

港股公司研究报告：中芯国际

艾德证券期货 · 2020-05-20

关注

一季度业绩超预期，资本开支上调至43亿美元。

编者按：本文来自“艾德证券期货”，作者艾德证券期货研究部，36氪经授权发布，本文不代表36氪的投资建议，入市有风险，投资需谨慎。

目 港股公司研究报告

EDDID SECURITIES AND FUTURES



中芯国际（增持）

股份代号：00981.HK

目标价：20.23-21.45港元

2020年05月20日 星期三

艾德证券期货研究部

联络电话：(00852)38966300

邮箱：research@eddid.com.hk

报告概要

2020年一季度中芯国际的业绩超出市场预期，产能利用率维持高位，且随着14nm工艺的成熟，先进工艺对收入的贡献逐步增加，料二季度该趋势将持续。强劲的资本开支释放积极信号，国产替代的加速使得产业景气度进一步提升。我们预测公司产能利用率于2020年仍将维持高位，公司于未来三年（2020年-2022年）的净利润分别为2.22/2.64/3.19亿美元，并以2.2倍PB（2020年）作为公司，将未来一年的目标价由之前的20.23港元提升至21.45港元，给予“增持”评级。

投资评级

行业	半导体
----	-----

投资评级	增持
收盘价	19.30港元
目标价	20.23-21.45港元

注：股价已做前复权处理，下同

市场数据（截至5月19日）

流通港股（亿股）	53.21
总市值（亿港元）	1026.93
52周波幅（港元）	8.18-20.7
每手股数	500股
恒生指数	24388.13

股价表现(%)（截至3月25日）

成交金额：百万港元



中芯国际	22.8%	90.3%	140.4%
恒生指数	-13.8%	-9.3%	-11.8%

相关报告

- 1.《国产化替代效应增强，料盈利能力持续改善》，艾德证券期货研究部，2020-1-14
- 2.《产能利用率维持高位，料2020年一季度业绩逆势上涨》，艾德证券期货研究部，2020-2-20

一季度业绩超预期 资本开支上调至43亿美元

主要财务指标及相关预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业总收入	3,101	3,360	3,116	3,645	4,155
增长率(%)	6.42	8.35	-7.27	16.99	13.99
归母净利润	180	128	223	222	264
增长率(%)	-52.29	-25.39	75.06	-0.43	18.56
EPS (美元)	0.04	0.03	0.04	0.04	0.05
ROE (摊薄)(%)	3.43	2.23	3.76	3.24	3.53
ROA (%)	1.33	0.88	1.59	1.48	1.78
PE (倍)	47.31	34.5	34.7	58.98	49.74

数据来源：Wind资讯

5月13日晚间，中芯国际公布2020年第一季度业绩数据，营收9.05亿美元，同比增长35.3%，超出市场预期，毛利率持续改善。

一季度业绩超预期，季度营收创历史新高

季度营收创历史新高，毛利率持续改善。2020年第一季的销售额为9.05亿美元，相较于2019年第四季8.39亿美元增加7.8%，相较于2019年第一季的6.69亿美元增加35.3%；2020年第一季毛利为2.34亿美元，较2019年第四季1.99亿美元增加17.1%，较2019年第一季的1.22亿美元增加91.4%；2020年第一季毛利率为25.8%，相比2019年第四季23.8%以及2019年第一季18.2%均有一定提升。

值得一提的是，2020年一季度14nm工艺的收入占比提升至1.3%，料后期收入占比有望进一步提升。华为麒麟710A芯片采用了中芯国际14nm工艺，实现了14nm商业化。中芯国际从台积电中抢占华为订单，可进一步提高市占率，也能发挥华为龙头效应，持续吸引其他厂商导入。

表1 2020年第一季度经营业绩概要

	2020 年 Q1	2019 年 Q4	季度环比	2019 年 Q1	季度同比
收入	904,912	839,439	7.8%	668,899	35.3%
毛利	233,585	199,416	17.1%	122,070	91.4%
本期利润	51,318	75,674	-32.2%	24,377	110.5%
毛利率	25.8%	23.8%		18.2%	

数据来源：公司公告

表2 晶圆收入占比

以技术节点分类	2020 年 Q1	2019 年 Q4	2019 年 Q1
14 纳米	1.3%	1.0%	0%
28 纳米	6.5%	5.0%	3.0%
40/45 纳米	14.9%	16.2%	15.3%
55/65 纳米	32.6%	31.0%	21.8%
90 纳米	1.6%	1.5%	2.2%
0.11/0.13 微米	5.4%	6.2%	7.4%
0.15/0.18 微米	33.4%	35.0%	46.0%
0.25/0.35 微米	4.3%	4.1%	4.3%

数据来源：公司公告

月产能继续提升，产能利用率维持高位

月产能由2019年第四季的44.85万英寸约当晶圆增加至2020年第一季的47.68万英寸约当晶圆，主要由于2020年第一季拥有多数权益北京300mm晶圆厂产能增加所致。

表3 产能分析

晶圆厂	2020 年 Q1	2019 年 Q4
上海 200mm 晶圆厂	115,000	115,000
上海 300mm 晶圆厂	4,500	4,500
北京 300mm 晶圆厂	117,000	117,000
天津 200mm 晶圆厂	63,000	58,000
深圳 200mm 晶圆厂	55,000	55,000
拥有多数权益的北京 300mm 晶圆厂	112,500	92,250
拥有多数权益的上海 300mm 晶圆厂	9,000	6,750

数据来源：公司公告

2020年一季度产能利用率为98.5%，较2019年四季度的98.8%基本持平，较2019年一季度的89.2%提升9.3个百分点。

表4 付运及产能利用率

8 英寸约当晶圆	2020 年 Q1	2019 年 Q4	季度环比	2019 年 Q1	季度同比
付运晶圆	1,406,714	1,339,400	5.0%	1,089,502	29.1%
产能利用率	98.5%	98.8%		89.2%	

数据来源：公司公告

注：付运晶圆为约当8英寸；产能利用率按约当产出晶圆总额除以估计季度产能计算。

二季度业绩指引超预期，资本开支上调至43亿美元

公司预计二季度季度收入环比增加 3% 至 5%，毛利率介于 26% 至 28% 的范围内，非国际财务报告准则的经营开支将介于 2.4 亿美元至 2.45 亿美元之间。公司表示成熟工艺平台产能满载，摄像头(CIS)、电源管理(PMIC)、指纹识别、特殊存储(NOR Flash 等)等应用需求强劲。先进工艺持续拓展通讯、手机、汽车、消费电子相关领域。

公司上调 2020 年资本开支 11 亿美元至 43 亿美元，用于上海 SN1 厂先进工艺扩产以及成熟工艺产线。上调资本开支从侧面反映出市场对公司产品需求的增加。

下游需求旺盛，国产替代加速

5月5日晚间，中芯国际发布公告宣布其有意在科创板挂牌，并募集资金用于投资 12 英寸芯片 SN1 项目和先进及成熟工艺研发项目。中芯国际的回归将进一步完善国内半导体产业链，并进一步加快国产化替代进程。

国际的回归预示有心芯片代工行业向大陆转移，可进一步加快国内芯片国产替代化的脚步。

2020 年一季度，通讯、电脑与消费电子相关营收同比增长，市场份额不断扩大，其中通讯营收环比增长 18.73%，营收占比增长 4.5%。尽管手机需求在疫情影响下大幅下滑，中国市场智能手机销量环比下滑 24%，但通讯营收增速依旧，显著反映下游 5G 手机布局、基站建设加速，需求旺盛。

结论

2020年一季度中芯国际的业绩超出市场预期，产能利用率维持高位，且随着14nm工艺的成熟，先进工艺对收入的贡献逐步增加，料二季度该趋势将持续。强劲的资本开支释放积极信号，国产替代的加速使得产业景气度进一步提升。我们预测公司产能利用率于2020年仍将维持高位，公司于未来三年（2020年-2022年）的净利润分别为2.22/2.64/3.19亿美元，并以2.2倍PB（2020年）作为公司，将未来一年的目标价由之前的20.23港元提升至21.45港元，给予“增持”评级。

风险提示

行业市场需求下行；市场竞争加剧；新技术研发、量产低于预期等。

附表：中芯国际近四年及2020年Q1财务摘要

	2020 年 Q1	2019A	2018A	2017A	2016A
总营业收入	964.12	3,124.46	3,377.96	3,110.78	2,914.18
同比(%)	35.28	-7.27	8.35	6.42	30.31
营业利润	46.24	-317.88	-23.73	89.55	319.23
同比(%)	81.17	-139.99	-126.54	-73.22	45.22
净利润	64.16	234.68	134.06	179.68	376.63
同比(%)	422.85	75.06	-25.39	-52.29	48.62

总资产	17,834.87	16,437.82	14,424.32	11,918.45	10,115.28
总负债	7,561.75	6,239.96	5,500.74	5,197.12	4,712.05
普通股权益	6,320.79	6,233.24	6,017.81	5,233.03	4,150.67
股东权益合计	10,273.12	10,197.86	8,923.58	6,721.34	5,403.23
经营活动现金流	259.83	1,019.06	799.43	1,080.69	977.2
投资活动现金流	-1,816.98	-1,948.51	-3,197.26	-2,662.14	-2,443.33
资本支出	666.22	1,882.24	1,832.49	2,330.96	2,842.93
筹资活动现金流	991.45	1,376.28	2,376.92	1,271.59	2,614.78
现金净流量	-575.03	437.87	-51.88	-287.71	1,120.81
销售毛利率(%)	25.81	20.62	22.22	23.89	29.16
销售净利率(%)	5.32	5.08	2.29	4.06	10.86
ROE(%)	1.02	3.76	2.23	3.43	9.07
ROA(%)	0.37	1.52	1.02	1.63	4.37
资产负债率(%)	42.4	37.96	38.14	43.61	46.58
流动比率	1.94	2.14	2.15	2.19	1.86
速动比率	1.78	1.95	1.94	1.86	1.63

来源: Wind资讯

投资评级说明

- 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。

艾德证券期货研究部

张国荣

Tel. 852-38966302 E-mail. barry.cheung@eddid.com.hk

陈政深

Tel. 852-38966397 E-mail. ryan.chan@eddid.com.hk

陈 刚

Tel. +86 186 7668 5813 E-mail. gang.chen@eddid.com.hk

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。艾德证券期货不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。艾德证券期货建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。本报告包含的任何信息由艾德证券期货编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。艾德证券期货可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

EDDID SECURITIES AND FUTURES •

本文经授权发布，不代表36氪立场。如若转载请联系原作者。