

## 公司研究

## 半导体景气度下行，公司后期业绩增长有赖于产能释放

## ——中芯国际 (0981.HK+688981.SH) 2022年二季度业绩点评

## 要点

**事件：**2Q22公司实现收入19.03亿美金，同比增长42%，环比增长3.3%略超此前1%-3%的指引区间上限，其中晶圆销售业务收入17.91亿美金，环比增长5%。实现毛利率39.4%，略高于此前37%-39%的指引区间上限。收入和毛利率略超指引主要是由于部分工厂岁修没有在2Q22进行，对产出的整体影响低于预期。公司实现归母净利润5.14亿美金，同比下滑25%，对应归母净利率27%，主要由于应占联营企业和合营企业收益减少。

**预计3Q22公司业绩增速放缓，4Q22产能利用率或将下滑：**2Q22公司晶圆收入环比增长5%，其中出货量和ASP都各自环比小幅提升2.5%。我们预计受下游景气度下行影响，2H22公司整体ASP进一步提升的压力较大，其中智能手机相关芯片、大屏电视显示驱动等芯片的价格将因为需求下滑而下降，而汽车、工业、高端电源模拟、高端网通等领域的芯片价格则相对稳健。产能利用率方面，公司指引3Q22产能利用率仍将维持高位，但4Q22根据客户情况判断，产能利用率或将出现下滑。公司年初指引22年新增约当8寸产能130~150K/M，截至2Q22已新增53K/M，2H22产能将进一步释放，因此我们认为2H22公司收入的主要驱动力将来自产能的增加。考虑到3Q22还将完成部分岁修后，公司指引3Q22收入环比增速空间在0%-2%，毛利率区间38%-40%，与2Q22相对持平。

**公司积极扩产，有望受益于国产替代的长期增长逻辑：**根据公司已公布的扩产规划，未来5年内公司约当8寸产能将翻倍。短期来看，由于半导体行业景气度的波动，快速扩产或使公司产能利用率和盈利能力承压；但中长期来看，由于我国的芯片自给率仍然较低，公司的产能储备将使其在国产替代背景下充分受益。

**盈利预测、估值与评级：**公司扩产进度符合预期，维持中芯国际 (0981.HK) 22-24 年归母净利润预测 17.69/19.68/23.99 亿美金，对应同比增长 4%/11%/22%；同理，维持中芯国际 (688981.SH) 22-24 年归母净利润预测 124/136/155 亿人民币，对应同比增长 15%/10%/13%。考虑到半导体景气度下行、以及公司仍然有受美国管制的潜在风险，下调港股中芯国际 (0981.HK) 至“增持”评级；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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万美元)	3,907	5,443	7,479	8,843	10,163
营收增长率 (%)	25.4	39.3	37.4	18.2	14.9
归母净利润 (百万美元)	716	1,702	1,769	1,968	2,399
归母净利润增长率 (%)	204.9	137.8	4.0	11.2	21.9
P/B	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
A 股 (688981.SH) 指标					
归母净利润 (百万人民币)	4,332	10,733	12,355	13,646	15,462
P/B	3.4	3.1	2.8	2.5	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2022-08-12；按 1.0 HKD=0.1274 USD 汇率换算。

A 股：增持（维持）

H 股：增持（下调）

H 股当前价：17.08 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

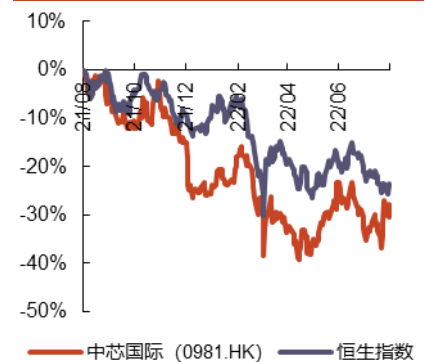
021-52523681

kezhang@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	79.02
总市值(亿港元):	1,981.36
一年最低/最高(港元):	14.64-25.5
近 3 月换手率 (%) :	43.9

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.6	5.5	-9.2
绝对	5.6	6.9	-33.2

资料来源：Wind

## 相关研报

后期涨价空间或收窄，公司积极扩产驱动收入高增长……………2022-05-13

表 1: 中芯国际 (0981.HK) 损益表

(单位: 百万美元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	3,907	5,443	7,479	8,843	10,163
晶圆销售	3,475	4,982	6,990	8,340	9,645
掩膜制造、测试、其他	432	461	489	503	518
营业成本	(2,986)	(3,767)	(5,006)	(5,830)	(6,616)
毛利	921	1,676	2,473	3,013	3,548
其它收入	506	993	437	673	841
营业开支	(975)	(941)	(1,270)	(1,460)	(1,627)
营业利润	453	1,727	1,640	2,226	2,762
财务成本净额	98	113	93	6	(46)
应占利润及亏损	187	0	200	200	200
税前利润	737	1,840	1,933	2,432	2,916
所得税开支	(68)	(65)	(68)	(97)	(117)
税后经营利润	669	1,775	1,865	2,335	2,799
少数股东权益	46	(73)	(96)	(367)	(400)
净利润	716	1,702	1,769	1,968	2,399
息税折旧前利润	12,184	3,262	3,394	4,344	5,204
息税前利润	309	1,393	1,600	2,186	2,722
每股收益 (美元)	0.11	0.22	0.22	0.25	0.30

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总资产</b>	31,321	36,111	37,754	40,718	44,179
<b>流动资产</b>	15,171	15,218	13,503	12,685	13,200
现金及短期投资	13,208	12,634	10,217	8,853	8,842
有价证券及短期投资	116	110	100	100	100
应收账款	444	691	893	1,056	1,214
存货	799	1,194	1,334	1,553	1,762
其它流动资产	604	590	959	1,123	1,282
<b>非流动资产</b>	16,149	20,893	24,251	28,033	30,979
长期投资	1,472	1,877	1,977	2,077	2,177
固定资产净额	8,132	10,487	14,064	16,787	18,444
其他非流动资产	6,544	8,530	8,210	9,170	10,358
<b>总负债</b>	9,639	10,673	10,454	11,084	11,746
<b>流动负债</b>	3,893	4,454	3,750	4,280	4,785
应付账款	1,473	1,830	2,072	2,413	2,739
短期借贷	1,260	789	0	0	0
其它流动负债	1,159	1,834	1,677	1,866	2,046
<b>长期负债</b>	5,746	6,219	6,704	6,804	6,961
长期债务	4,868	5,535	6,035	6,235	6,435
其它	878	684	669	569	526
<b>股东权益合计</b>	21,682	25,438	27,300	29,634	32,433
股东权益	14,875	17,150	18,915	20,883	23,282
少数股东权益	6,507	8,288	8,384	8,751	9,151
<b>负债及股东权益总额</b>	31,321	36,111	37,754	40,718	44,179
净现金/(负债)	6,202	5,626	3,513	2,049	1,881
营运资本	(230)	54	154	195	237
长期可运用资本	27,428	31,657	34,004	36,438	39,395
股东及少数股东权益	21,382	25,438	27,300	29,634	32,433

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1,660	3,012	2,657	4,233	5,079
净利润	716	1,702	1,769	1,968	2,399
折旧与摊销	11,875	1,869	1,794	2,158	2,482
营运资本变动	(434)	(434)	(100)	(41)	(42)
其它	(10,497)	(126)	(806)	148	239
<b>投资活动现金流</b>	(7,071)	(6,655)	(4,878)	(5,703)	(5,195)
资本性支出净额	(5,271)	(4,109)	(5,105)	(4,645)	(3,885)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(306)	(404)	(100)	(100)	(100)
其它资产变化	(1,494)	(2,142)	327	(958)	(1,210)
<b>自由现金流</b>	6,548	(1,985)	(4,000)	(1,829)	(371)
<b>融资活动现金流</b>	12,704	2,357	(195)	106	106
股本变动	7,527	6	0	0	0
净债务变化	2,430	197	(289)	200	200
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	2,747	2,155	94	(94)	(94)
<b>净现金流</b>	7,293	(1,286)	(2,417)	(1,364)	(11)

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	27,471	35,631	48,749	57,644	66,253
营业成本	20,937	25,189	33,189	38,994	43,584
折旧和摊销	9,137	12,111	10,757	12,137	13,570
税金及附加	242	116	244	288	331
销售费用	200	176	244	288	331
管理费用	1,562	1,644	2,437	2,882	3,313
财务费用	(1,260)	(721)	(566)	(677)	(735)
研发费用	4,672	4,121	5,606	6,629	7,288
资产减值损失	(150)	383	(18)	(42)	(42)
其他收益	2,489	2,441	4,875	4,612	2,650
投资收益	695	2,927	1,400	1,700	2,000
<b>营业利润</b>	<b>4,498</b>	<b>11,645</b>	<b>13,812</b>	<b>16,800</b>	<b>18,139</b>
<b>利润总额</b>	4,491	11,594	13,568	16,866	18,792
所得税	470	391	543	675	752
<b>净利润</b>	4,021	11,203	13,026	16,191	18,041
少数股东损益	(311)	469	670	2,545	2,578
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,332</b>	<b>10,733</b>	<b>12,355</b>	<b>13,646</b>	<b>15,462</b>

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总资产</b>	204,602	229,933	246,796	265,642	284,269
货币资金	86,668	79,875	62,112	56,628	56,697
交易性金融资产	728	498	300	1,200	2,200
应收帐款	2,902	4,397	5,809	6,869	7,895
应收票据	32	28	244	288	331
其他应收款 (合计)	597	532	960	1,136	1,305
存货	5,218	7,601	9,957	11,678	13,035
其他流动资产	2,436	2,604	2,932	3,155	3,370
<b>流动资产合计</b>	99,107	96,898	82,795	81,510	85,449
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	9,619	11,950	11,950	11,950	11,950
固定资产	51,415	65,366	74,095	83,200	90,649
在建工程	27,661	25,244	37,306	44,588	47,184
无形资产	2,424	2,877	2,859	2,841	2,824
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	13,192	26,084	32,643	32,643	32,643
<b>非流动资产合计</b>	105,495	133,035	164,001	184,131	198,820
<b>总负债</b>	62,966	67,958	71,795	74,450	75,037
短期借款	2,957	1,082	0	0	0
应付账款	3,011	3,337	4,315	5,069	5,666
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	33	19	15	17	20
其他流动负债	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	23,583	27,063	28,061	31,095	32,004
长期借款	26,331	31,440	34,940	36,340	37,740
应付债券	5,470	3,806	3,806	3,806	3,806
其他非流动负债	7,582	5,444	4,788	3,009	1,288
<b>非流动负债合计</b>	39,383	40,895	43,734	43,355	43,033
无息负债	22,057	25,426	24,550	25,804	24,991
有息负债	40,909	42,532	47,246	48,646	50,046
<b>股东权益</b>	141,636	161,975	175,001	191,191	209,232
股本	219	224	229	229	229
公积金	94,222	97,861	97,971	97,971	97,971
未分配利润	8,061	18,794	31,035	44,681	60,143
<b>归属母公司权益</b>	99,128	109,199	121,554	135,200	150,662
少数股东权益	42,508	52,776	53,446	55,992	58,570

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	13,174	20,845	17,581	24,758	25,936
净利润	4,332	10,733	12,355	13,646	15,462
折旧摊销	9,137	12,111	10,757	12,137	13,570
净营运资金增加	876	4,259	12,232	5,602	7,127
其他	(1,171)	(6,259)	(17,763)	(6,627)	(10,223)
<b>投资活动产生现金流</b>	(48,503)	(43,229)	(39,968)	(30,540)	(26,280)
净资本支出	(36,891)	(26,819)	(35,050)	(31,690)	(26,230)
长期投资变化	9,619	11,950	0	0	0
其他资产变化	(21,231)	(28,361)	(4,918)	1,150	(50)
<b>融资活动现金流</b>	86,911	14,294	4,624	298	413
股本变化	74	5	5	0	0
债务净变化	16,234	1,624	4,714	1,400	1,400
无息负债变化	3,174	3,369	(876)	1,255	(813)
<b>净现金流</b>	48,564	(9,548)	(17,763)	(5,484)	69

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
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。
<b>基准指数说明：</b> 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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

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