

研究所

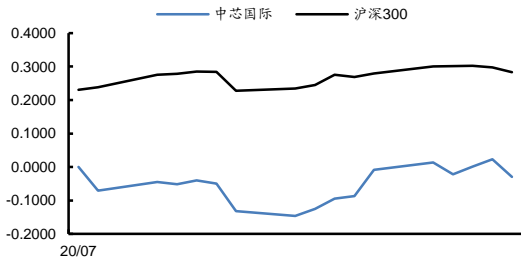
证券分析师：

吴吉森 S0350520050002
wujs01@ghzq.com.cn

H1 业绩超预期，晶圆代工龙头加速崛起

——中芯国际（688981）中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
中芯国际	-3.0	-3.0	-3.0
沪深 300	-1.4	18.8	28.3

市场数据

2020-08-07

当前价格（元）	80.47
52 周价格区间（元）	70.02 - 95.00
总市值（百万）	598598.73
流通市值（百万）	526318.02
总股本（万股）	743878.13
流通股（万股）	654054.96
日均成交额（百万）	12347.80
近一月换手（%）	39.93

相关报告

《中芯国际（688981）深度报告：中国晶圆代工龙头，半导体国产替代先锋》——2020-07-22

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- H1 业绩超市场预期，全年业绩值得期待。**公司发布 2020Q2 未经审核业绩，公司实现营收 9.39 亿美元（+18.7%），实现归母净利润 1.38 亿美元（+644.2%），同时，对于 2020Q3 经营情况作出指引，预计三季度收入环比增长 1%-3%，毛利率区间为 19%-21%，公司 Q2 业绩超市场预期。我们认为公司作为中国大陆晶圆代工龙头，是中国半导体产业链实现自主可控的关键所在，战略意义重大，公司制程工艺节点完善，在技术研发、客户资源等方面具备较强的竞争优势，将充分受益于晶圆代工行业成长和国产替代加速的大趋势。预计公司 2020-2022 年归属于母公司净利润分别为 20.27/26.39/30.96 亿元，对应 EPS 分别为 0.28/0.37/0.43 元/股，当前股价对应 PE 估值分别为 283/218/186 倍。维持“买入”评级。
- 公司产能利用率维持高位，营运效率、毛利率持续提升。**受益于晶圆代工需求旺盛，2020Q2 公司产能利用率维持在 98.6% 的高位（环比 +0.1pct，同比 +7.5pct）；按下游应用拆分来看，通讯和消费仍为公司收入主要构成，分别占 46.9% 和 36.9%，其余分别为计算机（5.9%）、汽车/工业（4.3%）及其他（6.0%）；按收入地区来看，国产化需求持续释放，来自中国的收入占比达 66.1%（同比 +9.2pct）。**从制程节点分类来看**，成熟制程仍占据主导，0.15/0.18um、55/65nm、40/45nm 占营收比例分别为 33.0%/30.0%/15.4%，先进制程节点占比持续提升，二季度 14/28nm 已贡献 9.1% 的营收（环比 +1.3pct，同比 +5.3pct）。在收入规模上升的同时，公司毛利率、营运效率均有所提升，二季度公司毛利率达到 26.5%（同比 +7.4pct），经营开支为 1.84 亿美元（同比下降 5.2%），其中研发费用 1.58 亿美元（同比下降 13.3%，占营收比 19.60%），行政开支及市场开支分别同比下降 8.0% 和 42.7%。
- 上修资本开支扩大产能，晶圆代工龙头加速崛起。**公司近期与北京开发区管委会达成合作协议，将在北京投资 76 亿美元建立 28nm 及以上多节点的新产线，首期规划的 10 万片/月 12 寸晶圆产线落成后公司产能将提升约 50%（当前总产能约为 20 万片/月折合 12 寸晶圆），同时公司将 2020 年资本开支从 43 亿美元上修至 67 亿美元。我们认为 5G 时代射频、PMIC、存储等以成熟制程为主的芯片市场空间较大，加之国内 IC 设计企业快速崛起，公司成熟制程扩产业绩确定性高；在先进制程节点，公司加码研发 N+1（对应 10nm）、N+2（对应 7nm）工艺，14nm 以下晶圆代工企业数量屈指可数，竞争格局更为良性，加之 5G 时代对高性能运算需求不断提升，公司先进制程业务将快速成长。华

为事件后，晶圆代工国产替代将是大势所趋，中芯国际作为半导体国产替代先锋，有望持续提升市场份额，引领国产化大浪潮。

- **风险提示：**关键设备受国际动荡环境影响难以正常购入；14nm 制程产能爬坡不顺利；低端产品行业竞争加剧风险；贸易摩擦加剧影响下游市场需求；募投项目进展不及预期风险。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	22018	26468	31250	36048
增长率(%)	-4%	20%	18%	15%
归母净利润（百万元）	1794	2027	2639	3096
增长率(%)	140%	13%	30%	17%
摊薄每股收益（元）	0.33	0.28	0.37	0.43
ROE(%)	2.52%	1.61%	2.07%	2.40%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究

附表：中芯国际盈利预测表

证券代码:	688981.SH				股价:	80.47	投资评级:	买入	日期:	2020-08-07
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E	
盈利能力					每股指标					
ROE	3%	2%	2%	2%	EPS	0.33	0.28	0.37	0.43	
毛利率	21%	27%	26%	26%	BVPS	7.99	13.81	14.12	14.49	
期间费率	6%	8%	8%	8%	估值					
销售净利率	8%	8%	8%	9%	P/E	244.53	283.35	217.60	185.52	
成长能力					P/B	10.07	5.83	5.70	5.55	
收入增长率	-4%	20%	18%	15%	P/S	19.92	21.70	18.38	15.93	
利润增长率	140%	13%	30%	17%						
营运能力					利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	
总资产周转率	0.19	0.16	0.18	0.21	营业收入	22018	26468	31250	36048	
应收账款周转率	6.50	6.64	6.64	6.64	营业成本	17431	19425	23039	26751	
存货周转率	3.97	3.97	3.97	3.97	营业税金及附加	116	132	156	180	
偿债能力					销售费用	182	212	250	288	
资产负债率	38%	26%	26%	26%	管理费用	1518	1853	2188	2523	
流动比	2.39	4.99	4.93	4.87	财务费用	(561)	(160)	(180)	(220)	
速动比	2.17	4.74	4.65	4.55	其他费用 / (-收入)	1294	(3316)	(3600)	(3950)	
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润	1432	1690	2197	2575	
现金及现金等价物	37268	89153	88067	86794	营业外净收支	(5)	(3)	(1)	1	
应收款项	3386	3988	4709	5432	利润总额	1427	1687	2196	2576	
存货净额	4390	4929	5846	6788	所得税费用	158	186	242	283	
其他流动资产	2932	3486	4060	4636	净利润	1269	1502	1955	2293	
流动资产合计	47977	101247	102372	103340	少数股东损益	(525)	(525)	(684)	(803)	
固定资产	36866	37600	38028	38596	归属于母公司净利润	1794	2027	2639	3096	
在建工程	17060	17560	18060	18560	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	
无形资产及其他	1864	1817	1770	1725	经营活动现金流	8140	4873	4975	5237	
长期股权投资	8223	8723	9223	9723	净利润	1269	1502	1955	2293	
资产总计	114817	169774	172282	174771	少数股东权益	(525)	(525)	(684)	(803)	
短期借款	698	698	698	698	折旧摊销	7109	5313	5417	5477	
应付款项	2176	2411	2860	3320	公允价值变动	195	50	50	50	
预收帐款	6	0	0	0	营运资金变动	94	(1925)	(2660)	(2701)	
其他流动负债	17193	17193	17193	17193	投资活动现金流	(13553)	(1733)	(1429)	(1567)	
流动负债合计	20074	20303	20751	21212	资本支出	(6738)	(1233)	(929)	(1067)	
长期借款及应付债券	15483	15483	15483	15483	长期投资	(460)	(500)	(500)	(500)	
其他长期负债	8002	8302	8802	9002	其他	(6355)	0	0	0	
长期负债合计	23485	23785	24285	24485	筹资活动现金流	57298	52926	(396)	(464)	
负债合计	43558	44087	45036	45696	债务融资	(409)	0	0	0	
股本	5451	7136	7136	7136	权益融资	7954	53230	0	0	
股东权益	71259	125687	127246	129074	其它	49752	(304)	(396)	(464)	
负债和股东权益总计	114817	169774	172282	174771	现金净增加额	51884	56066	3150	3206	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电子元器件组介绍】

吴吉森，电子行业首席分析师。武汉大学金融学硕士，4年证券研究从业经验，2年通信行业经验，专注于科技行业投资机会挖掘以及研究策划工作。曾就职于中泰证券、新时代证券，2020年5月加入国海证券，2018年水晶球、第一财经第一名研究团队核心成员，2019年东方财富百强分析师电子行业第三名。

【分析师承诺】

吴吉森，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。本报告清晰准确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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。