

收入端成长机会确定，1H20 扩产谨慎致全年增长弹性削弱

——中芯国际 (0981.HK) 2019 年 Q4 业绩点评

海外公司简报

◆4Q19 营收及毛利率如期环比上升，处在公司指引区间内

4Q19 营收 8.39 亿美元，同比上升 6.6%，环比上升 2.8%，处在公司指引环比上升 2-4% 区间。毛利率为 23.8%，环比上升 3.0 个百分点，处在公司指引 23-25% 区间。由于 3Q19 处置 LFoundry 收益导致利润高基数，净利率环比下降至 10.6%，实现归母净利润 0.89 亿美元。

◆产能供不应求，1Q20 继续满载，2Q20 业绩短期承压

剔除 LFoundry 影响后，4Q19 晶圆销售额环比上升 3.7%，主要由晶圆出货量带动，在 4Q19 启动扩产的背景下产能利用率由 3Q19 的 97.0% 继续提升至 3Q19 的 98.8%。疫情冲击带来短期需求面不确定背景下，1H20 公司产能扩张偏谨慎。基于已承接订单需求显著高于其自身产能，公司 1Q20 维持正常生产运营有望继续保持产能满载状态，业绩指引预期强劲，收入继续环比上升 0-2% 对应同比增速 25-28%。2Q20 公司收入端依靠已有订单有望对冲部分压力，同时关注 14nm 折旧释放带来利润率回落压力。

◆1H20 扩产谨慎导致全年收入弹性削弱，三代 FinFET 先进技术顺利推进公司收入端增长主要来自扩产，20 年 14nm 及成熟制程扩张规划相当激进，然而上半年扩张幅度有限、新增产能集中于 2H20 释放，对应到全年收入弹性削弱。公司 FinFET 技术进展顺利，第一代 14nm 于 4Q19 如期贡献营收，有望于 2H20 批量贡献营收；同时第二代技术平台进入客户验证阶段、将于 4Q20 有小规模产能；第三代 FinFET 于 20 年开始 capex 投入。

盈利预测、估值与评级：19 年内政府补贴及其他收益净额超预期增加，同时 20 年更多研发项目突破有望申请更多政府补助基金，上调 19-20 年净利润预测 49%/61% 至 2.35/1.76 亿美元，维持 21 年净利润预测为 1.67 亿美元。公司于 20 年收入重回健康增长轨道，短期疫情冲击导致 1H20 扩产谨慎对应全年收入增长弹性削弱但仍有望实现双位数增长，同时先进技术顺利推进有助于中长期盈利前景向好带来估值提振，维持“买入”评级。受益半导体行业景气度上行周期逐步兑现，晶圆代工估值有望继续抬升，参考同业估值区间 1.0-5.6 倍 PB，公司通过先进制程突破有望打开成长天花板实现市场位势上移，给予 20 年 2.5 倍 PB，上调目标价至 25 元港币。

风险提示：中国区晶圆代工竞争加剧；14nm 客户拓展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万美元)	3,101	3,360	3,110	3,441	3,936
营业收入同比增速 (%)	6.4	8.3	(7.4)	10.6	14.4
净利润 (百万美元)	180	134	235	176	167
EPS (美元)	0.04	0.03	0.05	0.03	0.03
EPS 同比增速 (%)	(56.5)	(30.6)	70.9	(25.0)	(5.2)
每股净资产 (美元)	1.13	1.21	1.23	1.26	1.29
P/E	53	77	45	60	63
P/B	1.83	1.71	1.69	1.64	1.60

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 2 月 15 日；按照 1

HKD=0.1274 USD 换算

买入 (维持)

当前股价/目标价：16/25 港元

分析师

付天姿 (执业证书编号：S0930517040002)

CFA · FRM

021-52523692

futz@ebsec.com

吴柳燕 (执业证书编号：S0930519070004)

021-52523690

wuliuyan@ebsec.com

市场数据

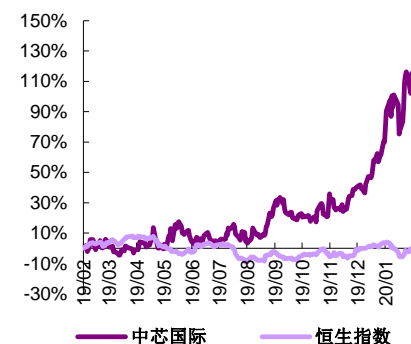
总股本(亿股)：50.97

总市值(亿元)：828.82

一年最低/最高(元)：7.6/17.92

近 3 月换手率：136.1%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.1	98.4	102.8
绝对	6.4	108.5	102.5

资料来源：Wind

相关研报

5G 时代收入端重回增长轨道，利润端仍存波动压力 2019-11-12
业绩改善趋势尚不明朗，先进工艺上量提振估值 2019-08-09

附录

表 1: 损益表

(单位: 百万美元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,101	3,360	3,110	3,441	3,936
营业成本	(2,360)	(2,613)	(2,469)	(2,744)	(3,187)
毛利	741	747	641	697	748
其它收入	49	82	376	339	328
营业开支	(661)	(799)	(839)	(892)	(941)
营业利润	129	30	178	144	135
财务成本净额	9	40	24	13	7
应占利润及亏损	(10)	21	(15)	(15)	(10)
税前利润	128	92	187	142	132
所得税开支	(2)	(14)	(28)	(21)	(20)
税后经营利润	126	77	159	121	112
少数股东权益	53	57	76	55	55
净利润	180	134	235	176	167
息税折旧前利润	1,106	2,072	2,154	2,394	2,605
息税前利润	135	29	66	105	101
每股收益 (美元)	0.04	0.03	0.05	0.03	0.03
每股股息 (美元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万美元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	11,918	14,424	14,076	15,147	15,784
流动资产	4,169	6,150	5,778	6,045	6,554
现金及短期投资	2,733	2,379	2,043	2,065	2,361
有价证券及短期投资	125	0	136	136	136
应收账款	407	410	526	616	705
存货	623	593	596	662	769
其它流动资产	282	2,768	2,478	2,567	2,583
非流动资产	7,749	8,275	8,298	9,102	9,230
长期投资	790	1,151	1,144	1,136	1,131
固定资产净额	4,689	4,452	5,777	7,686	8,958
其他非流动资产	2,270	2,671	1,378	280	(860)
总负债	5,167	5,501	4,994	5,943	6,468
流动负债	1,907	2,859	2,032	2,443	2,659
应付账款	838	823	999	1,110	1,290
短期借贷	441	673	143	368	340
其它流动负债	628	1,362	890	965	1,029
长期负债	3,261	2,642	2,961	3,500	3,809
长期债务	2,872	2,179	2,528	3,028	3,228
其它	388	462	433	472	581
股东权益合计	6,721	8,924	9,082	9,203	9,315
股东权益	5,233	6,018	6,253	6,429	6,595
少数股东权益	1,488	2,906	2,830	2,775	2,720
负债及股东权益总额	11,889	14,424	14,076	15,147	15,784
净现金/(负债)	(968)	(936)	(1,062)	(1,803)	(1,788)
营运资本	191	179	123	168	184
长期可运用资本	9,982	11,565	12,044	12,703	13,125
股东及少数股东权益	6,721	8,924	9,082	9,203	9,315

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 现金流量表

(单位: 百万美元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,081	799	2,024	2,314	2,614
净利润	180	134	235	176	167
折旧与摊销	971	2,043	2,088	2,289	2,504
营运资本变动	(426)	(434)	57	(45)	(16)
其它	355	(944)	(356)	(106)	(41)
投资活动现金流	(2,662)	(3,197)	(2,166)	(3,069)	(2,608)
资本性支出净额	(1,697)	(1,434)	(2,114)	(3,110)	(2,660)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(535)	(361)	8	8	5
其它资产变化	(429)	(1,402)	(60)	34	47
自由现金流	(744)	(1,329)	(154)	(1,243)	(585)
融资活动现金流	1,272	2,377	(193)	776	291
股本变动	343	169	0	0	0
净债务变化	374	(460)	(181)	724	172
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	554	2,668	(12)	52	119
净现金流	(310)	(21)	(336)	22	297

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼