2020 年 08 月 08 日
证券研究报告•2020 年二季报点评

中芯国际-U（688981）

买入（首次）
当前价：80.47 元
目标价：107.50 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

二季报业绩增长靓丽，内需带动踔厉奋发

投资要点

- **业绩总结：**公司披露 2020Q2 业绩，2020Q2 营收 9.4 亿美元，同比增长 18.7%，环比增长 3.7%；2020Q2 毛利润 2.5 亿美元，同比增加 64.5%，环比增长 6.4%；同时公司给出 2020Q3 业绩指引，预期 Q3 环比收入增加 1%~3%，毛利率水平介于 19%~21%范围内。

- **各项指标逐季向好，成熟制程需求强劲。**公司各项指标逐季改善，营收同比增长 18.7%，环比增长 3.7%；毛利率同比提升 7.4pp，环比提升 0.7pp，产能利用率环比提升 0.1pp 至 98.6%，与公司一季度业绩展望基本一致，二季度增长主要系成熟技术应用平台需求旺盛，消费电子类收入增长显著。公司产能利用率维持高位，扩充产能将陆续释放，预期公司 2020 全年营收将保持增长态势。

- **疫情加速国内下游应用场景对芯片的需求，催化集成电路产业快速发展。**国内疫情因素影响下，宅经济带动终端设备的需求提升，智能手机、平板、可穿戴设备、以及 AIOT 家用产品品类等等对芯片需求量巨大，带动整个产业链条发展，其中作为晶圆代工的中芯国际也深深受益。未来伴随汽车电子等下游产品品类的需求爆发，公司将进一步迎来发展机遇。

- **募投资金到位助力公司技术提升，期待公司未来发展。**公司完成募投 12 英寸芯片 SN1、先进及成熟工艺研发项目、成熟工艺生产线建设项目等，符合公司未来的战略定位布局。当前疫情影响下，5G、IDC 和 AIOT 等建设需求旺盛，公司 28nm 节点盈利有望得到持续性明显改善。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年公司营收分别为 255.4/291.2/349.4 亿元，未来三年归母净利润分别为 11.7/14.1/21.6 亿元。考虑到公司作为中国内地规模最大，技术最为先进的集成电路晶圆代工企业，后续将持续受益国内智能手机、智能汽车、物联网、航天军工、卫星通讯等领域的爆发性需求增长，同时服务满足海外客户的需求，我们持续长期看好公司未来的发展，给予公司 2020 年 8 倍 PB 的估值溢价，目标价 107.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**晶圆代工里程碑节点研发进度不及预期；募投项目进度不及预期；资本开支持续高增长；关键设备供应不及预期；行业技术迭代较快。

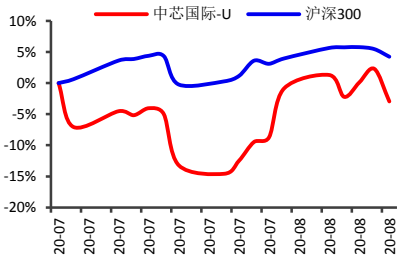
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	22017.88	25540.74	29116.45	34939.74
增长率	-4.34%	16.00%	14.00%	20.00%
归属母公司净利润（百万元）	1793.76	1166.84	1413.57	2161.08
增长率	140.04%	-34.95%	21.14%	52.88%
每股收益 EPS（元）	0.24	0.16	0.19	0.29
净资产收益率 ROE	1.78%	0.53%	0.64%	1.05%
PE	351	539	445	291
PB	14.43	6.31	6.22	6.09

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	74.15
流通 A 股(亿股)	10.4
52 周内股价区间(元)	70.02~95.00
总市值(亿元)	5895.6
总资产(亿元)	1256.6
每股净资产(元)	11.72

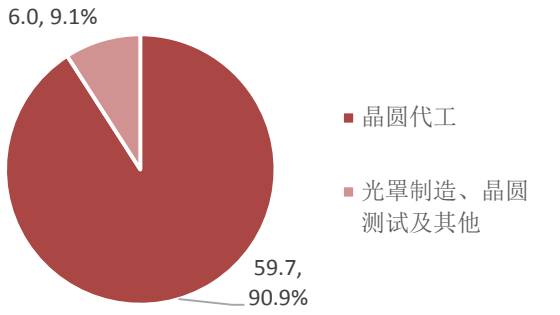
相关研究

1 公司为全球领先、内陆第一的集成电路晶圆代工企业

公司是全球领先的集成电路晶圆代工企业，也是中国内陆技术最先进、规模最大、配套服务最完善、跨国经营的专业晶圆代工企业，当前主要为客户提供 0.35 微米至 14 纳米多种技术节点、不同工艺平台的集成电路晶圆代工及配套服务。除集成电路晶圆代工外，中芯国际亦致力于打造平台式的生态服务模式，为客户提供设计服务与 IP 支持、光掩模制造、凸块加工及测试等一站式配套服务，并促进集成电路产业链的上下游合作，与产业链各环节的合作伙伴一同为客户提供全方位的集成电路解决方案。

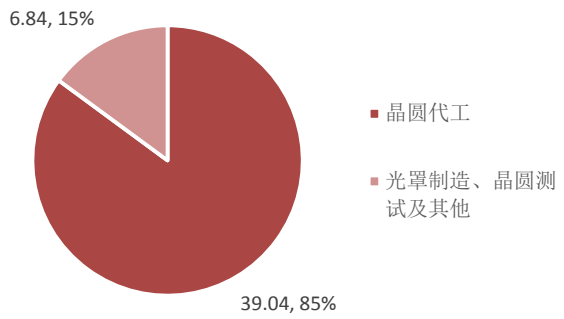
公司业务结构：公司主要营收来源于集成电路晶圆代工业务，营收占比超过 90%，毛利占比达 85%。2020Q2 公司晶圆代工业务占比达 90.9%，其余光罩制造、晶圆测试及其他业务占比仅为 9.1%。公司的主营业务为晶圆代工，其余光罩制造、晶圆测试及其他业务的开立是了给客户提供一站式配套服务，同时促进集成电路产业链上下游合作，为客户提供全方位的集成电路解决方案。

图 1：2020Q2 公司业务营收占比情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

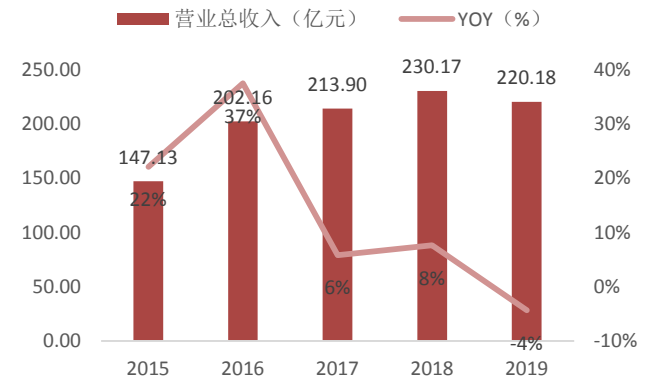
图 2：公司 2019 年各业务毛利占比（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

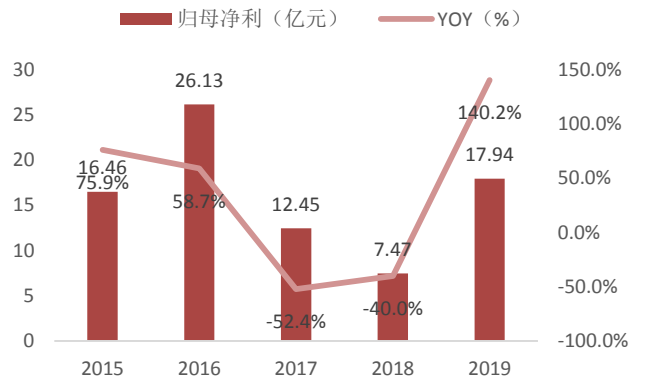
公司业绩情况：2015 年以来营收整体保持增长态势，2019 年略有下滑。2015 年来公司归母净利始终保持为正，受技术研发驱动下资本开支影响，归母利润波动较大。自 2020 年来芯片下游应用场景加速拓宽（智能手机、物联网、汽车电子等）规模需求增大，预期公司营收未来将保持稳健增长。

图 3：公司 2015-2019 年营收增长情况（亿元）



数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：公司 2015-2019 年归母净利润增长情况（亿元）



数据来源：Wind、西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：我们认为公司主营业务晶圆代工是公司未来业绩增长的主要来源，受益国内智能汽车、物联网、物联网等快速发展，预期未来三年将保持增长态势，假设未来三年整体订单额增速分别为 16%/14%/20%。毛利率水平逐渐有所提升，假设毛利率未来三年分别为 19%/19.5%/20%。

假设 2：假设公司光掩模制造、晶圆测试等其他主营业务与晶圆代加工等保持同等营收增速，光掩模制造、晶圆测试等其他主营业务毛利率水平保持在 40%水平。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
集成电路晶圆代工	收入	19993.79	23192.80	26439.79	31727.75
	增速	-0.67%	16.00%	14.00%	20.00%
	毛利率	19.52%	19.00%	19.50%	20.00%
其他主营业务	收入	1476.18	1712.37	1952.10	2342.52
	增速	-38.81%	16.00%	14.00%	20.00%
	毛利率	42.26%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	收入	547.91	635.58	724.56	869.47
	增速	15.10	14.00%	16.00%	20.00%
	毛利率	10.87%	10.00%	10.00%	10.00%
总计	收入	22,017.88	25,540.74	29,116.44	34,939.73
	增速	-4.34%	16.00%	14.00%	20.00%
	毛利率	20.83%	20.18%	20.64%	21.09%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取同为集成电路晶圆代工的台湾厂商台积电作为可比公司，台积电当前是全球最大的晶圆代工企业，其当前 PB 倍数为 7.27 倍。我们认为中芯国际作为大陆集成电路晶圆代工的核心稀缺标的，考虑到当前中芯国际当前所处发展阶段，在参考台积电估值的基础上，给予一定溢价的 8 倍 PB 进行估值。对应中芯国际总市值 7998.7 亿元，对应股价 107.5 元。

表 2：可比公司估值（取 8 月 6 日公司收盘价）

证券代码	可比公司	市值（亿元）	PB
TSM.N	台积电	29751	7.27

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	22017.88	25540.74	29116.45	34939.74
营业成本	17430.78	20385.61	23107.39	27570.23
营业税金及附加	116.03	129.96	144.54	176.68
销售费用	4926.72	3192.59	3726.91	4472.29
管理费用	1517.80	1532.09	1786.77	2172.12
财务费用	-561.27	-108.77	-673.28	-744.23
资产减值损失	-252.82	100.00	100.00	100.00
投资收益	846.94	300.00	100.00	300.00
公允价值变动损益	194.51	150.00	-100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1432.18	759.26	924.12	1592.65
其他非经营损益	-5.19	-10.00	-10.00	-10.00
利润总额	1427.00	749.26	914.12	1582.65
所得税	158.47	82.42	100.55	221.57
净利润	1268.53	666.84	813.57	1361.08
少数股东损益	-525.24	-500.00	-600.00	-800.00
归属母公司股东净利润	1793.76	1166.84	1413.57	2161.08

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	37268.47	78492.11	82290.94	86474.47
应收和预付款项	3625.10	7983.50	9102.48	10925.01
存货	4389.93	3609.47	4181.33	5172.13
其他流动资产	2693.20	2202.31	2515.88	2941.13
长期股权投资	8223.33	8223.33	8223.33	8223.33
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	53925.79	54742.54	51147.66	47301.96
无形资产和开发支出	1863.51	1706.39	1549.28	1392.17
其他非流动资产	2827.73	2837.73	2847.73	2857.73
资产总计	114817.06	159797.39	161858.63	165287.93
短期借款	698.12	1.00	2.00	3.00
应付和预收款项	2799.13	3311.17	3740.31	4467.28
长期借款	13987.78	13987.78	13987.78	13987.78
其他负债	26073.01	15613.32	16430.86	17771.11
负债合计	43558.04	32913.27	34160.95	36229.17
股本	6825.26	7415.48	7415.48	7415.48
资本公积	34692.32	87332.29	87332.29	87332.29
留存收益	3783.83	4950.67	6364.24	8525.32
归属母公司股东权益	43573.35	99698.44	101112.01	103273.09
少数股东权益	27685.67	27185.67	26585.67	25785.67
股东权益合计	71259.02	126884.11	127697.68	129058.76
负债和股东权益合计	114817.06	159797.39	161858.63	165287.93

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	7979.55	6290.86	6302.84	7151.24
PE	350.65	539.05	444.96	291.05
PB	14.43	6.31	6.22	6.09
PS	28.57	24.63	21.60	18.00
EV/EBITDA	70.58	89.47	88.70	77.59
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1268.53	666.84	813.57	1361.08
折旧与摊销	7108.63	5640.36	6052.00	6302.81
财务费用	-561.27	-108.77	-673.28	-744.23
资产减值损失	-252.82	100.00	100.00	100.00
经营营运资本变动	2745.36	-4495.65	-793.75	-1176.44
其他	-2168.44	-611.08	-63.43	-496.85
经营活动现金流净额	8139.99	1191.71	5435.11	5346.38
资本支出	-6711.24	-6300.00	-2300.00	-2300.00
其他	-6841.87	454.66	-11.55	390.52
投资活动现金流净额	-13553.12	-5845.34	-2311.55	-1909.48
短期借款	-622.10	-697.12	1.00	1.00
长期借款	1591.09	0.00	0.00	0.00
股权融资	6963.30	53230.19	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	354.22	-6655.80	674.28	745.63
筹资活动现金流净额	8286.50	45877.27	675.28	746.63
现金流量净额	3299.22	41223.64	3798.83	4183.52

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	-4.34%	16.00%	14.00%	20.00%
营业利润增长率	214.69%	-46.99%	21.71%	72.34%
净利润增长率	252.11%	-47.43%	22.00%	67.30%
EBITDA 增长率	9.09%	-21.16%	0.19%	13.46%
获利能力				
毛利率	20.83%	20.18%	20.64%	21.09%
三费率	5.17%	18.07%	16.62%	16.89%
净利率	5.76%	2.61%	2.79%	3.90%
ROE	1.78%	0.53%	0.64%	1.05%
ROA	1.10%	0.42%	0.50%	0.82%
ROIC	1.51%	1.06%	0.40%	1.34%
EBITDA/销售收入	36.24%	24.63%	21.65%	20.47%
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.19	0.18	0.21
固定资产周转率	0.65	0.64	0.66	0.80
应收账款周转率	7.00	4.66	3.55	3.64
存货周转率	3.32	4.15	4.83	4.95
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.85%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	37.94%	20.60%	21.11%	21.92%
带息债务/总负债	37.15%	47.05%	45.33%	42.75%
流动比率	2.39	9.79	9.19	8.28
速动比率	2.17	9.41	8.80	7.87
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	0.24	0.16	0.19	0.29
每股净资产	5.88	13.44	13.64	13.93
每股经营现金	1.10	0.16	0.73	0.72
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn