	3,242	4,092	4,842
负债合计	5,197	5,501	5,917	7,146	8,084
股本及储备	4,982	5,123	5,293	5,501	5,750
资本公积	187	331	395	478	569
归属于母公司所有者权益合计	5,233	6,018	6,253	6,543	6,883
少数股东权益	1,488	2,906	3,348	3,785	4,202
股东权益合计	6,721	8,924	9,601	10,328	11,085
负债股东权益总计	11,918	14,424	15,518	17,474	19,169

现金流量表 (百万美元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	128	92	121	136	160
所得税支出	2	14	15	19	6
折旧和摊销	971	1,048	1,290	1,589	1,894
营运资金的变化	-52	-244	-199	-385	-431
其他经营现金流	31	-111	3	-2	28
经营现金流合计	1,081	799	1,230	1,357	1,657
资本支出	-2,287	-1,808	-2,107	-2,300	-2,330
投资收益	-10	21	-1	4	8
其他投资现金流	-365	-1,411	-319	-402	-363
投资现金流合计	-2,662	-3,198	-2,427	-2,698	-2,685
发行股票	326	161	71	110	102
负债变化	651	508	466	1,087	788
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	294	1,708	467	461	452
融资现金流合计	1,272	2,377	1,005	1,658	1,343
现金及现金等价物净增加额	-310	-22	-191	316	315

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	6.42%	8.35%	-6.99%	14.43%	12.58%
营业利润增长率	-78.57%	-84.86%	506.09%	24.40%	31.58%
净利润增长率	-52.29%	-25.40%	21.95%	10.40%	31.95%
毛利率	23.89%	22.22%	19.50%	20.60%	21.50%
EBITDA Margin	37.47%	36.82%	48.03%	51.11%	54.28%
净利率	5.79%	3.99%	5.23%	5.05%	5.92%
净资产收益率	3.43%	2.23%	2.61%	2.76%	3.46%
总资产收益率	1.51%	0.93%	1.05%	1.03%	1.24%
资产负债率	0.44	0.38	0.38	0.41	0.42
所得税率	1.44%	15.79%	12.50%	14.00%	3.57%
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.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；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal 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员）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、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条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的内容。

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 2019 版权所有。保留一切权利。