2021 年 01 月 20 日
公司研究●证券研究报告

中芯国际（00981.HK）

公司快报

下游需求旺盛，业绩估值有望双升

投资要点

- **半导体高景气度维持，晶圆代工产能紧缺：**全球半导体销售额从 2020 年 2 月开始恢复同比增长，随着疫情缓解，近几个月增速有所扩大，2020 年 11 月同你增长 7%。但产能的增长落后于需求，同时叠加欧美地区疫情恢复不如国内，晶圆代工产能持续紧缺，各产品缺货涨价声音不断。

- **国内最大晶圆代工厂，低制程收入占比不断提高：**根据 TrendForce 的预测，2020 年第四季度中芯国际的全球市占率为 4.3%，排名第五。作为国内晶圆代工龙头，在需求旺盛的背景下持续受益。公司可提供从 0.35um 到 14nm 的工艺制程，其中 14/28 纳米制程的收入占比不断提高，2020Q3 占比为 14.6%，相比 Q2 提高 5.5 个百分点，相比去年同期提高 10.3 个百分点。

- **先进制程发展受限，成熟制程需求旺盛：**2020 年 12 月 18 日，公司被美国商务部加入“实体名单”，10 纳米及以下制程被“推定拒绝”，短期先进制程发展将受限。成熟制程的许可证发放情况有待观察，但短期不会对公司运营造成重大不利影响。在成熟制程需求旺盛的背景下，公司产能利用率得以提高，2020Q3 达到 97.8%，盈利能力也得到改善，公司毛利率从 2019Q3 以来逐季改善，由 20.03%提高到 2020Q3 的 26.29%。2020 年前三季度公司实现收入 208 亿元，同比增长 30.23%；实现归母净利润 30.80 亿元，同比增长 314.47%。

- **投资建议：**我们预计公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.05、0.06 和 0.07 元，对应 2021 年 1 月 19 日股价 29.60 港元的 PE 分别为 70.8、59.0、58.3 倍。考虑到公司港股 PE（TTM）为 56.3 倍，相比于 A 股 128 倍的估值折价明显，在资金南下的背景下，我们维持“增持-A”建议。

- **风险提示：**中美贸易关系紧张；先进制程研发不及预期；新产能扩建进程不及预期；下游需求不及预期。

| III

投资评级	增持-A(维持)
股价(2021-01-19)	29.60 元

交易数据

总市值（百万元）	477,472.26
流通市值（百万元）	66,265.09
总股本（百万股）	7,894.71
流通股本（百万股）	1,095.65
12 个月价格区间	11.18/44.80 元

一年股价表现

资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	37.18	26.75	89.69
绝对收益	49.04	48.3	91.71

分析师 胡慧
SAC 执业证书编号：S0910520110002
huhui@huajinsc.cn
021-20377068

报告联系人 郑超君
zhengchaojun@huajinsc.cn
021-20377169

相关报告

中芯国际：国内晶圆代工龙头，持续发力先进制程 2020-06-02

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万美元)	3,360	3,116	3,911	4,436	4,988
YoY(%)	8.3	-7.3	25.5	13.4	12.4
净利润(百万美元)	134	235	426	511	517
YoY(%)	-25.4	75.1	81.5	20.0	1.2
毛利率(%)	22.2	20.6	26.3	25.3	25.6
EPS(摊薄/美元)	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07
ROE(%)	1.5	2.3	2.3	2.6	2.6
P/E(倍)	127.3	95.5	70.8	59.0	58.3
P/B(倍)	3.5	3.9	2.1	2.0	1.9
净利率(%)	4.0	7.5	10.9	11.5	10.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6150	6874	15434	11519	13248
现金	1786	2239	10910	6330	7871
应收票据及应收账款	838	836	959	1154	1294
预付账款	28	34	42	44	54
存货	593	629	735	847	941
其他流动资产	2904	3136	2788	3144	3088
非流动资产	9564	12781	12846	11910	11001
长期投资	1212	1258	1093	1188	1180
固定资产	6778	7757	11171	11180	10262
无形资产	123	97	63	32	18
其他非流动资产	162	451	454	446	451
资产总计	14424	16438	28215	24365	25158
流动负债	2859	3205	6526	2144	2340
短期借款	1247	1480	4670	0	0
应付票据及应付账款	965	1034	1260	1346	1613
其他流动负债	648	691	597	798	727
非流动负债	**2642**	**3035**	**2814**	**2833**	**2915**
长期借款	2179	2218	2214	2214	2214
其他非流动负债	462	817	600	619	701
负债合计	5501	6240	9340	4977	5255
少数股东权益	2906	3965	3989	4013	4037
股本	20	20	31	31	31
资本公积	4993	5012	13506	13506	13506
留存收益	441	637	1051	1540	2030
归属母公司股东权益	5454	5669	14587	15076	15566
负债和股东权益	14424	16438	28215	24365	25158

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	799	1019	1471	2082	2116
净利润	77	159	400	497	505
折旧摊销	1048	1128	1209	1699	1686
财务费用	24	63	54	53	29
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-235	-164	-127	-8	-66
其他经营现金流	-115	-167	-65	-159	-38
投资活动现金流	-3197	-1949	-4313	-2070	-648
筹资活动现金流	2377	1376	11513	-4592	73
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.18	0.19	0.26	0.27
每股净资产(最新摊薄)	1.09	0.98	1.85	1.91	1.97

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3360	3116	3911	4436	4988
营业成本	2613	2473	2881	3313	3713
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	230	282	306	351	412
研发费用	663	687	626	710	798
财务费用	24	63	54	53	29
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	162	376	300	346	363
营业利润	55	124	370	456	462
营业外收入	-6	37	58	30	42
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	92	182	400	497	505
所得税	14	23	50	62	63
税后利润	77	159	350	435	441
少数股东损益	57	76	76	76	76
归属母公司净利润	134	235	426	511	517
EBITDA	1164	1373	1663	2249	2220

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	8.3	-7.3	25.5	13.4	12.4
营业利润(%)	-59.0	127.5	197.6	23.1	1.2
归属于母公司净利润(%)	-25.4	75.1	81.5	20.0	1.2
获利能力					
毛利率(%)	22.2	20.6	26.3	25.3	25.6
净利率(%)	7.5	10.9	11.5	10.4	8.2
ROE(%)	1.5	2.3	2.3	2.6	2.6
ROIC(%)	0.8	1.8	-6.3	-59.8	-26.1
偿债能力					
资产负债率(%)	38.1	38.0	33.1	20.4	20.9
流动比率	2.2	2.1	2.4	5.4	5.7
速动比率	1.9	1.9	2.3	5.0	5.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	4.6	3.7	4.4	4.2	4.1
应付账款周转率	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5
估值比率					
P/E	127.3	95.5	70.8	59.0	58.3
P/B	3.5	3.9	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	38.5	32.6	26.9	19.9	20.2

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

胡慧声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn