万联证券 WANLIAN SECURITIES

业绩增长超预期，国产芯片或将迎来投资热潮

——中芯国际（688981）半年报点评报告

增持（维持）

日期：2020 年 09 月 02 日

事件：

2020 年 8 月 28 日，公司披露了半年度报告。上半年实现营业收入合计收入约 131.6 亿元，创历史新高，同比增长 29.4%；毛利率 23.5%，同比增长 2.55%；归母净利润 13.9 亿元，亦创历史新高，同比增长 3.3 倍。公司是中国晶圆代工龙头企业，代表国内技术最先进水平。公司已成功研发 14nm 技术节点并已实现量产，利用政策优势，组建合资工厂，进一步扩大产能。先进制程的旺盛需求将进一步促进供给能力提升，加快高端芯片国产化进程。

投资要点：

- **业绩增长超预期：**受销售晶圆数量和平均售价上升影响，公司营业收入与归母净利润再创新高。销售晶圆数量由上年同期240万片增加至报告期内280万片（折算成8英寸晶圆，同比增长19.7%）。平均售价由上年同期4,285元增加至4,631元。自公司今年在科创板上市以来，募资超预期两倍多，但随后的股价表现却不尽如人意。上半年的业绩报告有望一改A股上市后低迷的股价表现，重振市场信心。但值得注意的是，美国对华为/海思的技术禁令可能影响公司产能，造成业绩滑坡。

- **国资晶圆代工龙头企业，规模效应凸显：**公司是中国大陆规模最大，技术最先进，配套服务最完善的跨国经营的专业晶圆代工企业，同时也是全球领先的集成电路晶圆代工企业之一。在逻辑工艺领域和特色工艺领域中芯国际是中国大陆第一家实现14nm FinFET量产的集成电路晶圆代工企业，并拥有中国最先进的24nm NAND、40nm高性能图像传感器等特色工艺。公司利用政策优势，在北京组建合资晶圆厂（公司占有51%股份;计划在一起项目完工后产能达到10万片），此举可能会产生规模经济效应。

- **先进制程需求旺盛，先行优势明显：**随着物联网、5G 和人工智能行业的崛起，电子行业对先进制程高端芯片的需求激增。凭借着巨大的市场需求、丰富的人口红利、稳定的经济增长以及有利的国家产业政策环境等优势条件，使得中国集成电路行业实现快速发展。但

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	220.18	258.84	297.90	356.80
增长比率(%)	-4.34	17.56	15.09	16.42
归母净利润(亿元)	17.94	24.59	28.78	34.46
增长比率(%)	140.04	37.09	17.03	19.74
每股收益(元)	0.24	0.33	0.39	0.46
市盈率(倍)	311.00	204.51	174.73	145.93

数据来源：Wind、万联证券研究所

基础数据

行业	电子
公司网址	http://www.smics.com/
大股东/持股	国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司/1.79%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	7,693.33
流通A股（百万股）	1,040.23
收盘价（元）	66.26
总市值（亿元）	5,097.60
流通A股市值（亿元）	689.26

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020 年 09 月 01 日

相关研究

万联证券研究所 20200819_公司首次覆盖_AAA_中芯国际（688981）首次覆盖报告

分析师： 夏清莹
执业证书编号：S0270520050001
电话：075583228231
邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理： 贺潇翔宇
电话：13305506080
邮箱：hexxy@wlzq.com.cn

万联证券

相对于欧美国家，中国集成电路行业起步较晚，面对着国内近三倍的供需缺口，国内芯片技术却难以满足高端先进制程需求。公司作为晶圆龙头代工企业，具有独特的技术先行优势，巨大的市场潜力或将吸引公司加快推行高端芯片国有化进程。

- **盈利预测与投资建议：**预计2020、2021、2022年公司分别实现归母净利润24.59亿元、28.78亿元和34.46亿元，对应 EPS 分别为0.33元、0.39元和0.46元，对应当前股价的PE分别为204.51倍、174.73倍、145.93倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**技术创新不及预期的风险、行业竞争加剧风险、外部技术封锁加大的风险。

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	47,977	88,322	84,596	81,881
货币资金	37,268	71,436	63,720	56,125
应收票据及应收账款	3,386	4,794	5,777	7,026
其他应收款	555	716	922	1,159
预付账款	239	359	386	457
存货	4,390	6,833	7,560	8,836
其他流动资产	2,139	4,185	6,231	8,277
非流动资产	66,840	81,794	95,453	109,161
长期股权投资	8,223	9,823	11,323	12,673
固定资产	36,866	46,648	55,733	64,916
在建工程	17,060	18,880	20,410	22,040
无形资产	1,864	2,116	2,360	2,705
其他长期资产	2,828	4,328	5,628	6,828
资产总计	114,817	170,117	180,049	191,042
流动负债	20,074	24,882	30,033	35,561
短期借款	698	700	800	900
应付票据及应付账款	2,176	2,553	3,030	3,579
预收账款	6	8	12	17
其他流动负债	17,193	21,622	26,190	31,065
非流动负债	23,485	25,380	27,225	29,100
长期借款	13,988	14,388	14,738	15,118
应付债券	1,495	2,990	4,486	5,981
其他非流动负债	8,002	8,002	8,002	8,002
负债合计	43,558	50,262	57,258	64,661
股本	145	163	163	163
资本公积	34,692	79,294	79,294	79,294
留存收益	3,784	6,243	9,121	12,567
归属母公司股东权益	43,573	92,320	95,198	98,644
少数股东权益	27,686	27,569	27,627	27,771
负债和股东权益	114,817	170,117	180,049	191,042

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8,140	11,102	12,774	12,525
净利润	1,794	2,459	2,878	3,446
折旧摊销	6,312	10,400	9,440	9,580
营运资金变动	1,770	-1,138	1,328	815
其它	-1,736	-619	-872	-1316
投资活动现金流	-13,553	-24,736	-22,006	-21,618
资本支出	-12,197	-22,371	-20,395	-20,849
投资变动	-2,195	-1,900	-1,800	-1,650
其他	839	-465	189	881
筹资活动现金流	8,287	47,801	1,516	1,498
银行借款	0	0	0	0
债券融资	1,862	1,930	1,979	2,009
股权融资	7,954	1,686	0	0
其他	-1,529	44,185	-463	-511
现金净增加额	3,299	34,167	-7,716	-7,595
期初现金余额	12,329	37,268	71,436	63,720
期末现金余额	15,628	71,436	63,720	56,125

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	22,018	25,884	29,790	34,680
营业成本	17,431	19,161	22,085	25,477
营业税金及附加	116	518	685	867
销售费用	182	145	152	166
管理费用	1,518	1,941	2,324	2,809
研发费用	4,744	6,367	7,686	9,156
财务费用	-561	-178	-276	-144
资产减值损失	-253	-146	-131	-153
公允价值变动收益	195	0	0	0
投资净收益	847	1,035	1,489	2,081
资产处置收益	28	34	39	45
营业利润	1,432	2,347	2,941	3,593
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	8	8	7	6
利润总额	1,427	2,342	2,937	3,590
所得税	158	0	0	0
净利润	1,269	2,342	2,937	3,590
少数股东损益	-525	-117	59	144
归属母公司净利润	1,794	2,459	2,878	3,446
EBITDA	4,339	8,152	6,298	5,785
EPS（元）	0.24	0.33	0.39	0.46

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-4.3%	17.6%	15.1%	16.4%
营业利润	214.7%	63.9%	25.3%	22.2%
归属于母公司净利润	140.0%	37.1%	17.0%	19.7%
获利能力				
毛利率	20.8%	26.0%	25.9%	26.5%
净利率	5.8%	9.0%	9.9%	10.4%
ROE	4.1%	2.7%	3.0%	3.5%
ROIC	-1.8%	-1.5%	-2.1%	-2.4%
偿债能力				
资产负债率	37.9%	29.5%	31.8%	33.8%
净负债比率	-16.0%	-36.4%	-27.7%	-19.4%
流动比率	2.39	3.55	2.82	2.30
速动比率	2.16	3.26	2.55	2.04
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.15	0.17	0.18
应收账款周转率	6.71	5.62	5.37	5.14
存货周转率	3.97	2.80	2.92	2.88
每股指标（元）				
每股收益	0.24	0.33	0.39	0.46
每股经营现金流	1.10	1.50	1.72	1.69
每股净资产	5.88	12.45	12.84	13.30
估值比率				
P/E	311.00	204.51	174.73	145.93
P/B	12.80	6.04	5.86	5.66
EV/EBITDA	-2.63	11.53	16.46	19.58

资料来源：公司公告，万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场