

## 公司报告

招商证券(香港)有限公司  
证券研究部

陈永豪 苏林  
+852 3189 6125 +852 3189 6635  
kevinchen@cmschina.com.hk clintsu@cmschina.com.hk

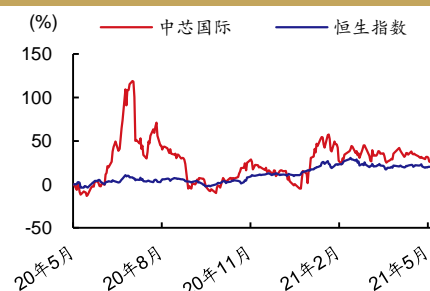
### 最新变动

2021年一季度业绩; 预测变动

### 中性

前次评级	中性
股价 (2021/05/13)	23.80港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	25.0港元 (+5%)
前次目标价:	25.0港元

#### 股价表现



资料来源: 贝格数据; 截至2021/05/13

%	1m	6m	12m
中芯国际	(8.8)	6.0	24.2
恒生指数	(4.1)	5.7	16.5

行业: 电子及硬件科技

恒生指数 (2021/05/13)	27,719
国企指数 (2021/05/13)	10,340

#### 重要数据

52周股价区间(港元)	16.18 - 44.8
港股市值(百万港元)	272,083
日均成交量(百万股)	16.02
每股净资产(港元)	19.75

#### 主要股东

大唐控股投资有限公司	17.00%
鑫芯投资有限公司	15.76%
其他非控股股东	39.96%
总股数(百万股)	7,704
自由流通量	27.28%

资料来源: 公司资料、彭博

#### 相关报告

1. 中芯国际 (981 HK) - 重新聚焦成熟制程, 对未来亦喜亦忧(中性) (2021/02/05)
2. 中国硬件科技 - 联华电子业绩及前景乐观; 行业持续供不应求(中性) (2021/01/27)
3. 中芯国际 (981 HK) - 四季度前景有望好于市场忧虑; 未来挑战仍存(中性) (2020/11/12)
4. 中芯国际 (981 HK) - 晶圆代工领头羊, 道阻且长挑战仍存; 首次覆盖给予中性评级(中性) (2020/10/21)

## 中芯国际 (981 HK)

### 前景改善, 留意升高的行业供给

■ 2021年一季度业绩大幅超预期达历史新高, 乐观指引指向愈佳的前景

■ 资本支出计划维持, 8寸产能扩增进度较计划超前

■ 注意持续增长的行业供给对供求关系的影响; 维持中性评级

### 2021年一季度价格和出货强劲, 业绩大幅超预期

得益于强劲的晶圆单价和出货量增长, 2021年一季度的收入环比增长12% (同比增长22%) 至11亿美元, 达历史新高, 优于公司先前的指引(指引为环比7-9%增长)。受价格上涨和产品组合改善推动, 晶圆平均售价环比增长5%, 而出货量环比增长10%。毛利润率环比增长4.6个百分点至22.7%, 远高于公司此前指引(指引为17-19%)和市场预期。产能利用率从2020年四季度的95.5%提高到2021年一季度的98.7%。净利润为1.59亿美元(市场预期为9,700万美元), 如剔除2020年四季度的投资收益, 则环比大致持平。

### 2021年二季度指引乐观, 全年前景改善

中芯国际预计其2021年二季度收入将环比增长17-19% (指示收入将超市场预期21%), 主因1) 价格提升; 2) 产能扩增。鉴于需求持续强于供给, 预计晶圆代工价格将进一步走高。公司指引指出二季度毛利润率将进一步提升至25-27% (环比增3.3个百分点)。尽管不确定性仍然存在, 管理层指出在正常运转前提下, 公司先前对于2021的全年预期(收入增长7-9%, 毛利润率约15%)可能显得过于保守。

### 8寸产能扩增进度超前

中芯国际维持其2021年资本支出预算(43亿美元), 并计划今年分别增加12英寸和8英寸月产能1万和4.5万片。新产能将逐步上线, 主要集中在今年下半年。目前新的8英寸产能中约有三分之一已经提前开始贡献收入。中芯国际还签署了在深圳建造一条12英寸非FinFET生产线(月产能4万片)的协议, 该产线将于2022年开始运营。尽管新产能可能将会推动未来出货量增长, 但我们同时担忧可能因此导致的供过于求。

### 留意未来行业供给需求变化; 维持中性评级

中芯国际的前景改善令人振奋, 但我们将继续关注美国对公司的出口限制和产能扩增计划, 这可能会改变中芯国际和华虹半导体(1347 HK)面临的供求关系。我们上调盈利预测, 维持25港元的目标价(仍基于1.6倍的2021年前瞻市净率)。

### 盈利预测及估值

百万美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	3,116	3,907	4,844	5,241	5,537
同比增长	-7%	25%	24%	8%	6%
毛利润率	20.6%	23.6%	23.5%	20.7%	20.5%
净利润	235	716	600	523	528
同比增长	75%	205%	-16%	-13%	1%
每股净资产(美元)	1.12	1.93	2.00	2.07	2.13
市盈率(x)	37.6x	33.1x	40.7x	46.7x	46.2x
市净率(x)	1.4x	1.5x	1.5x	1.5x	1.4x
权益收益率	4.2%	7.0%	3.9%	3.3%	3.2%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 股价截至2021/05/13

中芯国际2021年一季度(1Q21)业绩概览

图 1: 中芯国际 2021 年一季度 (1Q21) 业绩比较 (实际对比预测)

(百万美元)	实际			1Q21 增长率		1Q21 预测			
	1Q20	4Q20	1Q21	环比	增长	市场预期	超预期	招商证券	超预期
收入	905	981	1,104	12%	22%	1,073	3%	1,052	5%
晶圆代工	824	873	1,007	15%	22%	n.a.	n.a.	947	6%
其他	81	108	97	-10%	21%	n.a.	n.a.	105	-7%
毛利润	234	177	250	41%	7%	191	31%	189	32%
营业利润	47	17	125	623%	163%	(10)	n.a.	(10)	n.a.
税前利润	66	246	142	-42%	116%	70	101%	75	88%
净利润	64	257	159	-38%	148%	97	64%	100	58%
稀释每股收益 (美元)	0.011	0.031	0.020	-35%	86%	0.014	43%	0.012	66%
每股净资产 (美元)	1.233	1.970	1.944	-1%	58%	2.335	-17%	1.983	-2%
毛利润率	25.8%	18.0%	22.7%	4.6 ppt	-3.2 ppt	17.8%	4.8 ppt	18.0%	4.7 ppt
营业利润率	5.2%	1.8%	11.3%	9.5 ppt	6.1 ppt	-1.0%	12.3 ppt	-0.9%	12.2 ppt
税前利润率	7.3%	25.0%	12.8%	-12.2 ppt	5.6 ppt	6.6%	6.3 ppt	7.2%	5.7 ppt
净利润率	7.1%	26.2%	14.4%	-11.8 ppt	7.3 ppt	9.0%	5.4 ppt	9.6%	4.8 ppt
权益收益率 (ROE)	4.5%	7.0%	4.2%	-2.8 ppt	-0.3 ppt	2.4%	1.8 ppt	2.7%	1.5 ppt
非 IFRS 营业费用	239	243	205	-16%	-14%	202	2%	269	-24%
非 IFRS 营业利润	(5)	(67)	45	n.a.	n.a.	(10)	n.a.	(80)	n.a.
非 IFRS 营业费用率	26.4%	24.8%	18.5%	-6.3 ppt	-7.8 ppt	18.8%	-0.2 ppt	25.6%	-7.1 ppt
非 IFRS 营业利润率	-0.5%	-6.8%	4.1%	10.9 ppt	4.7 ppt	-1.0%	5.1 ppt	-7.6%	11.7 ppt
晶圆出货量 (千片) *	1,407	1,416	1,559	10%	11%	n.a.	n.a.	1,487	5%
晶圆销售均价 (美元)	586	617	646	5%	10%	n.a.	n.a.	637	1%
总产能 (千片/月)	476	521	541	4%	14%	n.a.	n.a.	528	2%
产能利用率	98.5%	95.5%	98.7%	3.2 ppt	0.2 ppt	n.a.	n.a.	93.8%	4.9 ppt

注: (\*) 出货量和产能均转换为约当8寸晶圆

资料来源: 公司数据、彭博一致预测 (截至2021年5月12日)、招商证券 (香港) 预测

图 2: 中芯国际指引与预期

(百万美元)	1Q21			2Q21E		2021E	
	公司指引	市场预期	实际	公司指引	市场预期	公司指引	市场预期
收入	1,050-1,069	1,073	1,104	1,291-1,313	1,076	超过 4,180-4,259	4,336
环比增长	↑7%-9%	↑9%	12%	↑17%-19%	↓3%	超过 ↑7%-9%	↑11%
毛利润率	17%-19%	18%	23%	25%-27%	17%	超过 15%	16.3%
非 IFRS 营业费用	环比大体持平	n.a.	205	环比有所增加	n.a.	n.a.	n.a.
少数股东承担的亏损	有所增加	n.a.	35	环比有所增加	n.a.	n.a.	n.a.
折旧与摊销费用	n.a.	401	420	n.a.	423	2,000	1,685
EBITDA	n.a.	443	583	n.a.	457	2,300	1,826
资本支出	n.a.	950	534	n.a.	950	4,300	4,029

资料来源: 公司数据、彭博一致预测 (截至2021年5月12日)、招商证券 (香港)

## 中芯国际 (981 HK) 2021年一季度业绩要点

### ■ 2021年一季度业绩好于预期

- 收入环比增长12% (同比增长22%) 至11亿美元, 因晶圆出货量 (环比增长10%) 和平均售价 (环比增长5%) 均有增长
- 14及28nm收入环比增长了59%, 占一季度收入的7% (去年四季度占比为5%)
- 一季度毛利润率为22.7%, 环比提升4.6个百分点 (同比下滑3.2个百分点), 主要因为晶圆出货量和平均售价均有所提升
- 一季度净利润环比下降38%, 为1.59亿美元 (同比增长148%), 主要因营业费用较低
- 经营活动现金流在一季度达到4.64亿美元 (同比增长78%), 资本支出为5.34亿美元 (2020年一季度为7.77亿美元)

### ■ 2021年指引

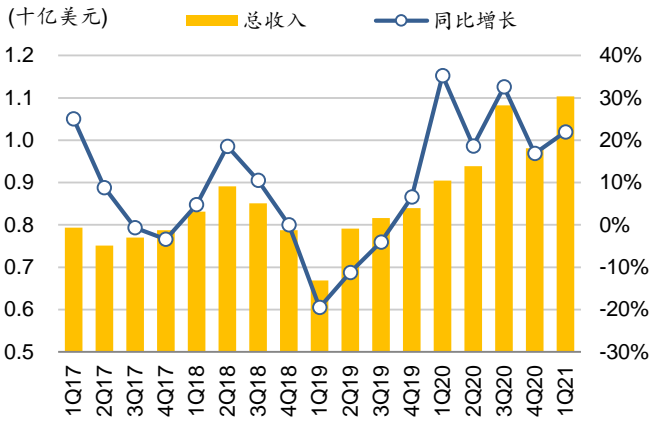
- 公司预计2021年二季度收入将环比增长17%-19% (12.91-13.13亿美元), 优于市场预期的10.76亿美元
- 根据公司预期, 2021年二季度毛利润率预计介于25%和27%之间 (相较于2021年一季度的22.7%, 2020年二季度的26.5%)
- 根据公司预期, 非IFRS营业费用预计环比有所增加 (2021年一季度为2.05亿美元), 少数股东承担的损失将环比有所减少 (2021年一季度为3,500万美元)
- 对于2021全年, 公司预计收入增速将高于此前在二月份的预期 (中至高个位数百分比增长, 也就是7-9%增长, 至42-43亿美元); 2021年上半年收入预计将达到24亿美元 (此前公司预计为21亿美元); 需求仍然强劲, 将带动平均售价在2021年间增长, 但因美国制裁不确定性仍然存在
- 对2021年全年, 毛利润率预计高于15%; 折旧和摊销费用预计达到20亿美元; EBITDA预计达到23亿美元

### ■ 资本支出和产能

- 公司2021年一季度的资本支出总额为5.34亿美元 (相较于去年一季度的7.77亿美元)
- 2021年的资本支出计划为43亿美元, 其中大部分将用于成熟制程 (非FinFET), 小部分用于先进制程 (FinFET)
- 总产能于2021年一季度达到每月540,750片约当8寸晶圆
- 2021年产能扩增计划不变: 增加12寸产能10,000片, 增加8寸产能至少45,000片
- 管理层预计需求仍然很强劲, 尤其是0.18um、0.15um、55nm、40nm节点, 并且行业整体的28nm供应过剩问题将因强劲需求而有所缓和

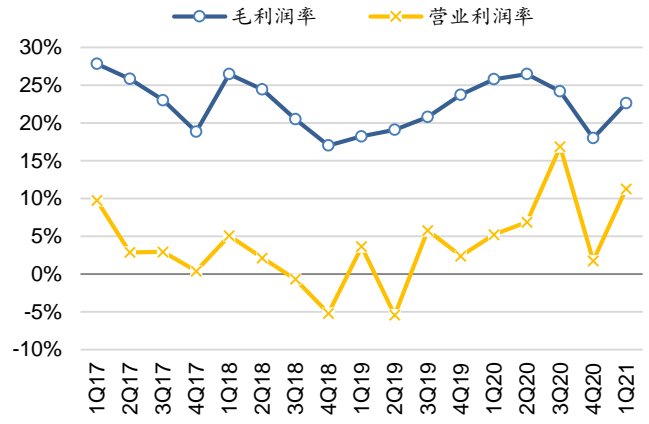
季度财务表现

图3: 中芯国际季度收入



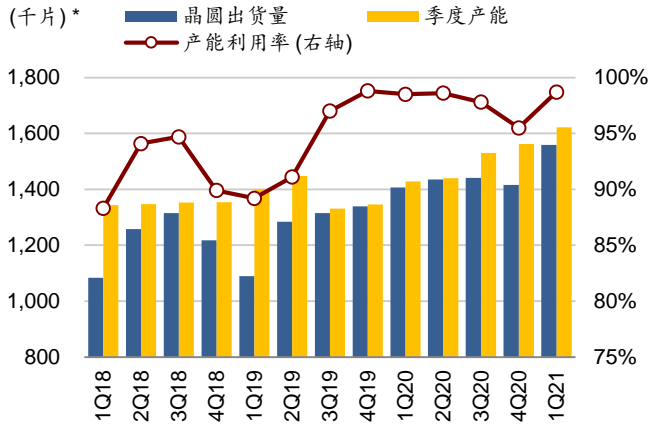
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图4: 中芯国际季度利润率



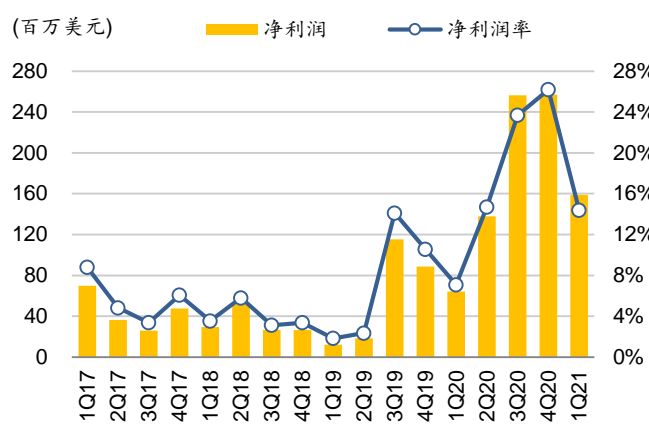
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图5: 中芯国际季度出货量和产能



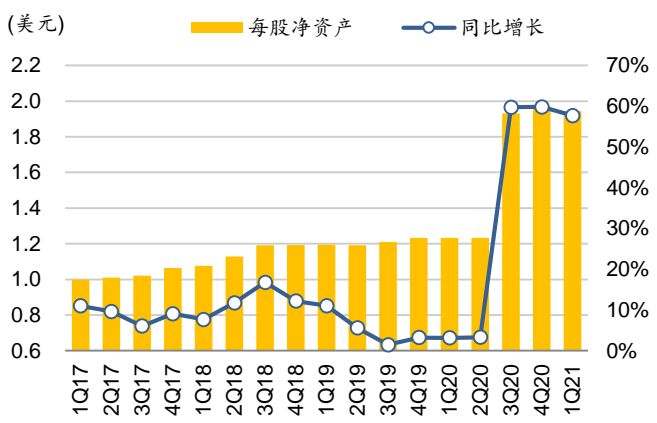
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港); (\*) 约当8寸晶圆

图6: 中芯国际季度净利润



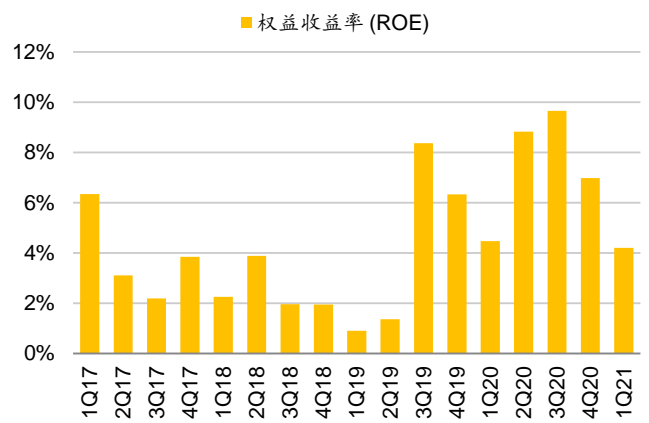
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图7: 中芯国际季度每股净资产 (BPS)



注: 2020年第三季度每股净资产飙升是因于科创板上市  
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图8: 中芯国际季度权益收益率 (ROE, 年化)



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

预测更新

图 9: 中芯国际预测调整 (2021E, 2022E, 2023E)

(百万美元)	2021E				2022E				2023E			
	调整前	调整后	差值	变动	调整前	调整后	差值	变动	调整前	调整后	差值	变动
收入	4,330	4,844	514	12%	4,754	5,241	487	10%	n.a.	5,537	n.a.	n.a.
毛利润	746	1,138	392	53%	883	1,084	201	23%	n.a.	1,134	n.a.	n.a.
营业利润	(35)	468	503	n.a.	76	322	247	326%	n.a.	327	n.a.	n.a.
税前利润	165	596	431	261%	269	509	241	90%	n.a.	515	n.a.	n.a.
净利润	224	600	376	168%	314	523	210	67%	n.a.	528	n.a.	n.a.
每股收益 (美元)	0.03	0.08	0.05	181%	0.04	0.07	0.03	75%	n.a.	0.07	n.a.	n.a.
毛利润率	17.2%	23.5%	6.3 ppt		18.6%	20.7%	2.1 ppt		n.a.	20.5%	n.a.	
营业利润率	-0.8%	9.7%	10.5 ppt		1.6%	6.2%	4.6 ppt		n.a.	5.9%	n.a.	
税前利润率	3.8%	12.3%	8.5 ppt		5.6%	9.7%	4.1 ppt		n.a.	9.3%	n.a.	
净利润率	5.2%	12.4%	7.2 ppt		6.6%	10.0%	3.4 ppt		n.a.	9.5%	n.a.	
每股净资产 (美元)	1.96	2.00	0.04	2%	2.00	2.07	0.07	3%	n.a.	2.13	n.a.	n.a.
权益收益率	1.5%	3.9%	0.0 ppt		2.1%	3.3%	0.0 ppt		n.a.	3.2%	n.a.	

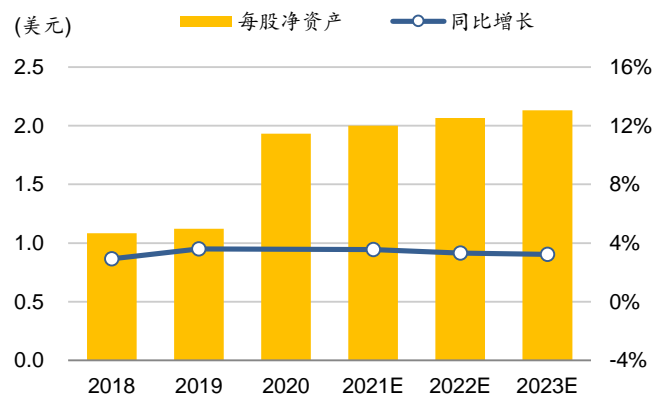
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图 10: 中芯国际盈利预测比较 (招商证券 vs. 彭博一致预测)

(百万美元)	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>			
招商证券	4,844	5,241	5,537
一致预测	4,336	4,794	5,304
差异	12%	9%	4%
<b>毛利润率 (%)</b>			
招商证券	23.5%	20.7%	20.5%
一致预测	16.3%	16.8%	18.6%
差异	7.2 ppt	3.9 ppt	1.8 ppt
<b>营业利润</b>			
招商证券	468	322	327
一致预测	(57)	34	(243)
差异	-926%	848%	-235%
<b>净利润</b>			
招商证券	600	523	528
一致预测	385	415	570
差异	56%	26%	-7%

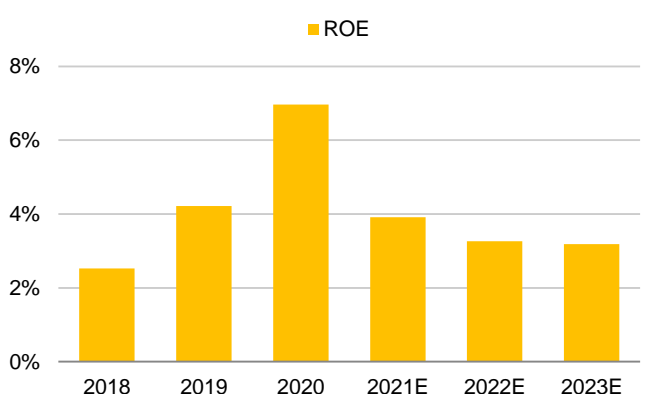
资料来源: 彭博一致预测(截至2021年5月12日)、招商证券(香港)预测

图 11: 中芯国际每股净资产 (BPS) 预测



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

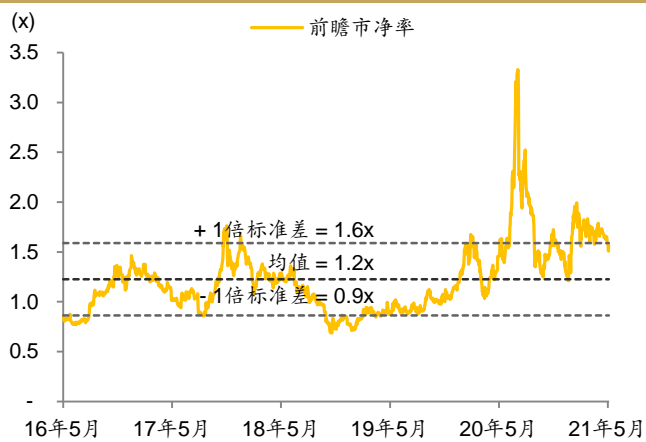
图 12: 中芯国际权益收益率 (ROE) 预测



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

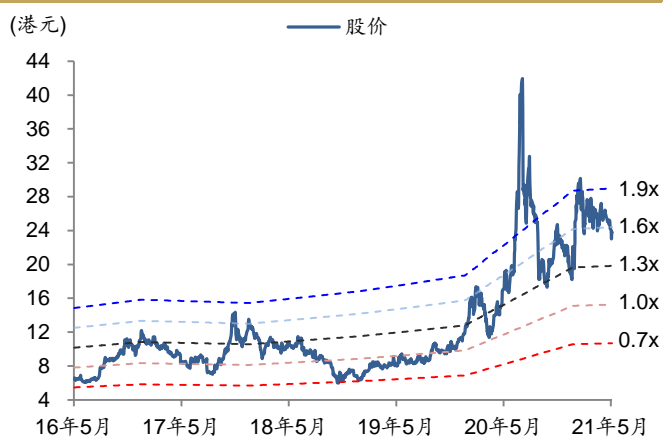
估值

图13: 中芯国际前瞻市净率



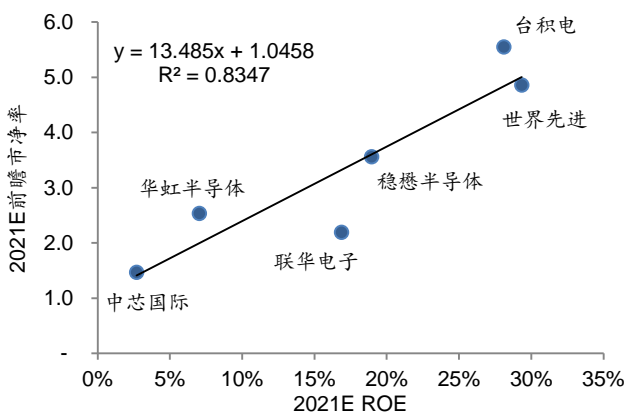
资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测; 截至2021/05/13

图14: 中芯国际前瞻市净率通道



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测; 截至2021/05/13

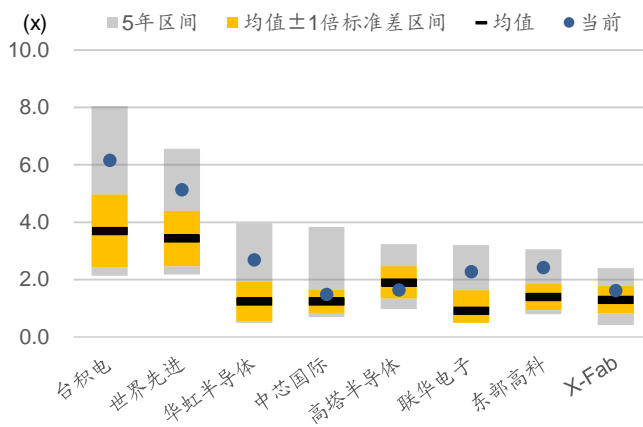
图15: 晶圆代工厂2021年前瞻市净率与ROE



资料来源: 彭博、招商证券(香港); 截至2021/05/13

股票代码: 台积电 (2330 TT)、联华电子 (2303 TT)、中芯国际 (981 HK)、高塔半导体 (TSEM IT)、华虹半导体 (1347 HK)、世界先进 (5347 TT)、稳懋半导体 (3105 TT)、X-Fab (XFAB FP)、东部高科 (000990 KS)

图16: 晶圆代工厂前瞻市净率比较



资料来源: 彭博、招商证券(香港); 截至2021/05/13

图17: 估值比较

公司	股票代码	交易货币	股价	市值 (十亿美元)	市盈率 (x)		市净率 (x)		EV/EBITDA (x)		权益收益率		股息收益率		净杠杆率
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	
<b>晶圆代工厂</b>															
中芯国际	0981 HK	港元	23.80	35.0	40.5	46.5	1.5	1.5	10.2	9.3	4%	3%	0.0%	0.0%	-17%
华虹半导体	1347 HK	港元	43.80	7.3	49.8	36.2	2.8	2.6	18.9	13.7	6%	8%	0.6%	0.8%	-11%
台积电	2330 TT	新台币	547.00	507.0	23.9	20.8	6.6	5.6	12.9	10.8	29%	28%	2.0%	2.2%	-23%
联华电子	2303 TT	新台币	47.55	21.1	14.5	13.1	2.3	2.2	6.6	6.2	16%	17%	4.3%	5.3%	-11%
华润微电子	688396 CH	人民币	59.00	12.1	47.8	39.6	6.5	5.6	29.6	26.9	13%	13%	0.2%	0.3%	-44%
世界先进	5347 TT	新台币	110.00	6.4	18.6	17.0	5.3	4.9	10.9	9.6	30%	29%	3.8%	4.3%	-30%
稳懋半导体	3105 TT	新台币	322.50	4.9	23.1	19.1	3.9	3.6	11.3	9.3	16%	19%	2.9%	3.4%	8%
高塔半导体	TSEM IT	新谢克尔	8,322	2.7	18.8	14.7	1.7	1.5	6.0	5.4	10%	11%	n.a.	n.a.	-21%
东部高科	000990 KS	韩元	57,600	2.3	12.8	10.8	2.6	2.1	5.5	4.7	21%	22%	0.6%	0.8%	-5%
<b>均值</b>					<b>36.2</b>	<b>28.1</b>	<b>3.7</b>	<b>3.3</b>	<b>12.9</b>	<b>11.0</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.0%</b>	<b>-17%</b>

注: 招商证券(香港)评级股票: 华虹半导体 (1347 HK、买入、目标价: 60港元)、中芯国际 (981 HK、中性、目标价: 25港元);

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测; 股价截至2021/05/13

盈利预测表

图 18: 中芯国际盈利预测

(百万美元)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	905	938	1,083	981	1,104	1,303	1,255	1,183	1,149	1,276	1,418	1,398	3,116	3,907	4,844	5,241	5,537
同比增长	35%	19%	33%	17%	22%	39%	16%	21%	4%	-2%	13%	18%	-7%	25%	24%	8%	6%
成本	(671)	(690)	(821)	(804)	(854)	(964)	(954)	(934)	(925)	(1,008)	(1,106)	(1,118)	(2,473)	(2,986)	(3,706)	(4,157)	(4,403)
毛利润	234	249	262	177	250	339	301	248	224	268	312	280	642	921	1,138	1,084	1,134
营业费用 - 未调整	(186)	(184)	(79)	(160)	(125)	(166)	(179)	(201)	(155)	(175)	(201)	(231)	(594)	(609)	(671)	(761)	(807)
营业利润 - 未调整	47	65	183	17	125	173	123	48	69	93	111	49	49	312	468	322	327
非经营性损益	18	77	102	228	17	36	37	39	46	47	47	47	133	425	129	187	188
税前利润	66	142	284	246	142	209	160	86	115	140	158	96	182	737	596	509	515
所得税	(14)	(16)	(21)	(17)	(26)	(27)	(21)	(11)	(15)	(18)	(21)	(13)	(23)	(68)	(85)	(66)	(67)
少数股东损益	13	12	(7)	28	35	15	15	15	20	20	20	20	76	46	88	80	80
净利润(除少数股东)	64	138	256	257	159	196	154	90	120	141	158	104	235	716	600	523	528
稀释每股收益(美元)	0.01	0.02	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.01	0.04	0.09	0.08	0.07	0.07
同比增长	343%	527%	63%	102%	86%	8%	-40%	-63%	-24%	-28%	2%	15%	53%	112%	-12%	-13%	1%
非 IFRS 营业费用	(239)	(215)	(215)	(243)	(205)	(241)	(259)	(292)	(238)	(258)	(285)	(316)	(955)	(912)	(996)	(1,097)	(1,144)
非 IFRS 营业利润	(5)	34	47	(67)	45	98	43	(44)	(14)	10	27	(36)	(313)	9	142	(13)	(9)
每股净资产(美元)	1.23	1.23	1.93	1.97	1.94	1.97	1.99	2.00	2.01	2.03	2.05	2.07	1.12	1.93	2.00	2.07	2.13
权益收益率(ROE)	4.5%	8.8%	9.7%	7.0%	4.2%	5.1%	3.9%	2.3%	3.0%	3.5%	3.9%	2.5%	4.2%	7.0%	3.9%	3.3%	3.2%
<b>利润率</b>																	
毛利润率	25.8%	26.5%	24.2%	18.0%	22.7%	26.0%	24.0%	21.0%	19.5%	21.0%	22.0%	20.0%	20.6%	23.6%	23.5%	20.7%	20.5%
营业利润率 - 未调整	5.2%	6.9%	16.9%	1.8%	11.3%	13.3%	9.8%	4.0%	6.0%	7.3%	7.8%	3.5%	1.6%	8.0%	9.7%	6.2%	5.9%
营业费用率 - 未调整	20.6%	19.6%	7.3%	16.3%	11.4%	12.7%	14.2%	17.0%	13.5%	13.7%	14.2%	16.5%	19.1%	15.6%	13.8%	14.5%	14.6%
营业利润率 - 非 IFRS	-0.5%	3.6%	4.3%	-6.8%	4.1%	7.5%	3.4%	-3.7%	-1.2%	0.8%	1.9%	-2.6%	-10.0%	0.2%	2.9%	-0.2%	-0.2%
营业费用率 - 非 IFRS	26.4%	22.9%	19.9%	24.8%	18.5%	18.5%	20.6%	24.7%	20.7%	20.2%	20.1%	22.6%	30.7%	23.3%	20.6%	20.9%	20.7%
税前利润率	7.3%	15.1%	26.3%	25.0%	12.8%	16.0%	12.7%	7.3%	10.0%	10.9%	11.2%	6.9%	5.9%	18.9%	12.3%	9.7%	9.3%
净利润率	7.1%	14.7%	23.7%	26.2%	14.4%	15.1%	12.3%	7.6%	10.5%	11.1%	11.1%	7.4%	7.5%	18.3%	12.4%	10.0%	9.5%
<b>晶圆收入</b>																	
晶圆收入	824	853	924	873	1,007	1,196	1,137	1,059	1,047	1,164	1,294	1,267	2,897	3,475	4,398	4,772	5,045
环比增长	7%	3%	8%	-6%	15%	19%	-5%	-7%	-1%	11%	11%	-2%	-4%	20%	27%	9%	6%
出货量(千片)*	1,407	1,436	1,441	1,416	1,559	1,699	1,648	1,599	1,631	1,794	1,955	1,897	5,029	5,699	6,505	7,276	7,924
环比增长	5%	2%	0%	-2%	10%	9%	-3%	-3%	2%	10%	9%	-3%	3%	13%	14%	12%	9%
销售均价(美元)	586	594	642	617	646	704	690	662	642	649	662	668	576	610	676	656	637
环比增长	2%	1%	8%	-4%	5%	9%	-2%	-4%	-3%	1%	2%	1%	-7%	6%	11%	-3%	-3%
<b>产能</b>																	
总产能(千片/月)*	476	480	510	521	541	572	576	589	591	605	653	642	460	497	569	623	683
环比增长	6%	1%	6%	2%	4%	6%	1%	2%	0%	2%	8%	-2%	2%	8%	15%	9%	10%
产能利用率	98.5%	98.6%	97.8%	95.5%	98.7%	99.1%	95.4%	90.5%	91.9%	98.9%	99.8%	98.5%	91.0%	95.6%	95.2%	97.4%	96.7%

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测; (\*) 约当 8 英寸晶圆片数

## 财务预测表

### 资产负债表

百万美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>6,874</b>	<b>15,171</b>	<b>13,256</b>	<b>12,863</b>	<b>11,949</b>
现金及现金等价物	2,239	9,827	7,725	7,211	6,117
限制性资金	805	575	453	443	443
短期投资	2,319	2,918	2,926	2,947	2,953
应收账款	836	976	1,148	1,179	1,249
存货	629	799	927	1,009	1,114
其他流动资产	46	77	76	75	74
<b>非流动资产</b>	<b>9,564</b>	<b>16,149</b>	<b>18,452</b>	<b>19,508</b>	<b>21,123</b>
固定资产净值	7,757	12,138	14,439	15,548	17,177
使用权资产	239	491	465	459	458
无形资产	97	82	83	83	84
权益法投资	1,166	1,472	1,414	1,398	1,394
其他非流动资产	305	1,966	2,051	2,020	2,010
<b>总资产</b>	<b>16,438</b>	<b>31,321</b>	<b>31,707</b>	<b>32,371</b>	<b>33,072</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,205</b>	<b>3,873</b>	<b>3,352</b>	<b>3,500</b>	<b>3,674</b>
短期借款	563	1,240	465	465	465
短期债券及票据	917	0	228	228	228
应付账款	1,034	1,649	1,743	1,902	2,078
其他流动负债	691	984	917	904	902
<b>非流动负债</b>	<b>3,035</b>	<b>5,766</b>	<b>5,729</b>	<b>5,722</b>	<b>5,721</b>
长期借款	2,004	4,051	4,289	4,289	4,289
长期债券及票据	214	826	599	599	599
其它长期负债	817	889	841	834	833
<b>总负债</b>	<b>6,240</b>	<b>9,639</b>	<b>9,081</b>	<b>9,222</b>	<b>9,395</b>
普通股	20	31	32	32	32
股本溢价	5,012	13,512	13,829	13,829	13,829
储备	87	74	76	76	76
留存收益	551	1,258	1,858	2,381	2,909
少数股东权益	3,965	6,507	6,832	6,832	6,832
永续证券权益	564	299	0	0	0
资本调整	0	0	0	0	0
<b>权益和负债总额</b>	<b>16,438</b>	<b>31,321</b>	<b>31,707</b>	<b>32,371</b>	<b>33,072</b>

### 现金流量表

百万美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,019</b>	<b>1,660</b>	<b>2,344</b>	<b>2,734</b>	<b>2,671</b>
税前利润	182	737	596	509	515
折旧和摊销	1,128	1,313	2,017	2,391	2,371
营运资本变动	119	796	(151)	46	(0)
已付税金	(23)	(68)	(85)	(66)	(67)
其他	(387)	(1,117)	(33)	(147)	(148)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,938)</b>	<b>(7,071)</b>	<b>(4,241)</b>	<b>(3,242)</b>	<b>(3,765)</b>
资本支出	(2,029)	(5,733)	(4,300)	(3,500)	(4,000)
其他投资	91	(1,339)	59	258	235
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,388</b>	<b>12,704</b>	<b>(201)</b>	<b>(6)</b>	<b>(0)</b>
已付股利	0	0	0	0	0
已发行新股(已注销)	7	7,527	2	0	0
已发债(已偿还)	(124)	3,407	(517)	0	0
其他	1,506	1,771	314	(6)	(0)
<b>现金净流量</b>	<b>452</b>	<b>7,588</b>	<b>(2,101)</b>	<b>(514)</b>	<b>(1,094)</b>

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测; 股价截至2021/05/13

### 损益表

百万美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3,116</b>	<b>3,907</b>	<b>4,844</b>	<b>5,241</b>	<b>5,537</b>
营业成本	(2,473)	(2,986)	(3,706)	(4,157)	(4,403)
<b>毛利润</b>	<b>642</b>	<b>921</b>	<b>1,138</b>	<b>1,084</b>	<b>1,134</b>
研发费用	(687)	(677)	(702)	(748)	(789)
销售费用	(27)	(29)	(28)	(34)	(36)
管理费用	(255)	(266)	(272)	(314)	(319)
<b>营业利润 - 未调整</b>	<b>49</b>	<b>312</b>	<b>468</b>	<b>322</b>	<b>327</b>
非 IFRS 调整	(361)	(303)	(326)	(335)	(337)
<b>营业利润 - 非 IFRS</b>	<b>(313)</b>	<b>9</b>	<b>142</b>	<b>(13)</b>	<b>(9)</b>
利息收入	139	171	224	226	227
利息费用	(63)	(73)	(80)	(79)	(79)
其他非经营性损益	419	631	311	375	377
<b>税前利润</b>	<b>182</b>	<b>737</b>	<b>596</b>	<b>509</b>	<b>515</b>
所得税	(23)	(68)	(85)	(66)	(67)
<b>净利润(含少数股东)</b>	<b>159</b>	<b>669</b>	<b>512</b>	<b>443</b>	<b>448</b>
归属于少数股东	76	46	88	80	80
<b>净利润(除少数股东)</b>	<b>235</b>	<b>716</b>	<b>600</b>	<b>523</b>	<b>528</b>
<b>调整每股收益(美元)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.09</b>	<b>0.08</b>	<b>0.07</b>	<b>0.07</b>

### 财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>同比增长率</b>					
收入	-7.3%	25.4%	24.0%	8.2%	5.7%
营业利润 - 未调整	234.1%	537.8%	50.0%	-31.1%	1.5%
营业利润 - 非 IFRS	n.a.	n.a.	1498.2%	n.a.	n.a.
净利润	75.1%	204.9%	-16.2%	-12.7%	0.9%
<b>盈利能力</b>					
毛利润率	20.6%	23.6%	23.5%	20.7%	20.5%
净利润率	7.5%	18.3%	12.4%	10.0%	9.5%
ROE	4.2%	7.0%	3.9%	3.3%	3.2%
<b>偿债能力</b>					
负债权益比	36.3%	28.2%	24.7%	24.1%	23.6%
净负债权益比	14.3%	-17.1%	-9.5%	-7.0%	-2.3%
流动比率	2.1	3.9	4.0	3.7	3.3
速动比率	1.9	3.7	3.7	3.4	2.9
<b>经营效率</b>					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
应付账款周转率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5
<b>每股指标(美元)</b>					
稀释每股收益	0.04	0.09	0.08	0.07	0.07
每股净资产	1.12	1.93	2.00	2.07	2.13
每股净现金	(0.29)	0.48	0.27	0.21	0.07
每股自由现金流	(0.20)	(0.53)	(0.25)	(0.10)	(0.17)
每股 EBITDA	0.27	0.28	0.34	0.38	0.38
<b>估值比率(x)</b>					
市盈率	37.6	33.1	40.5	46.5	46.0
市净率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	10.0	11.8	10.2	9.3	9.3

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

## 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

## 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828