

## 中芯国际-A (688981 CH, 卖出, 目标价: RMB47.50)

买入

持有

卖出

### 仅自助, 尚不足; 下调至“卖出”评级

**目标价: RMB47.50**      **当前股价: RMB55.23**

股价上行/下行空间	-14%
52 周最高/最低价 (RMB)	N/A/N/A
市值 (US\$m)	80,809
当前发行数量(百万股)	7,629
三个月平均日交易额 (US\$m)	0
流通盘占比 (%)	50
<b>主要股东 (%)</b>	
国家大基金二期	8
GIC	6
青岛聚源芯星	5

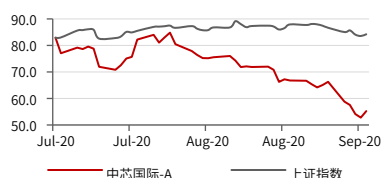
按 2020 年 9 月 11 日收市数据

资料来源: FactSet

#### 主要调整

	现值	原值	变动
评级	卖出	买入	↓
目标价 (RMB)	47.50	95.00	-50%
2020E EPS (US\$)	0.06	0.06	4%
2021E EPS (US\$)	0.05	0.05	-8%
2022E EPS (US\$)	0.06	0.06	-5%

#### 股价表现



资料来源: FactSet

- 成为中美紧张关系下的打击目标, 仅凭“自助”之力尚且不足。
- 供货连续性风险加大, 降低客户对公司产品的兴趣度。
- 下调评级至“卖出”, 下调目标价至人民币 47.50 元 (对应 13 倍的 2021 年 P/S)。

**被卷入中美紧张局势:** 据路透社 9 月 5 日报道, 美国正考虑将中芯国际列入实体清单。一旦确认, 美国供应商将需要申请拿到获批概率很低的许可证, 才能出货给代工厂。该篇报道指出, 是五角大楼向由美国商务部领导的终端用户委员会发出的此项提议; 委员会是由来自美国国务院和能源部的人员组成的专门小组, 决定谁会被列入实体清单。尚不清楚是否有其他政府机构支持该计划。此举不但会影响中芯国际采购最新一代机器的先进工艺制程, 也会对支持现有工具的常规运营活动造成影响。

双手被缚, “自助”的力量似乎微不足道。根据公司管理层, 中芯国际的 14 纳米产量爬坡结果令人满意, 但自 2020 年 9 月 15 日停止向华为/海思出货开始, 此部分产能将难以转化为盈利。相反, 随着中芯国际不断增加新产能, 14 纳米生产线产能利用率的大幅下降将引发更多担忧。由此我们判断下一波鳍式场效应晶体管 (FinFET) 的量产将由除海思之外的客户主导, 按照拿下资质的时间推算, 将最早于 2021 年下半年才开始生产。在此之前, 中芯国际将面临 14 纳米产品销量的显著减少以及折旧高峰来临的双重重担。如果中芯国际被列入实体清单, 其全部业务 (不仅限于和华为相关的业务) 都将面临来自美国更为严格的审查, 由此客户可能会出于对供货连续性风险的考虑而降低对其产品的兴趣, 导致提升产量的努力付诸东流。

我们认为中芯国际 2020 年有望实现 14-19% 的年销售同比增长指引。除 14 纳米销量可能下降 (占整体业务的小部分), 其传统节点将保持 90% 以上的生产线负载率, 今年四季度整体销量环比下跌的幅度或将尚可接受。尽管如此, 折旧高峰可能会对今年下半年的利润率造成致命打击。

下调中芯国际-A 至“卖出”评级, 目标价为人民币 47.50 元 (对应 13 倍 2021 年预期市销率, 反映长期销售增长前景)。由于中芯国际成为中美关系紧张状态下的一个主要目标, 风险更为确凿, 由此我们认为, 即便有联席 CEO 梁孟松的加入, 中国芯片本地化的崛起以及先进工艺的强势落地等有利因素也均将退居次位。可能对其下调估值: 之前市场看好其先进工艺的商业化, 但目前相关外部不确定性有所增加。

风险提示: 上行因素—中美政治紧张局势缓和, 产量/订单情况优于预期。

#### 研究团队

赵冰, PhD, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: bingzhao@huajingsec.com

#### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (US\$m)	3,360	3,116	3,712	3,867	4,540
每股收益 (US\$)	0.03	0.05	0.06	0.05	0.06
市盈率 (x)	N/A	N/A	123.6	174.8	134.1
市净率 (x)	N/A	N/A	4.2	4.1	4.0
股本回报率 (%)	2.5	4.1	2.8	2.3	3.0

注: Wind, 华菁证券预测

**附：财务报表**

年结 12 月

利润表

(US\$mn)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>3,116</b>	<b>3,712</b>	<b>3,867</b>	<b>4,540</b>
营业成本	(2,473)	(2,877)	(3,176)	(3,513)
<b>毛利润</b>	<b>642</b>	<b>835</b>	<b>690</b>	<b>1,027</b>
管理及销售费用	(838)	(942)	(1,001)	(1,161)
其中：研发支出	(556)	(652)	(694)	(822)
其中：市场营销支出	(282)	(290)	(307)	(339)
其中：管理支出	0	0	0	0
<b>息税前利润</b>	<b>49</b>	<b>191</b>	<b>2</b>	<b>189</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>796</b>	<b>1,194</b>	<b>1,376</b>	<b>1,670</b>
利息收入	139	210	318	297
利息支出	(63)	(75)	(88)	(96)
<b>税前利润</b>	<b>182</b>	<b>395</b>	<b>248</b>	<b>408</b>
所得税	(23)	(49)	(25)	(41)
<b>净利润</b>	<b>235</b>	<b>401</b>	<b>346</b>	<b>451</b>
<b>基本每股收益 (US\$)</b>	<b>0.05</b>	<b>0.06</b>	<b>0.05</b>	<b>0.06</b>

资产负债表

(US\$mn)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>6,874</b>	<b>14,397</b>	<b>13,991</b>	<b>13,186</b>
货币资金	3,043	10,191	9,293	7,934
应收账款	836	1,137	1,433	1,636
存货	629	652	780	884
其他流动资产	2,365	2,417	2,484	2,733
<b>非流动资产</b>	<b>9,564</b>	<b>14,506</b>	<b>16,632</b>	<b>19,152</b>
固定资产	8,134	12,642	14,768	17,287
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>资产</b>	<b>16,438</b>	<b>28,904</b>	<b>30,623</b>	<b>32,338</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,205</b>	<b>3,581</b>	<b>3,934</b>	<b>4,279</b>
短期借款	563	796	820	839
预收账款	0	0	0	0
应付账款	2,642	2,748	3,070	3,391
长期借款	2,004	2,389	2,732	2,935
非流动负债	1,031	1,683	1,683	1,683
<b>负债</b>	<b>6,240</b>	<b>7,653</b>	<b>8,349</b>	<b>8,897</b>
股份	20	31	31	31
资本公积	5,012	13,495	13,495	13,495
未分配利润	551	946	1,292	1,743
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>5,669</b>	<b>14,474</b>	<b>14,820</b>	<b>15,270</b>
少数股东权益	4,528	6,777	7,454	8,170
<b>负债及所有者权益</b>	<b>16,438</b>	<b>28,904</b>	<b>30,623</b>	<b>32,338</b>

现金流量表

(US\$mn)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>235</b>	<b>401</b>	<b>346</b>	<b>451</b>
折旧摊销	(747)	(1,004)	(1,374)	(1,481)
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	(76)	(55)	(123)	(84)
营运资本变动	254	(234)	(161)	(228)
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>1,160</b>	<b>1,115</b>	<b>1,436</b>	<b>1,619</b>
资本支出	(1,998)	(5,512)	(3,500)	(4,000)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	(39)	(434)	0	0
其他	0	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(2,036)</b>	<b>(5,946)</b>	<b>(3,500)</b>	<b>(4,000)</b>
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	276	619	366	221
发行 (回购) 股份	1,055	10,657	677	716
其他	211	702	123	84
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>1,541</b>	<b>11,979</b>	<b>1,166</b>	<b>1,021</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>665</b>	<b>7,148</b>	<b>(898)</b>	<b>(1,359)</b>
<b>自由现金流</b>	<b>(838)</b>	<b>(4,397)</b>	<b>(2,064)</b>	<b>(2,381)</b>

财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	(7.3)	19.1	4.2	17.4
息税折旧及摊销前利润	(5.9)	50.0	15.2	21.3
净利润	75.1	70.8	(13.7)	30.3
稀释每股调整收益	72.9	37.8	(29.3)	30.3
<b>盈利率 (%)</b>				
息税折旧摊销前利润率	25.6	32.2	35.6	36.8
息税前利润率	1.6	5.1	0.1	4.2
净利率	7.5	10.8	8.9	9.9
净资产收益率	4.1	2.8	2.3	3.0
总资产收益率	1.4	1.4	1.1	1.4
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	2.1	4.0	3.6	3.1
速动比率	1.9	3.8	3.4	2.9
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	--	123.6	174.8	134.1
市净率	--	4.2	4.1	4.0
市销率	19.4	16.3	15.6	13.3

资料来源：Wind，华菁证券预测

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华菁证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，华菁证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。