

公司研究

存量经营高景气但非主要矛盾，关注美国管制放松后的估值修复机会

——中芯国际 (0981.HK+688981.SH) 2021年一季报点评

要点

事件：公司公布1Q21业绩，1Q21收入实现11.0亿美金，环比增长12.5%高于此前指引区间7-9%，由于既有各制程产能利用率上升、8寸超预期扩产、以及涨价三方面带动；收入规模效应拉动经营杠杆驱动利润率超预期提升，毛利率为22.7%高于此前指引区间17-19%；结合各项费用率稳定，实现净利润1.6亿美金，同比增长148%，环比下降38%主要由于4Q非经营性收益导致净利润高基数影响。

1H21业绩表现强劲，印证存量经营需求面高景气：公司指引2Q21收入环比增速区间在17-19%，我们预计增量收入贡献主要来自两方面：1) FinFET先进制程收入显著增加，1Q21 FinFET收入贡献偏低，源自矿机芯片良率爬坡需要时间，伴随良率提升之后2Q21有望实现产能顺利爬坡；2) 40nm及以上成熟制程晶圆业务继续量价齐升。

压制估值的主要矛盾仍为美国管制风险，关注美国管制放松之后的估值修复机会：本次财报印证公司存量产能经营需求面高景气，但是我们认为压制SMIC估值的主要矛盾仍为美国管制带来的不确定性，继续跟踪美国成熟制程许可下放进程。公司仍维持21全年capex支出规划不变、维持其增量产能主要在2H21释放的判断。倘若成熟制程相关的美国配套供应链许可全部下放，公司基本面逐步明朗化后有望催生估值修复机会。

盈利预测、估值与评级：基于1Q20公司盈利改善以及2Q21利润指引超预期、以及出售中芯长电投资收益，上调中芯国际(0981.HK)21年净利润预测275%至9.2亿美金；我们对公司未来通过差异化平台提升既有制程产能盈利能力趋势更加乐观，上调22年净利润预测338%至7.6亿美金，新增23年净利润预测为8.6亿美金；同理，上调中芯国际(688981.SH)21-22年净利润预测252%/304%至63.4/51.2亿人民币，新增23年净利润预测为58.2亿人民币。考虑到近期资金在不同板块间配置风格切换影响，全球晶圆代工同业估值普遍回调，港股中芯国际估值仍在底部、最新价对应21年1.5倍PB低于可比同业PB估值区间1.7-2.7倍，未来增量扩产空间打开将驱动估值修复机会，重申“买入”评级，参考联电21年2.3倍PB，给予21年2.0倍PB，下调港股中芯国际(0981.HK)目标价至31块港币；相较之下，A股中芯国际估值优势并不明显，维持A股中芯国际(688981.SH)“增持”评级。

风险提示：半导体板块估值系统性波动；美国管制政策趋严。

中芯国际盈利预测与估值简表

港股 (0981.HK) 指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万美元)	3,116	3,907	4,974	5,461	5,806
营收增长率 (%)	-7.3	25.4	27.3	9.8	6.3
归母净利润 (百万美元)	235	716	918	763	861
归母净利润增长率 (%)	75.1	204.9	28.3	-16.9	12.9
P/B	4.2	1.6	1.5	1.4	1.4
A股 (688981.SH) 指标					
归母净利润 (百万人民币)	1,794	4,332	6,341	5,122	5,823
P/B	6.5	4.3	4.2	4.0	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-05-13；按1.0 HKD=0.1274 USD汇率换算。

A股：增持（维持）

H股：买入（维持）

H股当前价/目标价：24/31 港币

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

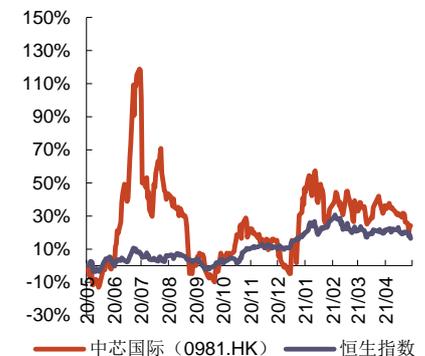
分析师：吴柳燕

执业证书编号：S0930519070004

021-52523690

wuliuyan@ebsecn.com

股价相对走势



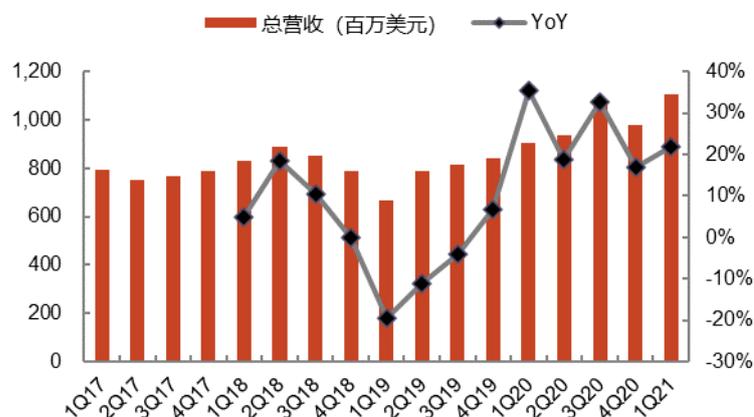
资料来源：wind

相关研报

等待股价调整充分后的入场机会，低估值是吸引力，美国许可下放是催化………
2021-02-06

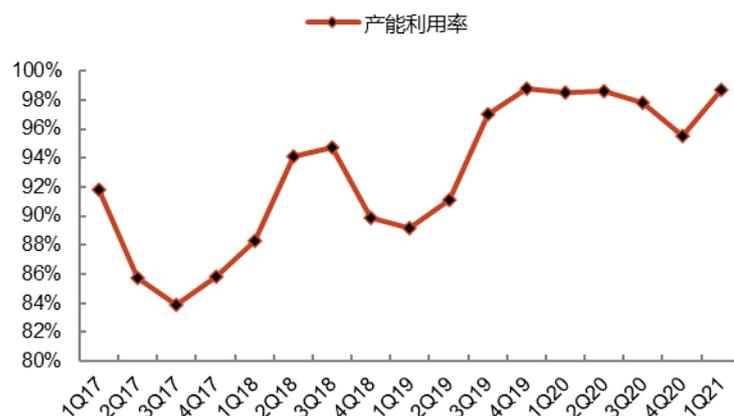
附录

图 1: 中芯国际 (0981.HK) 历史季度收入及同比增速 (单位: 百万美元)



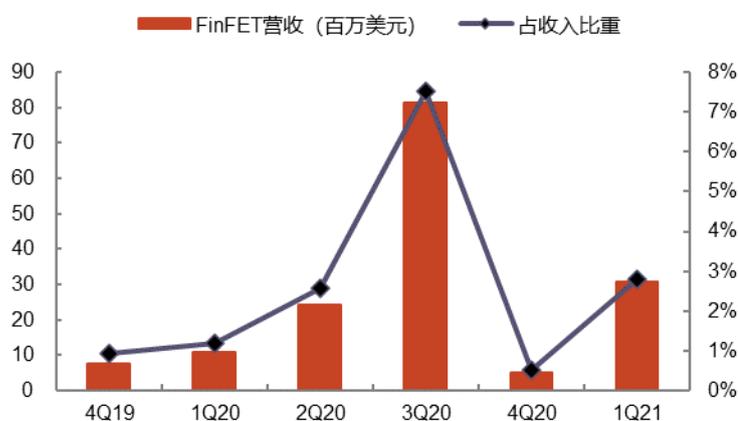
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 2: 中芯国际历史季度产能利用率



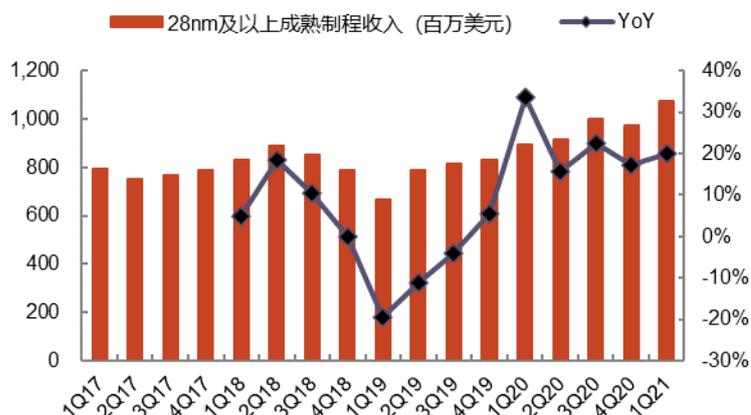
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 3: 中芯国际 (0981.HK) FinFET 先进制程收入及收入占比 (单位: 百万美元)



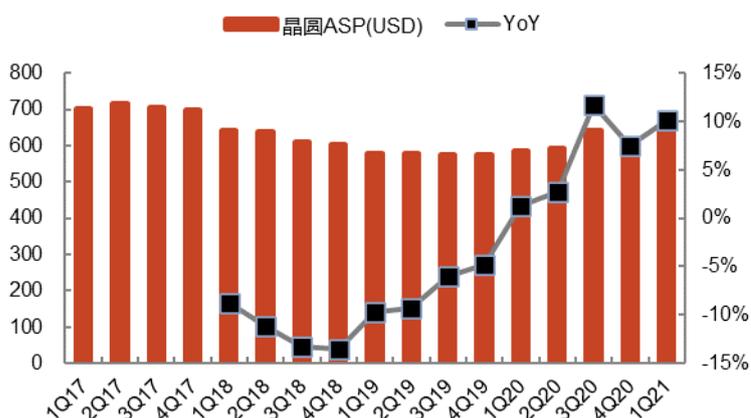
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 4：中芯国际 (0981.HK) 28nm 及以上成熟制程收入及同比增速 (单位：百万美元)



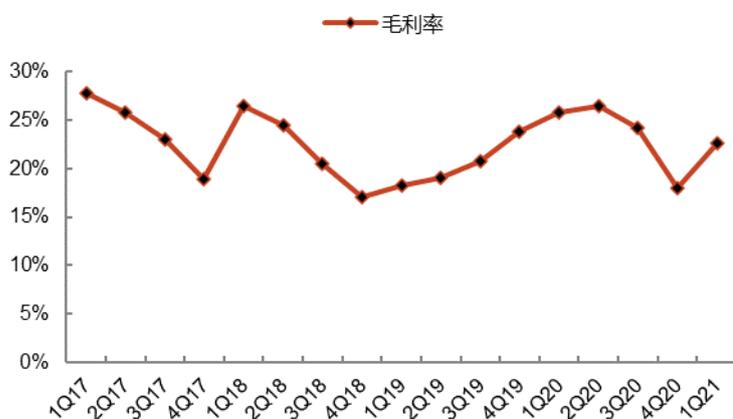
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 5：中芯国际 (0981.HK) 晶圆 ASP (单位：美元)



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 6：中芯国际 (0981.HK) 历史季度毛利率



资料来源：公司财报，光大证券研究所

表 1: 中芯国际 (0981.HK) 损益表

(单位: 百万美元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	3,116	3,907	4,974	5,461	5,806
晶圆销售	2,897	3,475	4,672	5,128	5,438
掩膜制造、测试、其他	214	432	302	334	368
营业成本	(2,473)	(2,986)	(3,720)	(4,077)	(4,241)
毛利	642	921	1,254	1,384	1,565
其它收入	416	506	660	430	349
营业开支	(973)	(975)	(1,029)	(1,076)	(1,144)
营业利润	86	453	885	738	771
财务成本净额	76	98	144	100	101
应占利润及亏损	21	187	(15)	(15)	66
税前利润	182	737	1,013	823	937
所得税开支	(23)	(68)	(142)	(115)	(131)
税后经营利润	159	669	871	708	806
少数股东权益	76	46	47	55	55
净利润	235	716	918	763	861
息税折旧前利润	1,085	12,184	2,139	2,501	2,785
息税前利润	58	309	590	673	786
每股收益 (美元)	0.04	0.11	0.12	0.10	0.11

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2：中芯国际 (0981.HK) 资产负债表

(单位: 百万美元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	16,438	31,321	31,624	32,217	33,365
流动资产	6,874	15,171	12,750	12,563	14,399
现金及短期投资	5,319	13,208	10,530	10,134	11,850
有价证券及短期投资	44	116	86	86	86
应收账款	485	444	594	652	693
存货	629	799	942	1,032	1,074
其它流动资产	397	604	599	659	697
非流动资产	9,564	16,149	18,873	19,654	18,966
长期投资	1,166	1,472	1,465	1,457	1,490
固定资产净额	5,533	8,132	11,439	12,547	12,186
其他非流动资产	2,865	6,544	5,969	5,650	5,289
总负债	6,240	9,639	9,071	8,956	9,298
流动负债	3,205	3,893	3,101	3,033	3,253
应付账款	894	1,473	1,418	1,555	1,617
短期借贷	1,480	1,260	458	229	344
其它流动负债	831	1,159	1,224	1,249	1,292
长期负债	3,035	5,746	5,970	5,924	6,045
长期债务	2,218	4,868	5,368	5,568	5,768
其它	817	878	602	355	277
股东权益合计	10,198	21,682	22,553	23,261	24,067
股东权益	5,669	14,875	15,793	16,556	17,416
少数股东权益	3,965	6,507	6,461	6,406	6,351
负债及股东权益总额	16,438	31,321	31,624	32,217	33,365
净现金/(负债)	805	6,202	4,102	3,981	5,461
营运资本	219	(230)	117	130	150
长期可运用资本	13,233	27,428	28,523	29,184	30,112
股东及少数股东权益	9,634	21,382	22,254	22,961	23,767

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 3: 中芯国际 (0981.HK) 现金流量表

(单位: 百万美元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,019	1,660	1,800	2,338	2,634
净利润	235	716	918	763	861
折旧与摊销	1,028	11,875	1,549	1,828	1,999
营运资本变动	(434)	(434)	(347)	(12)	(20)
其它	190	(10,497)	(319)	(240)	(206)
投资活动现金流	(1,949)	(7,071)	(4,027)	(2,559)	(1,261)
资本性支出净额	(1,871)	(5,271)	(4,405)	(2,350)	(1,045)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(15)	(306)	8	8	(33)
其它资产变化	(63)	(1,494)	370	(217)	(183)
自由现金流	(1,176)	6,548	(3,497)	(597)	1,095
融资活动现金流	1,376	12,704	(452)	(175)	343
股本变动	(1,139)	4,909	0	0	0
净债务变化	845	2,430	(302)	(29)	315
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	1,670	5,365	(150)	(146)	28
净现金流	447	7,293	(2,679)	(396)	1,716

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 4：中芯国际（688981.SH）损益表

(单位：百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	22,018	27,471	34,829	38,192	40,574
营业成本	17,431	20,937	25,988	28,442	29,598
折旧和摊销	7,784	9,127	9,892	10,707	11,380
税金及附加	116	242	174	191	203
销售费用	182	200	253	277	295
管理费用	1,518	1,562	1,741	1,910	2,029
财务费用	(561)	(1,260)	(1,154)	(1,116)	(1,035)
研发费用	4,744	4,672	5,398	5,920	6,289
资产减值损失	253	(150)	(77)	(42)	(42)
其他收益	2,039	2,489	3,135	2,101	2,029
投资收益	847	695	700	700	700
营业利润	1,432	4,498	6,363	5,323	5,880
利润总额	1,427	1,427	6,563	5,193	5,980
所得税	158	158	722	571	658
净利润	1,269	1,269	5,841	4,622	5,323
少数股东损益	(525)	(311)	(500)	(500)	(500)
归属母公司净利润	1,794	4,332	6,341	5,122	5,823

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 5: 中芯国际 (688981.SH) 资产负债表

(单位: 百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	114,817	204,602	210,770	217,453	224,936
货币资金	37,268	86,668	83,266	92,918	103,934
交易性金融资产	300	728	300	300	300
应收帐款	3,283	2,902	4,842	5,309	5,641
应收票据	103	32	174	191	203
其他应收款 (合计)	555	597	1,097	1,164	1,211
存货	4,390	5,218	6,177	6,844	7,147
其他流动资产	1,746	2,436	2,620	2,704	2,763
流动资产合计	47,977	99,107	98,863	109,849	121,635
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	8,223	9,619	9,619	9,619	9,619
固定资产	36,866	51,415	54,396	53,398	51,006
在建工程	17,060	27,661	28,921	24,996	22,420
无形资产	1,864	2,424	2,415	2,406	2,397
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,759	11,656	12,391	12,391	12,391
非流动资产合计	66,840	105,495	111,907	107,603	103,301
总负债	43,558	62,966	63,293	65,354	67,515
短期借款	698	2,957	0	0	0
应付账款	2,176	3,011	3,248	3,555	3,700
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	6	33	10	11	12
其他流动负债	7,250	7,882	8,618	8,955	9,193
流动负债合计	20,074	23,583	21,256	21,981	22,404
长期借款	13,988	26,331	27,831	28,831	30,331
应付债券	1,495	5,470	5,470	5,470	5,470
其他非流动负债	6,189	6,600	7,336	7,672	7,910
非流动负债合计	23,485	39,383	42,036	43,373	45,111
无息负债	18,883	22,057	21,492	22,553	23,214
有息负债	24,675	40,909	41,801	42,801	44,301
股东权益	71,259	141,636	147,477	152,099	157,421
股本	145	219	219	219	219
公积金	34,692	94,222	94,331	94,331	94,331
未分配利润	3,784	8,061	14,292	19,415	25,237
归属母公司权益	43,573	99,128	105,469	110,591	116,413
少数股东权益	27,686	42,508	42,008	41,508	41,008

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 6: 中芯国际 (688981.SH) 现金流量表

(单位: 百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8,140	13,174	9,122	12,925	14,643
净利润	1,794	4,332	6,341	5,122	5,823
折旧摊销	7,784	9,127	9,892	10,707	11,380
净营运资金增加	(3,196)	(1,033)	7,282	1,451	942
其他	1,759	747	(14,392)	(4,355)	(3,501)
投资活动产生现金流	(13,553)	(48,503)	(15,305)	(5,725)	(6,400)
净资本支出	(12,197)	(36,891)	(15,625)	(6,350)	(7,050)
长期投资变化	8,223	9,619	0	0	0
其他资产变化	(9,579)	(21,231)	320	625	650
融资活动现金流	8,287	86,911	2,782	2,452	2,773
股本变化	0	74	0	0	0
债务净变化	451	16,234	892	1,000	1,500
无息负债变化	5,365	3,174	(565)	1,061	661
净现金流	3,299	48,564	(3,402)	9,652	11,016

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
行业及公司评级	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与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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相一致的投资决策。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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE