

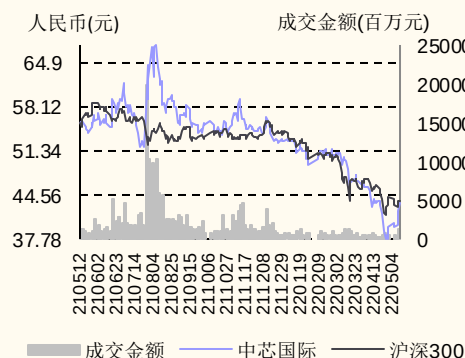
中芯国际 (688981.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 43.32 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	79.08
已上市流通 A 股(亿股)	18.71
流通港股(亿股)	59.70
总市值(亿元)	3,425.93
年内股价最高最低(元)	67.46/37.78
沪深 300 指数	3959
上证指数	3055



相关报告

1. 《中芯国际业绩点评-升评至“买入”，营收超行业，获利超预期》，2022.2.11
2. 《中芯国际业绩点评-不畏产能受限，增长仍优于台积电/联电》，2021.11.12
3. 《中芯国际业绩点评-先进制程受阻，获利逐季爆发》，2021.8.5
4. 《中芯国际季报点评-成熟制程缺货涨价，翻盘公司保守指引》，2021.5.14

邵广雨 联系人
shaoguangyu@gjzq.com.cn

赵晋 分析师 SAC 执业编号: S1130520080004
zhaojin1@gjzq.com.cn

关注部分消费性电子芯片客户的库存调整

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(十亿元)	27.5	35.1	50.4	55.0	64.9
营业收入增长率	25%	28%	44%	9%	18%
归母净利润(十亿元)	4.33	10.96	17.02	17.20	21.64
摊薄每股收益(元)	0.56	1.38	2.14	2.17	2.72
摊薄每股收益增长率	82%	145%	55%	1%	26%
ROE	4%	10%	13%	12%	13%
P/E	77	31	20	20	16
P/BV	3.4	3.1	2.7	2.4	2.1

业绩简评

- 公司于 5 月 12 日公布一季度营收 18.4 亿美元，环比增长 17%，同比增长 67%。毛利率 40.7% 明显优于之前的 36-38% 毛利率指引，我们归因于近 9 个点的晶圆代工价格提升。虽然毛利率高于预期，公司公布低于预期的归母净利润仅 4.47 亿美元，同比增 181%，环比减 16%，主要系低于预期的政府项目资金及投资收益，及高于预期的非控制性权益。公司预期 2022 年二季度营收 18.60-18.97 亿美元，环比增长 1-3%，环比增长类似于台积电 / Globalfoundries / 华虹 的环比营收增长指引，毛利率指引虽然环比降低到 37-39%，也符合市场预期。

经营分析

- 消费性电子芯片库存调整可期：虽然中芯国际受惠于国产替代，国内客户一季度动能仍强（环比增 17%，同比增 105%），但其营收占比 68.4% 的国内芯片设计客户库存月数偏高将成为公司下半年或 2023 年的风险。我们之前在国金 2021 年及 2022 年一季度季报总结报告中指出，国内芯片设计客户一季度库存月数达 6.5 个月，环比增加 22%，同比增加 74%，而二季度因为部分下游组装客户受到封控的影响，预期国内设计客户尤其是消费性电子芯片库存月数将持续提升，今年下半年或明年，部分弱应用客户为避免跌价风险，可能将进行库存及晶圆代工订单下修，我们估计公司可能将面临 2-3 个季度的调整镇痛期。

投资建议

- 我们将持续关注中芯国际国内芯片设计客户的库存调整周期，但我们认为市场已经预期此短周期下行风险，我们认为 2022/2023/2024E 营收 (50.4/55/64.9 亿，同比增 44%/9%/18%) 及获利预期 (17.0/17.2/21.6 亿)，仍优于 Wind 分析师预期，我们维持中芯国际的“买入”评级。

风险提示

- 美国商务部对中芯国际技术，设备，材料，耗材扩大封锁而停产的风险，美国升息对科技板块投资，俄乌战争对电子产品需求，国内客户库存月数超过 6.5 个月，各种消费性电子产品需求转弱的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (单位: 十亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	27.47	35.63	50.41	54.96	64.86
营业成本	20.94	25.19	30.94	34.87	38.91
营业毛利	6.533	10.44	19.47	20.10	25.94
营业费用	1.76	1.82	3.36	3.93	3.81
研发费用	4.67	4.12	5.38	6.53	8.34
其他营业费用	-4.40	-7.14	-7.83	-9.00	-9.86
营业利润	4.50	11.65	18.56	18.64	23.65
折旧	9.13	12.06	10.89	7.23	3.83
摊销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧前净利	13.63	23.70	29.45	25.87	27.48
利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-0.01	-0.05	-0.01	0.07	0.01
投资收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
特例	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润总额	4.491	11.594	18.551	18.706	23.666
所得税/少数股东损益	0.16	0.86	1.53	1.50	2.03
净利润	4.332	10.733	17.02	17.20	21.64
优先股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	4.332	10.733	17.018	17.205	21.64
获利能力比率(%)					
毛利率	24%	29%	39%	37%	40%
营业利润率	16%	33%	37%	34%	36%
折旧前净利率	50%	67%	58%	47%	42%
税前利润率	16%	33%	37%	34%	36%
净利率	16%	30%	34%	31%	33%
净资产收益率	3%	7%	9%	8%	9%
投入资本回报率	2%	5%	6%	6%	7%
同比增长率 (%)					
营业总收入	25%	30%	41%	9%	18%
营业毛利	42%	60%	86%	3%	29%
营业利润	214%	159%	59%	0%	27%
折旧前净利	48%	74%	24%	-12%	6%
税前利润总额	215%	158%	60%	1%	27%
净利润	142%	148%	59%	1%	26%
收益评估 (CNY\$)					
每股营业收入	3.57	4.49	6.35	6.92	8.16
每股折旧前净利	0.58	1.47	2.34	2.35	2.98
每股利润	0.56	1.35	2.14	2.17	2.72
每股账面净值	18.42	20.39	24.59	26.76	29.48
每股经营现金流量	1.94	3.15	3.57	3.19	3.28
每股自由现金流量	(4.27)	(1.84)	5.58	5.38	5.59
资产负债表 (单位: 十亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	87.45	81.32	163.07	212.58	264.33
应收票据及应收账款	2.93	4.42	5.82	6.59	7.63
存货	5.22	7.60	8.45	10.00	10.88

其他流动资产	3.50	3.55	5.64	5.79	7.04
流动资产合计	99.11	96.90	182.98	234.95	289.89
固定资产	81.63	93.30	62.56	34.48	8.77
其他非流动资产	14.24	27.78	29.17	30.63	32.16
长期股权投资	9.62	11.95	14.45	16.45	18.45
非流动资产合计	105.49	133.03	106.18	81.56	59.37
资产总计	204.60	229.93	289.16	316.51	349.26
短期借款	9.98	7.34	11.01	12.23	14.68
应付票据及应付账款	4.34	10.03	9.36	12.22	12.71
其他流动负债	9.26	9.69	15.18	15.71	19.02
流动负债合计	23.58	27.06	35.56	40.16	46.40
长期借款	39.38	40.69	61.03	67.77	81.32
其他长期借款	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	39.38	40.89	61.03	67.77	81.32
负债合计	62.97	67.96	96.59	107.93	127.73
实收资本(或股本)	0.22	0.22	12.90	12.90	12.90
资本公积金	136.73	150.64	150.64	150.64	150.64
未分配利润	2.70	11.11	28.13	45.34	66.97
少数股东权益	1.99	0.00	3.70	3.70	3.70
所有者权益合计	141.64	161.97	195.37	212.58	234.21
负债和所有者权益总计	204.60	229.93	291.96	320.51	361.94
资本总额比率 (%)					
负债比率	22%	20%	24%	24%	26%
所有者权益比率	77%	80%	75%	75%	73%
债务股本比	30%	25%	34%	34%	37%
经营比率 (x)					
应收账款月数	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4
存货月数	3.0	3.6	3.3	3.4	3.4
存货周转率	4.0	3.3	3.7	3.5	3.6
固定资产周转率 (x)	0.3	0.4	0.8	1.6	7.4
总资产周转率 (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
现金流量表 (单位: 十亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	4.33	10.73	17.02	17.20	21.64
折旧费用	9.13	12.06	10.89	7.23	3.83
现金流量净额	13.46	22.79	27.91	24.44	25.47
营运资金变动	1.50	2.20	0.49	0.92	0.62
经营活动现金净流	14.96	24.99	28.40	25.35	26.09
资本开支	(34.54)	(23.73)	19.85	20.85	21.89
其他	(11.84)	(13.54)	(1.39)	(1.46)	(1.53)
投资	(1.40)	(2.33)	(2.50)	(2.00)	(2.00)
投资活动现金净流	(47.78)	(39.60)	15.96	17.39	18.36
债权募资	16.65	(1.33)	24.02	7.95	16.00
股权募资	66.04	9.61	16.38	(0.00)	0.00
筹资活动现金净流	82.70	8.48	40.19	7.95	16.00
现金净流量	49.87	(6.13)	84.56	50.69	60.45
自由现金净流量	(32.83)	(14.61)	44.36	42.74	44.45

来源: 公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	4	7	12	25
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.14	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-18	增持	76.02	80.00 ~ 80.00
2	2020-11-12	增持	61.36	N/A
3	2021-02-05	增持	54.67	N/A
4	2021-05-14	增持	55.82	N/A
5	2021-08-05	增持	63.95	77.00
6	2021-11-12	增持	58.45	77.00
7	2022-02-11	买入	51.20	77.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402