创新技术与企业服务研究中心

中芯国际 (688981.SH) 增持（维持评级）

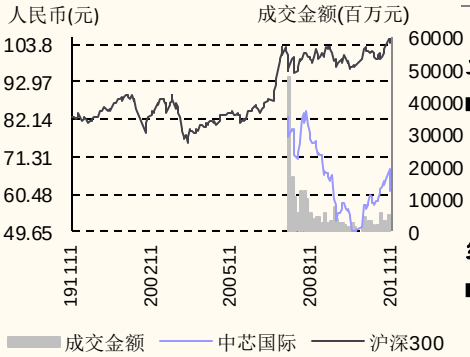
公司点评

市场价格（人民币）：61.36 元

内外获利两得意，设备受限明趋缓

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	77.00
已上市流通 A 股(亿股)	10.40
流通港股(亿股)	57.61
总市值(亿元)	4,724.58
年内股价最高最低(元)	84.82/49.65
沪深 300 指数	4905
上证指数	3342



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(十亿元)	23.0	22.0	26.9	27.1	28.5
营业收入增长率	8%	-4%	22%	1%	5%
归母净利润(十亿元)	0.75	1.79	3.66	2.34	2.90
摊薄每股收益(元)	0.15	0.31	0.48	0.30	0.38
摊薄每股收益增长率	-39%	110%	53%	-36%	24%
ROE	2%	4%	4%	2%	3%
P/E	415	198	129	202	162
P/BV	7.5	8.2	5.0	4.9	4.8

业绩简评

- 中芯国际公布三季度营收 10.83 亿美元，15%环比增长，33%同比增长。24%毛利率及 22%净利率皆优于市场预期。公司预期四季度营收 9.53-9.74 亿美元，10-12%环比衰退，但仍优于市场预期近 4 个点，毛利率下滑到 16-18%，低于市场预期 2 个点。

经营分析

- **内外获利两得意：**我们将三季度营收获利明显优于预期归因于：1.华为的最后一笔 14nm 订单让公司上修全年营收同比增长从 20%到 23-25%，14/28nm 营收占比拉高到 14.6%；2. 政府补助从二季度的 4045 万增加到三季度的 1.4 亿美元。
- **四季度增长低于同业：**中芯四季度营收及毛利率指引明显低于台积电，联电，华虹及世界先进的环比增长 1—6%的指引，我们归因于中芯失去海思高单价大单，折旧费用持续提升，但没有新型游戏机及苹果 5G 芯片来补。
- **美国商务部对设备材料管制的变数：**1. 中芯下修今年资本开支 12%到 59 亿美元，我们估计明年将低于 40 亿；2. 明年产能扩充不易，材料耗材缺货都会让公司营收同比增长困难；3. 未来两年增长率将下修到 0-4%或更低。

盈利调整

- 我们下修公司 2021/2022 公司归母每股人民币收益从 0.38/0.46 到 0.30/0.38。

投资建议

- 基于下修 2021/2022 EPS，我们等比例下调中芯目标价格从 80 元到 66 元，并保持“增持”的投资建议。

风险提示

- 美国商务部对中芯国际技术，设备，材料，耗材封锁而停产的风险，短期折旧费用飙升及现金流短缺的风险，先进制程落后卖折扣价格的风险，海思持迟迟无法申请到生产许可执照的风险。

相关报告

1.《中芯国际深度报告-终将成为晶圆代工二把手》，2020.8.18

郑弼禹 分析师 SAC 执业编号：S1130520010001
zhengbiyu@gjzq.com.cn

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

附录：三张报表预测摘要

损益表（单位：十亿元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**23.02**	**22.02**	**26.85**	**27.11**	**28.47**	**34.16**
营业成本	17.72	17.43	20.54	21.37	22.49	27.33
营业毛利	5.30	4.59	6.31	5.74	5.98	6.83
营业费用	1.35	1.70	1.91	2.18	2.16	2.67
研发费用	4.47	4.74	4.44	5.19	4.83	5.86
其他营业费用	-0.98	-3.29	-3.64	-3.69	-3.73	-4.30
营业利润	**0.46**	**1.43**	**3.60**	**2.06**	**2.72**	**2.61**
折旧	6.94	7.79	9.20	12.07	15.97	16.72
摊销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧前净利	7.40	9.23	12.80	14.13	18.69	19.33
利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
特例	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润总额	0.46	1.432	3.596	2.056	2.716	2.605
所得税/少数股东损益	-0.29	-0.37	-0.06	-0.29	-0.19	-0.21
净利润	0.75	1.80	3.66	2.34	2.90	2.82
优先股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	**0.75**	**1.80**	**3.66**	**2.34**	**2.90**	**2.82**
获利能力比率(%)						
毛利率	23%	21%	24%	21%	21%	20%
营业利润率	2%	7%	13%	8%	10%	8%
折旧前净利率	32%	42%	48%	52%	66%	57%
税前利润率	2%	7%	13%	8%	10%	8%
净利率	3%	8%	14%	9%	10%	8%
净资产收益率	1%	3%	3%	2%	2%	2%
投入资本回报率	1%	2%	2%	1%	2%	1%
同比成长率(%)						
营业总收入	8%	-4%	22%	1%	5%	20%
营业毛利	0%	-13%	38%	-9%	4%	14%
营业利润	-50%	215%	151%	-43%	32%	-4%
折旧前净利	-1%	25%	39%	10%	32%	3%
税前利润总额	-50%	215%	151%	-43%	32%	-4%
净利润	-40%	141%	103%	-36%	24%	-3%
收益评估(CNY$)						
每股营业收入	4.55	3.80	3.49	3.53	3.70	4.44
每股折旧前净利	0.09	0.25	0.47	0.27	0.35	0.34
每股利润	0.15	0.31	0.48	0.30	0.38	0.37
每股账面净值	12.08	12.31	15.75	16.06	16.44	16.80
每股经营现金流量	-1.23	1.52	1.16	3.13	2.90	2.71
每股自由现金流量	-3.97	-1.42	-2.13	-0.53	0.87	0.66
资产负债表（单位：十亿元）	**2018**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
货币资金	12.63	15.94	47.07	46.43	71.82	100.78
应收票据及应收账款	3.03	3.39	4.13	4.17	4.38	5.25

存货	4.44	4.39	5.16	5.38	5.66	6.87
其他流动资产	21.13	24.26	26.85	18.08	14.23	13.67
流动资产合计	**41.24**	**47.98**	**83.21**	**74.05**	**96.09**	**126.57**
固定资产	47.57	56.22	71.26	85.19	82.22	79.15
其他非流动资产	2.27	2.40	2.52	2.64	2.77	2.91
长期股权投资	7.76	8.22	9.22	11.22	13.72	15.72
非流动资产合计	**57.61**	**66.84**	**83.00**	**99.05**	**98.72**	**97.78**
资产总计	**98.84**	**114.82**	**166.21**	**173.11**	**194.81**	**224.35**
短期借款	9.06	9.23	9.59	10.55	15.82	22.56
应付票据及应付账款	2.62	2.98	3.28	3.53	3.65	4.48
其他流动负债	5.60	7.87	7.77	8.67	8.65	10.64
流动负债合计	**17.28**	**20.07**	**20.64**	**22.75**	**28.12**	**37.68**
长期借款	20.46	23.48	24.41	26.85	40.28	57.44
其他长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	**20.46**	**23.48**	**24.41**	**26.85**	**40.28**	**57.44**
负债合计	**37.74**	**43.56**	**45.05**	**49.60**	**68.40**	**95.12**
实收资本(或股本)	0.14	0.14	46.43	46.43	46.43	46.43
资本公积金	54.35	62.38	62.38	62.38	62.38	62.38
未分配利润	2.86	5.00	8.65	10.99	13.90	16.72
少数股东权益	3.74	3.74	3.70	3.70	3.70	3.70
所有者权益合计	**61.10**	**71.26**	**121.16**	**123.50**	**126.41**	**129.23**
负债和所有者权益总计	**98.84**	**114.82**	**166.21**	**173.11**	**194.81**	**224.35**
资本总额比率(%)						
负债比率	25%	25%	17%	18%	24%	31%
所有者权益比率	70%	71%	81%	80%	74%	67%
债务股本比	42%	40%	24%	26%	36%	49%
经营比率(x)	25%	25%	17%	18%	24%	31%
应收账款月数	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
存货月数	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
存货周转率	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
固定资产周转率(x)	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
总资产周转率(x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2

现金流量表（单位：十亿元）	**2018**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
净利润	0.75	1.80	3.66	2.34	2.90	2.82
折旧费用	6.94	7.79	9.20	12.07	15.97	16.72
现金流量净额	**7.69**	**9.59**	**12.86**	**14.41**	**18.87**	**19.54**
营运资金变动	-2.48	-1.45	-3.91	9.68	3.45	1.30
经营活动现金净流	**5.21**	**8.14**	**8.95**	**24.09**	**22.33**	**20.84**
资本开支	-11.87	-16.45	-24.24	-26.00	-13.00	-13.65
其他	0.55	-0.12	-0.12	-0.13	-0.13	-0.14
投资	(9.28)	3.02	-1.00	-2.00	-2.50	-2.00
投资活动现金净流	**-20.59**	**-13.55**	**-25.36**	**-28.13**	**-15.63**	**-15.79**
债权募资	5.01	0.33	1.29	3.40	18.70	23.90
股权募资	11.18	7.95	46.25	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金净流	**16.19**	**8.29**	**47.54**	**3.40**	**18.70**	**23.90**
现金净流量	**0.80**	**2.87**	**31.13**	**(0.64)**	**25.39**	**28.95**
自由现金净流量	-15.38	-5.41	16.41	-4.04	6.69	5.05

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

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		80.00～80.00

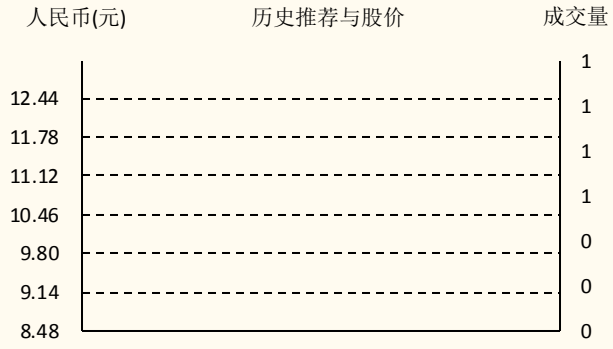
来源：国金证券研究所

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH