

# 中芯国际 (688981.SH)

## 业绩大超预期，晶圆代工王者归来

公司发布 2021Q2 业绩，归母净利同比环比大幅提升，受益于出货增加，产品组合优化，ASP 显著提升；Q3 及全年指引稳健增长。公司 2021Q2 业绩超预期，收入 13.44 亿美元，同比+43.2%，环比+21.8%。归母净利 6.88 亿元，同比+398.5%，环比+332.9%。毛利率 30.1%，提升明显，同比+3.6%，环比+7.4%。营业利润 5.38 亿美元（若剥离处置资产的一次性收入 2.31 亿美元则为 3.17 亿美元，经营性业绩较上季 1.25 亿美元、去年同期 0.65 亿美元仍有大幅提升）。14/28nm 营收 1.8 亿美元，环比+157%。ASP 显著提升：均价 706 美元/片，环比+9%，同比+19%。产能利用率 100.4%，环比+1.7%。公司指引：Q3 营收环比+2~4%（Q2 拉货致 Q3 增长基数较高），毛利率 32~34%；全年收入增速 30%，全年毛利率 30%。

受益于本轮半导体创新大周期、产业高度景气，全球晶圆制造产业价值重估。全球晶圆代工资源紧缺，供不应求局面，拥有产能的晶圆厂话语权有望增强。核心晶圆厂 PB 估值在过去一年中均有较大提升幅度。核心公司 PB 均已提升，且产业趋势仍向上。SMIC HK 仍有较大提升空间。中芯国际 EBITDA Margin 不亚于同行联电，一定程度上反映公司长期竞争力。

成熟制程、FinFET 市场仍大有可为。中芯国际原本营收主要在 45nm 及以上的市场，根据 Gartner，12~16nm、20~32nm 两段制程市场分别有约 100 亿美元的市场空间，中芯国际在这两块市场仍大有可为。随着中芯国际产能扩张、技术成熟，有望将目标市场从 45nm 以上扩展到 12nm 以上。中芯国际代工将充分地涵盖手机射频、物联网芯片、矿机芯片、MCU、机顶盒、CIS、指纹、Nor Flash 等多领域。

国产替代窗口期才刚开始，将逐步重塑产业链，代工、设备、材料、封测、IP 各环节有望加快发展。国内政策支持、关键性公司能力提升、下游诉求增强，半导体产业链国产化全面能力提升。随着海外核心厂商供货延长，SMIC 扩产确定性增强，扩产相应伴随着的国产设备、材料的需求增加，利好国内设备、材料链；并且有利于缓解当前紧张的供需格局，利好核心设计公司出货增长。

中芯国际处于快速扩张期，受益于巨大的内需与国产替代、成熟制程高度景气。政策支持、技术追赶，公司估值有提升空间。随着公司产能加速扩张，先进制程逐渐放量，我们预计公司 2021-2023 年实现营收 351.6/406.1/467.1 亿元，归母净利润 109.9/115.6/122.0 亿元。维持“买入”评级。

**风险提示：下游需求不及预期，供应链风险**

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,018	27,471	35,163	40,613	46,705
增长率 yoy (%)	-4.3	24.8	28.0	15.5	15.0
归母净利润(百万元)	1,794	4,332	10,992	11,562	12,195
增长率 yoy (%)	140.0	141.5	153.7	5.2	5.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.23	0.55	1.39	1.46	1.54
净资产收益率(%)	1.8	2.8	6.0	6.0	5.9
P/E(倍)	297.2	123.0	48.5	46.1	43.7
P/B(倍)	13.4	5.5	4.9	4.5	4.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 6 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	半导体
前次评级	买入
8月6日收盘价(元)	67.46
总市值(百万元)	533,052.52
总股本(百万股)	7,901.76
其中自由流通股(%)	23.68
30日日均成交量(百万股)	72.94

### 股价走势



### 作者

**分析师 郑震湘**  
执业证书编号: S0680518120002  
邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

**分析师 余凌星**  
执业证书编号: S0680520010001  
邮箱: shelingxing@gszq.com

**分析师 陈永亮**  
执业证书编号: S0680520080002  
邮箱: chen Yongliang@gszq.com

### 相关研究

- 《中芯国际 (688981.SH): 行业高度景气, 成熟制程持续扩产》2021-04-02
- 《中芯国际 (688981.SH): 系列四: 成熟制程大有可为, 价值重估值得期待》2021-03-12
- 《中芯国际 (688981.SH): 系列三: 国之重器, 资本开支再度上修》2020-08-10



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	47977	99107	99901	102516	102513	<b>营业收入</b>	22018	27471	35163	40613	46705
现金	37268	86668	84118	86916	83212	营业成本	17431	20937	24403	27820	31610
应收票据及应收账款	3386	2934	5156	4188	6557	营业税金及附加	116	242	246	305	363
其他应收款	555	597	877	826	1133	营业费用	182	200	211	284	327
预付账款	239	315	394	425	517	管理费用	1518	1562	1582	2234	2569
存货	4390	5218	5980	6786	7719	研发费用	4744	4672	5028	6092	7006
其他流动资产	2139	3375	3375	3375	3375	财务费用	-561	-1260	-1614	-2483	-2290
<b>非流动资产</b>	66840	105495	114851	119790	123746	资产减值损失	-253	-150	-246	-325	-318
长期投资	8223	9619	11535	13452	15198	其他收益	2039	2489	3164	2827	2995
固定资产	36866	51415	59745	64137	67372	公允价值变动收益	195	331	379	305	238
无形资产	1864	2424	2577	2761	2594	投资净收益	847	695	925	867	614
其他非流动资产	19887	42037	40993	39440	38582	资产处置收益	28	10	30	23	21
<b>资产总计</b>	114817	204602	214752	222306	226259	<b>营业利润</b>	1432	4498	10050	10707	11307
<b>流动负债</b>	20074	23583	23304	26944	26886	营业外收入	3	13	11	10	9
短期借款	698	2957	2957	2957	2957	营业外支出	8	20	9	11	12
应付票据及应付账款	2176	3011	3034	3857	3973	<b>利润总额</b>	1427	4491	10051	10706	11304
其他流动负债	17200	17616	17313	20130	19956	所得税	158	470	945	1071	1187
<b>非流动负债</b>	23485	39383	33023	27302	21196	<b>净利润</b>	1269	4021	9106	9635	10117
长期借款	15483	31801	25441	19720	13614	少数股东损益	-525	-311	-1886	-1927	-2078
其他非流动负债	8002	7582	7582	7582	7582	<b>归属母公司净利润</b>	1794	4332	10992	11562	12195
<b>负债合计</b>	43558	62966	56327	54246	48082	EBITDA	8482	12631	17007	19617	22090
少数股东权益	27686	42508	40622	38695	36617	EPS (元)	0.23	0.55	1.39	1.46	1.54
股本	145	219	7902	7902	7902						
资本公积	34692	94222	94222	94222	94222						
留存收益	3784	8061	17167	26803	36920						
归属母公司股东权益	43573	99128	117803	129365	141560						
<b>负债和股东权益</b>	114817	204602	214752	222306	226259						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	8140	13174	10722	20173	15700
净利润	1269	4021	9106	9635	10117
折旧摊销	7109	8462	8394	10553	12609
财务费用	-561	-1260	-1614	-2483	-2290
投资损失	-847	-695	-925	-867	-614
营运资金变动	2851	3468	-3831	3662	-3863
其他经营现金流	-1680	-822	-409	-328	-259
<b>投资活动现金流</b>	-13553	-48503	-16417	-14297	-15692
资本支出	12723	37168	7440	3022	2211
长期投资	-3150	-12419	-1916	-1916	-1746
其他投资现金流	-3980	-23754	-10893	-13192	-15227
<b>筹资活动现金流</b>	8287	86911	3146	-3077	-3713
短期借款	-622	2259	0	0	0
长期借款	213	16318	-6360	-5720	-6106
普通股增加	0	74	7683	0	0
资本公积增加	282	59529	0	0	0
其他筹资现金流	8412	8731	1823	2643	2393
<b>现金净增加额</b>	3299	48564	-2549	2798	-3704

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-4.3	24.8	28.0	15.5	15.0
营业利润(%)	214.7	214.1	123.4	6.5	5.6
归属于母公司净利润(%)	140.0	141.5	153.7	5.2	5.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.8	23.8	30.6	31.5	32.3
净利率(%)	8.1	15.8	31.3	28.5	26.1
ROE(%)	1.8	2.8	6.0	6.0	5.9
ROIC(%)	1.6	2.5	5.1	5.1	5.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	37.9	30.8	26.2	24.4	21.3
净负债比率(%)	-6.8	-27.0	-27.7	-31.3	-30.8
流动比率	2.4	4.2	4.3	3.8	3.8
速动比率	2.1	3.9	3.9	3.4	3.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	6.9	8.7	8.7	8.7	8.7
应付账款周转率	8.0	8.1	8.1	8.1	8.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.55	1.39	1.46	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	1.67	1.36	2.55	1.99
每股净资产(最新摊薄)	5.04	12.29	13.68	15.15	16.69
<b>估值比率</b>					
P/E	297.2	123.0	48.5	46.1	43.7
P/B	13.4	5.5	4.9	4.5	4.0
EV/EBITDA	65.5	42.5	31.2	26.6	23.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 6 日收盘价

## 内容目录

一、营收及利润端皆超预期，经营表现强劲 .....	4
二、投资建议 .....	7
三、风险提示 .....	8

## 图表目录

图表 1: 公司 21Q2 财务摘要 .....	4
图表 2: 公司收入及毛利率情况 (百万美元) .....	5
图表 3: 公司成本拆分 (百万美元) .....	5
图表 4: 公司晶圆出货量情况 .....	5
图表 5: 公司产能利用率和 ASP 情况 .....	6
图表 6: 公司产能和出货情况 .....	6
图表 7: 公司各制程营收占比情况 .....	6
图表 8: 公司各应用领域营收占比 .....	7
图表 9: 公司各领域营收环比增长情况 .....	7
图表 10: 公司资本开支、折旧摊销情况 .....	7

## 一、营收及利润端皆超预期，经营表现强劲

中芯国际 2021Q2 业绩超预期，收入 13.44 亿美元，同比增长 43.2%，环比增长 21.8%。毛利率 30.1%，毛利率明显提升。营业利润 5.38 亿美元（如果不考虑处置资产的一次性收入 2.31 亿美元则为 3.17 亿美元，经营性业绩比 2021Q1 1.25 亿美元、2020Q2 0.65 亿美元仍有大幅提升），归母净利润 6.88 亿元。

公司指引 2021Q3 营业收入环比增长 2~4%（Q2 拉货致 Q3 增长基数较高）；毛利率 32~34%。公司预期全年收入增速 30%，全年毛利率 30%，其中先进制程折旧摊薄影响毛利率 5pct。公司持续保持运营的连续性，按计划推进产能扩建。

图表 1: 公司 21Q2 财务摘要

(US\$ thousands)	2Q21	1Q21	QoQ	2Q20	YoY
Revenue	1,344,102	1,103,649	21.8%	938,463	43.2%
Gross profit	405,012	250,114	61.9%	248,589	62.9%
Gross margin	30.1%	22.7%		26.5%	
Operating income(expenses)	132,751	(125,473)	-	(183,923)	-
Research & Development	(143,052)	(156,273)	-8.5%	(157,999)	-9.5%
General & Administrative	(51,132)	(48,803)	4.8%	(59,381)	-13.9%
Selling & Marketing	(6,537)	(5,495)	19.0%	(5,072)	28.9%
Other operating income	333,475	85,301	290.9%	40,453	724.4%
Profit from operations	537,763	124,641	331.4%	64,666	731.6%
Other income, net	142,666	16,859	746.2%	76,999	85.3%
Income tax credit (expense)	27,673	(25,573)	-	(16,029)	-
Profit (loss) attributable to SMIC	687,803	158,876	332.9%	137,969	398.5%
Profit (loss) for non-controlling interests	20,299	(42,949)	-	(12,333)	-

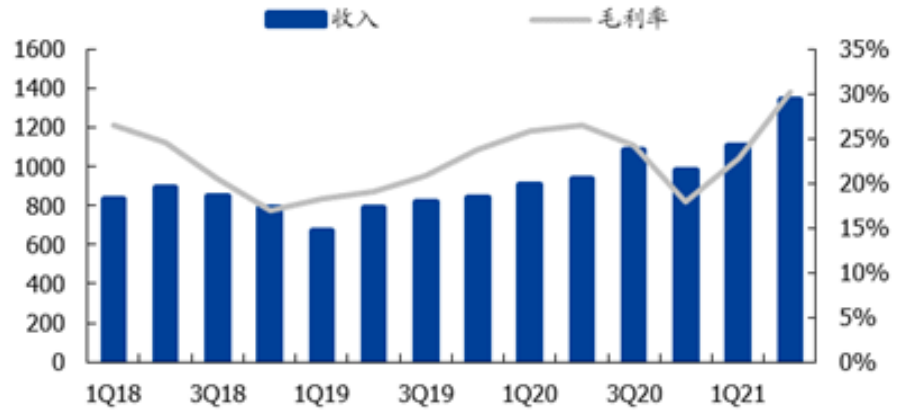
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**营业收入、毛利率均超指引上限，实际经营表现更加强劲。**公司单季度营业收入 13.44 亿美元，同比增长 43.2%，环比增长 21.8%（此前指引环比增长 17~19%）；单季度毛利率 30%（此前指引毛利率 25~27%），创历史新高。考虑到先进制程的折旧摊薄影响毛利率 5pct，实际的成熟制程经营性毛利率表现更加强劲。

公司 2021Q2 单季度营业成本约 9.4 亿美元，其中折旧摊销 3.5 亿美元，其他制造费用 5.9 亿美元。公司指引 2021 年收入增长 30%，达到 50.7 亿美元。受先进制程折旧摊销影响的 5%对应约 2.5 亿美元，分到每个季度约 0.6 亿美元的折旧影响。

公司 2021H1 毛利率为 26.8%，按照公司全年 30%的毛利率指引，公司 2021H2 毛利率指引为 33%（恰好是 2021Q3 毛利率指引中枢）。

图表 2: 公司收入及毛利率情况 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

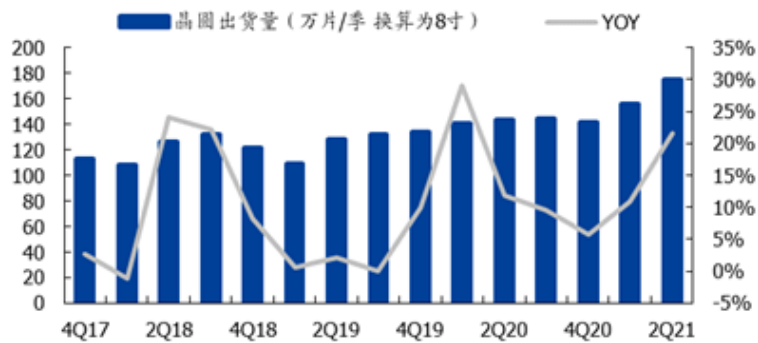
图表 3: 公司成本拆分 (百万美元)

成本	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
销售成本	671.327	689.874	820.528	804.333	853.535	939.090
折旧摊销	233.585	210.976	249.415	242.768	279.883	346.050
其他制造费用	457.382	477.686	571.113	561.565	573.652	593.040

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

出货量创历史新高, 增速曲线继续上行。单季度晶圆出货量折算 8 寸为 175 万片, 同比增长 22%, 环比也有明显提升。单季度出货量创历史新高。根据公司资本开支节奏, 2021H2 仍需要投入 30 亿美元, 意味着后续产能、产量仍有较大提升空间。

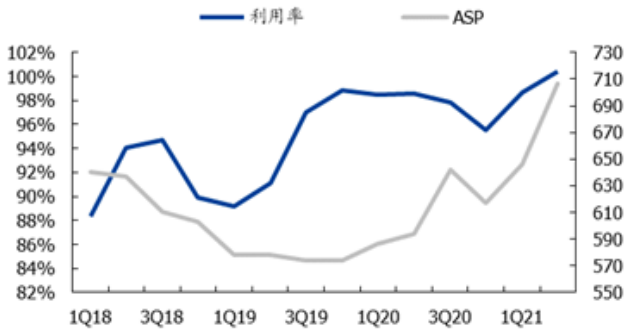
图表 4: 公司晶圆出货量情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

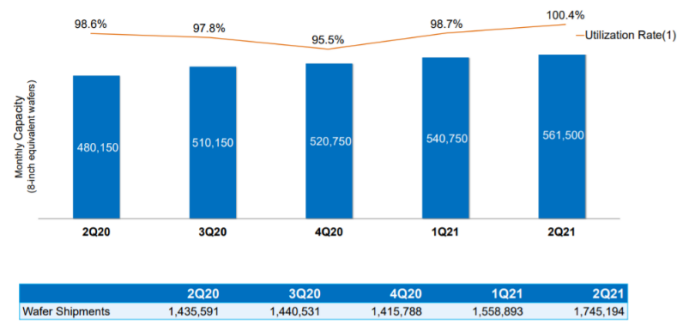
产能利用率达到 **100%**, 产品均价季增 **9%**。单季度产能利用率 100.4%, 环比提升 1.7pct, 也是本轮行业景气背景下最高的产能利用率。产品均价达到了 706 美元/片 (等效 8 寸片), 比去年同期均价增长 19% (增长 112 美元/片), 环比 9% 的均价提升。这一方面受益于产品组合改善, 另一方面受益于平均价格提升。Q2 末公司月产能等效 8 寸 56 万片, 较 Q1 末增加 2 万片。疫情, 物流等因素影响设备到货时间, 公司将优化内部采购流程等, 尽可能缩短产能周期早日达产。

图表 5: 公司产能利用率和 ASP 情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

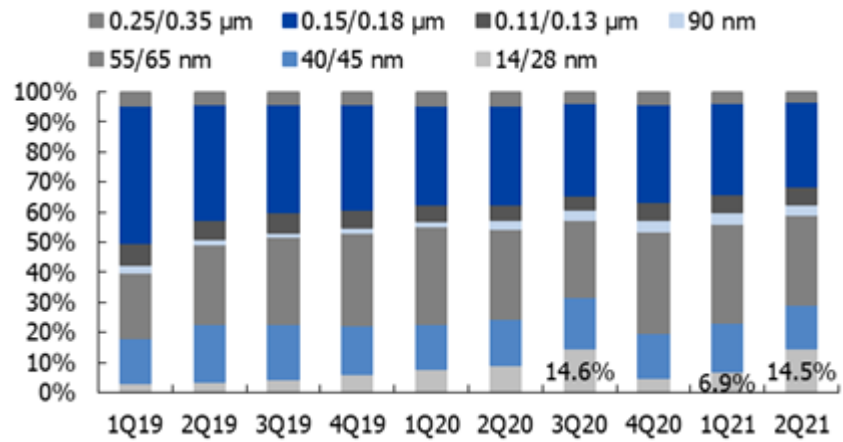
图表 6: 公司产能和出货情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

先进制程需求超预期, 14/28 环比增长 157%, 占比重返 2020Q3 高点。从制程上看, 14/28nm 节点的产品收入占比现重返 2020Q3 的高点, 单季度贡献 14.5% 的营收。14/28nm 单季度营收 1.79 亿美元, 同比增长 130%, 环比增长 157%。2021Q2 公司高端制程产品产能利用率快速上行, 这是公司单季度 ASP、综合产能利用率、毛利率都上升的重要基础。除了 14/28nm 节点的重要表现, 其他大部分节点 (如 40/45nm、55/65nm、.11/.13um、.15/.18um、.25/.35um) 的营业收入环比范围大多在 10~20%, 反映了部分产能增长及均价上行的趋势。

图表 7: 公司各制程营收占比情况

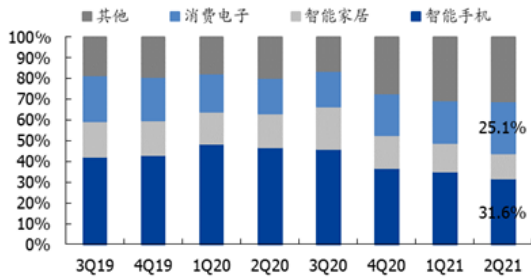


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

大陆占比环比继续提升, 各区域收入均有增长。按区域划分, 大陆及香港占比 62.9%, 仍然是主要贡献区域, 环比 2021Q1 提升 7.3pct。从收入增速上看, 2021Q2 欧亚、北美、大陆及香港各地营收分别同比增长 60.7%、54.5%、36.3%, 考虑到大陆及香港去年同期基数较高, 本季度体现了海外区域客户需求的回暖。大陆及香港收入环比+38%。

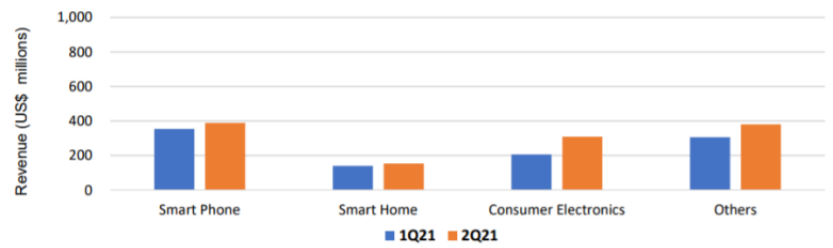
消费电子及其他成为主要拉动应用领域。下游应用而言, 本季度消费电子、其他、智能手机、智能家居分别环比增长 50%、23%、9%、9%。消费电子仍是目前需求较强的方向, 同比增速达到 109%, 环比+50%, 体现宅经济推动新业态; 其中数码相机、传统家电成长最快, 收入环比翻倍。从产品平台看, 大小频高压驱动芯片延续 Q1 高增, Q2 环比+56%, 摄像头, 特殊存储, 电源管理等平台表现不俗。智能手机 2021Q1 同比下滑 11%, 2021Q2 同比下滑 3%。

图表 8: 公司各应用领域营收占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司各领域营收环比增长情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**2021年继续满载运营, 继续扩产。**根据公司2021半年报法说会, 2021年将增加1万片12寸月产能、4.5万片8寸月产能。公司2021年计划的资本开支约为43亿美元, 其中大部分用于成熟工艺的扩产, 小部分用于先进工艺、北京新合资项目土建及其它。公司2021Q2单季度资本开支7.71亿美元, 意味着2021H2资本开支约30亿美元, 下半年资本开支将大幅提升的过程, 将会带来更多设备导入需求。

图表 10: 公司资本开支、折旧摊销情况

(US\$ millions)	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
Capex	1,343	2,280	1,333	534	771
Depreciation & Amortization	306	351	366	420	462

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**当前需求端三大驱动力叠加, 供不应求高景气延续:** 1) 原有存量需求依然稳固。2) 各类产品升级带来增量: 5G渗透, 快充, 电动车和充电桩上量, 智慧家庭短距通信, 碳中和行业逆变器推行等驱动单一产品硅面积提升, 同时总用量提升。3) 行业形态发生转移: 本土生产需求增加。三因素叠加影响下, 芯片产能不足, 芯片配套瓶颈问题尤其突出。

## 二、投资建议

5G渗透, 新能源汽车、智慧家庭等带来增量需求驱动硅含量提升; 同时本土生产需求增加, 延续需求端高景气。据gartner预测, 2018~2023年晶圆代工市场复合增速为4.9%。中芯国际是中国大陆规模最大的晶圆厂, 产业地位举足轻重。公司先进制程营收贡献持续攀升: 14/28nm 21Q2营收占比高达14.5%, 驱动产品组合ASP不断优化; 产能释放节奏良好, 中芯北方、中芯南方处于快速扩产阶段, 预计2021~2022年公司等效8寸产能增速为13%、13%。我们预计公司2021-2023年实现营收351.6/406.1/467.1亿元, 归母净利润109.9/115.6/122.0亿元, 维持“买入”评级。

### 三、风险提示

**下游需求不及预期:** 受疫情影响、经济下滑等因素影响,下游需求存在不确定性。若公司下游终端产品出货量不及预期,将会影响作为上游公司的营收及业绩。

**供应链风险:** 半导体工艺供应链受海外龙头厂商主导,随着国际贸易不确定性增加,供应链具有不确定性。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com