

公司研究

涨价驱动业绩超预期，公司扩产持续加码成熟制程

——中芯国际 (0981.HK+688981.SH) 2021 年三季度报点评

要点

事件：公司公布3Q21业绩，3Q21实现收入14.2亿美金，同比增长30.7%，环比增长5.3%略高于此前指引区间2-4%上限，主要是由ASP提升驱动；同时涨价带动了毛利率由2Q21的30.1%进一步提升至33.1%，落在公司此前指引区间32-34%；公司实现净利润3.2亿美金，同比增长25%，环比下滑53%主要是由于2Q21出售中芯长电带来了一次性收益。

晶圆代工行业景气度延续，公司上调2021年全年收入增速至39%：公司指引4Q21收入环比增速区间在11%-13%，我们认为主要由两方面驱动：1) 40nm及以上成熟制程产能有望继续满载，同时晶圆代工行业供需紧张局面下ASP有望进一步提升，驱动收入延续高增长；2) FinFET先进制程伴随后期持续上量，叠加良率提高，收入贡献有望进一步增加。我们预期毛利率将随着ASP提升进一步改善，公司指引4Q21毛利率区间在33%-35%，维持全年毛利率30%指引不变。

美国成熟制程相关供应链许可下放相比此前或更积极，公司扩产逐季推进：3Q21公司约当8寸晶圆总产能达到594K/m，相比2Q21的562K/m扩产了32K/m，预期公司4Q21将继续扩产10K/m以上，达到604K/m。公司扩产前景逐渐明朗，指引2022年新增产能将超过2021年的新增产能，深圳12寸厂有望在22年下半年实现小规模量产。目前晶圆代工行业产能短缺背景下，成熟制程相关的美国配套供应链许可下放相比此前更加积极，公司有望逐步扩产，驱动收入继续向上。但美国管制风险仍在，需持续跟踪许可下放进程。伴随产能进一步释放，公司指引2022年收入增速表现将优于晶圆代工行业11%-15%的水平。

盈利预测、估值与评级：基于产能紧缺背景下成熟制程产品涨价和22年扩产规划超预期，上调中芯国际(0981.HK)21-23年净利润预测68%/59%/66%至15.5/12.1/14.3亿美金，对应同比增速+116%/-22%/+18%；同理，上调中芯国际(688981.SH)21-23年净利润预测48%/53%/52%至94/79/89亿人民币。公司受美国管制风险仍然存在，但美国供应链许可下放相比此前更加积极，港股中芯国际当前价对应1.4倍PB，处于估值底部，维持港股中芯国际(0981.HK)“买入”评级，维持目标价31港币；A股中芯国际并无明显估值优势，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	5,446	6,238	6,883
营收增长率 (%)	(7.3)	25.4	39.4	14.6	10.3
归母净利润 (百万美元)	235	716	1,546	1,209	1,427
归母净利润增长率 (%)	75.1	204.9	116.0	(21.8)	18.0
P/B	2.6	1.2	1.4	1.3	1.2
A股 (688981.SH) 指标					
归母净利润 (百万人民币)	1,794	4,332	9,401	7,853	8,864
P/B	6.8	4.6	4.3	3.9	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-11-12；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：22.6/31 港元

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

联系人：张可

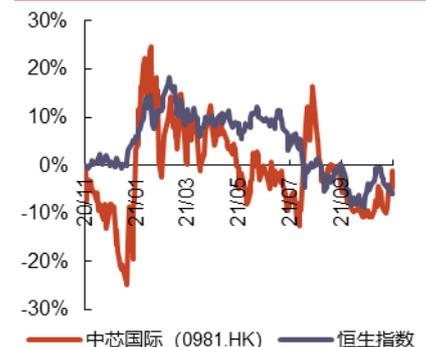
021-52523681

kezhang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	79.04
总市值(亿港元):	2,672.02
一年最低/最高(港元):	18.08-31.95
近3月换手率(%):	66.4

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.2	-3.9	2.1
绝对	4.6	-7.9	-1.1

资料来源：Wind

相关研报

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……2021-05-13

表 1: 中芯国际 (0981.HK) 损益表

(单位: 百万美元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,116	3,907	5,446	6,238	6,883
晶圆销售	2,897	3,475	5,027	5,798	6,419
掩膜制造、测试、其他	214	432	419	441	464
营业成本	(2,473)	(2,986)	(3,793)	(4,325)	(4,704)
毛利	642	921	1,653	1,914	2,178
其它收入	416	506	1,065	505	510
营业开支	(973)	(975)	(964)	(1,011)	(1,081)
营业利润	86	453	1,754	1,408	1,608
财务成本净额	76	98	147	85	69
应占利润及亏损	21	187	(15)	(15)	66
税前利润	182	737	1,887	1,477	1,742
所得税开支	(23)	(68)	(264)	(207)	(244)
税后经营利润	159	669	1,623	1,270	1,498
少数股东权益	76	46	(77)	(61)	(71)
净利润	235	716	1,546	1,209	1,427
息税折旧前利润	1,085	12,184	3,009	3,219	3,716
息税前利润	58	309	1,459	1,343	1,623
每股收益 (美元)	0.04	0.11	0.19	0.15	0.18

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	32,264	33,346	35,223
流动资产	6,874	15,171	13,414	11,971	14,579
现金及短期投资	5,319	13,208	11,068	9,300	11,663
有价证券及短期投资	44	116	86	86	86
应收账款	485	444	650	745	822
存货	629	799	960	1,095	1,191
其它流动资产	397	604	651	745	818
非流动资产	9,564	16,149	18,850	21,375	20,644
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	13,917	13,383
其他非流动资产	2,865	6,544	5,945	6,000	5,771
总负债	6,240	9,639	8,960	8,771	9,150
流动负债	3,205	3,893	3,120	3,132	3,452
应付账款	894	1,473	1,446	1,649	1,794
短期借贷	1,480	1,260	458	229	344
其它流动负债	831	1,159	1,216	1,254	1,314
长期负债	3,035	5,746	5,840	5,639	5,698
长期债务	2,218	4,868	5,368	5,568	5,768
其它	817	878	472	71	(70)
股东权益合计	10,198	21,682	23,304	24,575	26,073
股东权益	5,669	14,875	16,421	17,630	19,058
少数股东权益	3,965	6,507	6,584	6,645	6,716
负债及股东权益总额	16,438	31,321	32,264	33,346	35,223
净现金/(负债)	805	6,202	4,770	3,432	5,621
营运资本	219	(230)	164	191	219
长期可运用资本	13,233	27,428	29,144	30,214	31,771
股东及少数股东权益	9,634	21,382	23,005	24,275	25,774

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	2,441	2,929	3,427
净利润	235	716	1,546	1,209	1,427
折旧与摊销	1,028	11,875	1,549	1,876	2,093
营运资本变动	(434)	(434)	(394)	(26)	(28)
其它	190	(10,497)	(260)	(130)	(65)
投资活动现金流	(1,949)	(7,071)	(4,003)	(4,351)	(1,312)
资本性支出净额	(1,871)	(5,271)	(4,405)	(3,975)	(895)
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)	394	(384)	(385)
自由现金流	(1,176)	6,548	(3,488)	(1,881)	1,716
融资活动现金流	1,376	12,704	(578)	(345)	248
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	(276)	(316)	(67)
净现金流	447	7,293	(2,141)	(1,767)	2,362

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	38,221	43,791	48,308
营业成本	17,431	20,937	26,616	30,384	33,130
折旧和摊销	7,784	9,127	10,091	11,457	12,610
税金及附加	116	242	191	219	242
销售费用	182	200	278	318	351
管理费用	1,518	1,562	1,911	2,190	2,415
财务费用	(561)	(1,260)	(1,378)	(1,660)	(1,596)
研发费用	4,744	4,672	5,733	6,569	7,488
资产减值损失	253	(150)	(77)	(42)	(42)
其他收益	2,039	2,489	5,733	3,503	3,865
投资收益	847	695	50	50	50
营业利润	1,432	4,498	10,750	9,477	10,347
利润总额	1,427	1,427	11,350	9,497	10,747
所得税	158	158	1,248	1,045	1,182
净利润	1,269	1,269	10,101	8,453	9,564
少数股东损益	(525)	(311)	700	600	700
归属母公司净利润	1,794	4,332	9,401	7,853	8,864

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	231,564	242,727	255,131
货币资金	37,268	86,668	88,570	81,801	99,648
交易性金融资产	300	728	300	500	700
应收帐款	3,283	2,902	5,313	6,088	6,716
应收票据	103	32	191	219	242
其他应收款 (合计)	555	597	1,164	1,276	1,366
存货	4,390	5,218	6,353	7,388	8,136
其他流动资产	1,746	2,436	2,704	2,844	2,957
流动资产合计	47,977	99,107	104,992	100,559	120,245
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	59,644	67,545	67,407
在建工程	17,060	27,661	36,546	41,557	33,922
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	12,731	12,731	12,731
非流动资产合计	66,840	105,495	126,572	142,168	134,885
总负债	43,558	62,966	64,077	66,787	69,627
短期借款	698	2,957	0	0	0
应付账款	2,176	3,011	3,327	3,798	4,141
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	6	33	11	13	14
其他流动负债	7,250	7,882	8,957	9,514	9,966
流动负债合计	20,074	23,583	21,701	22,855	23,742
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	7,675	8,232	8,684
非流动负债合计	23,485	39,383	42,376	43,933	45,884
无息负债	18,883	22,057	22,276	23,987	25,326
有息负债	24,675	40,909	41,801	42,801	44,301
股东权益	71,259	141,636	167,487	175,940	185,504
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	17,353	25,205	34,070
归属母公司权益	43,573	99,128	108,529	116,382	125,246
少数股东权益	27,686	42,508	58,958	59,558	60,258

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	13,626	17,039	19,600
净利润	1,794	4,332	9,401	7,853	8,864
折旧摊销	7,784	9,127	10,091	11,457	12,610
净营运资金增加	(3,196)	(1,033)	8,510	2,376	1,880
其他	1,759	747	(14,376)	(4,647)	(3,754)
投资活动产生现金流	(13,553)	(48,503)	(30,819)	(27,025)	(5,300)
净资本支出	(12,197)	(36,891)	(30,150)	(27,000)	(5,300)
长期投资变化	8,223	9,619	0	0	0
其他资产变化	(9,579)	(21,231)	(669)	(25)	0
融资活动现金流	8,287	86,911	19,095	3,217	3,548
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	219	1,711	1,339
净现金流	3,299	48,564	1,902	(6,769)	17,848

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的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