

0981.HK 中芯国际

买入 (维持)

28nm 开始投片，战略意义凸显

2015年4月9日

## 市场数据(港币)

报告日期	2015-04-09
收盘价(元)	0.87
总股本(百万)	35927
流通股本(百万)	35927
总市值(百万)	31256
流通市值(百万)	31256
净资产(百万)	25661
总资产(百万)	44759
每股净资产	0.08

## 主要财务指标(美元)

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2069	1967	2179	2628
同比增长(%)	21.6%	-5.0%	10.8%	20.6%
净利润(百万)	177	153	155	230
同比增长(%)	691.8%	-13.4%	0.8%	48.8%
毛利率(%)	21.2%	24.5%	26.1%	25.5%
净利润率(%)	8.6%	7.9%	7.1%	8.8%
净资产收益率(%)	7.1%	5.8%	5.3%	7.3%
每股收益	0.005	0.004	0.004	0.006
每股经营现金流	0.02	0.04	0.02	0.05

## 相关报告

《华丽的转身-从战略转表说起》2014-05-27

《关于中芯国际设立投资基金的点评》2014-03-05

分析师:

秦媛媛

qinyy@xyzq.com.cn

S0190513070013

刘亮

liuliang@xyzq.com.cn

S0190510110014

## 投资要点

近期我们调研了中芯国际，与公司高管进行了深入沟通。公司发展势头良好，28nm 制程进展顺利，3 季度即将出货。调研要点如下：

- **公司持续保持盈利:** 公司 2014 年全年营收为 19.7 亿美元，同比下降 4.8%，主要因为不计入武汉新芯营收。净利润 1.53 亿美元，同比下降 11.56%。其中 4 季度营收 4.87 亿美元，同比下降 3.19%，环比下降 7.66%。净利润 283.9 万美元，同比增长 93.36%，环比下降 40.26%。公司预计 2015 年 1 季度营收将环比上升 2%-5%，毛利率介于 27%-29%。我们认为，公司 1 季度的表现超出了市场预期和行业平均水平，主要因为产能利用率的上升，这也表明公司已经解决了 12 寸产线开工率不足的问题。
- **28nm 按计划推进，预计 2015 年 3 季度开始出货:** 目前中芯国际的 28nm 制程进展顺利，2014 年年中实现 new tape out，2014 年年底为客户成功流片，2015 年 2 季度公司开始投片，预计于 2015 年 3 季度实现出货，贡献收入。

表 1、中芯国际 28nm 进度表

序号	时间	进展
1	2014 年年中	new tape out
2	2014 年年底	流片成功
3	2015 年 1 季度	风险生产
4	2015 年 2 季度	wafer-in (投片)
5	2015 年 3 季度	开始出货，贡献营收
6	2015 年年底	北京和上海 28nm 产能达 1.6 万片

数据来源：兴业证券研究所

Please see information disclosure and important notice on last page

2015 年全球半导体行业景气在高位波动，预计全年增长 6% 左右（低于 2014 年的 9%）。国内半导体产业，会在进口替代、产业基金的激励下，继续保持快速发展，各个环节的龙头都会受益，其中晶圆代工行业增速有望高于行业整体水平，我们判断中芯国际 2015 年产能增长 7%，产能利用率将维持高位，预计公司 2015 年营收增长 10.8%。随着 28nm 的出货，将逐渐贡献营收，加上公司未来产能的扩张，我们预计公司 2016 年营收将有 20.6% 的增长。

● **28nm 短期难以释放利润，长期具备战略意义**

从短期来看，中芯国际 28nm 将于 2015 年 3 季度开始出货，量产初期面临着良率爬坡的挑战，将影响整体毛利率表现。我们预计公司 2015 年全年的毛利率为 26.1%。2016 年，随着新产能的投产带来折旧增加，叠加良率爬坡影响，将进一步拉低毛利率。我们预计 28nm 将在良率有效提升前为亏损状态，无法释放利润，不利于公司 ROE 的表现。

从长期来看，28nm 战略意义重大。目前 28nm 是晶圆代工领域最热门的工艺，一直处于供不应求的状态。不论是从经济性角度来看，还是从产业链各环节厂商的角度出发，28nm 都具备显著的竞争优势，可望实现更长的生命周期。

表 2、28nm 制程具备战略意义

序号	视角	观点
1	经济性角度	很多制程在 28nm，具备最佳的经济性。往下发展成本节约的效果不再那么明显，反而有可能增加。
2	IC 设计厂商角度	28nm 以下制程采用三维堆叠技术，和原先在二维平面进行设计有很大的差别，技术跨越大，设计难度大大提升。
3	晶圆代工厂商角度	随着制程的不断提升，需要投入的资金也在不断增加，如 22/20nm 建厂费用就达到了 45-60 亿美金，研发费用也超过 10 亿美金。
4	终端厂商角度	28nm 制程已能满足绝大多数产品的性能需求，将在较长时间内成为中高端的主流制程。另外特征尺寸的不断缩小，使得制造工艺的难度也愈来愈大。

数据来源：兴业证券研究所

晶圆代工是半导体产业的核心环节，目前是国内的半导体产业薄弱的一环。公司在中国半导体产业中具有特殊的地位，其 28nm 如能顺利量产，将有效弥补国内半导体产业链的软肋，助力国内半导体产业腾飞。无论对公司，还是对国内半导体产业都具备战略意义。

● **公司竞争优势在于依托大陆客户**

公司锁定大陆客户，市场份额不断提升。在 IC 设计领域，背靠国内巨大的终端消费市场，近年来国内的涌现了海思、展讯、大唐、锐迪科、瑞芯微等一批的 IC 设计公司。国内 IC 设计公司的实力一直在稳步提升，作为龙头的海思和展讯稳居全球无晶圆 IC 设计公司前 25 名，且排名一直逐年前进。背靠国内巨大的市场需求，以及进口替代的广阔空间，叠加国内 IC 设计公司目前已形成的追赶态势，我们有理由相信，未来中国将会出现领先的 IC 设计厂商。

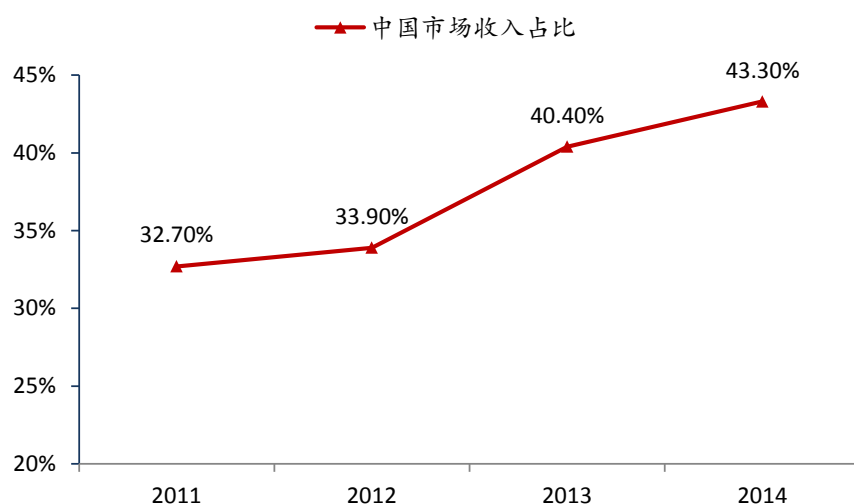
表 3、国内 IC 设计公司排名稳步前进

公司	2013 Rank	2012 Rank	2011 Rank	2010 Rank	2009 Rank
海思	12	13	16	17	17
展讯	14	18	17	27	67

数据来源：IC Insights、兴业证券研究所

中芯国际战略定位明确，公司背靠大陆市场，瞄准本土客户。目前公司是大陆唯一具备 40nm 生产能力的晶圆代工厂，相较于台积电这样的国际大厂，本土客户能从中芯国际获得更好的服务，在产能和交货上也更有保障。从公司营收数据上来说，国内客户占比越来越高，从 2011 年的 32.7% 一路上升至 2014 年的 43.3%，足以证明公司充分受到国内客户的认可。

图 1、中芯国际中国市场收入占比



数据来源：公开资料，兴业证券研究所

- **产业基金入股，成为投资催化剂：**制造是半导体产业链各环节中对资本开支需求最大的一个环节，又是当前国内半导体产业链相对弱势的一个环节，公司在国内半导体产业链中的独特地位决定了其将是国家扶植的最大受益者。

2015 年 2 月 13 日，产业基金宣布投资 31 亿港元参与中芯国际增发，这笔投资将会用作中芯国际的资本支出、债务偿还以及整体运营支出。产业基金的入股标志着国家对半导体制造环节的实质性支持，中芯国际芯片制造能力的提升对于“中国芯”的作用尤为关键。

- **盈利预测及投资评级：**今年公司增长主要产能的微幅扩张，产能利用率的提升及产品结构调整。我们预计 2015 年公司营收增长在 10% 左右，毛利率上升至 25%。28nm 今年 2 季度量产，3 季度贡献营收，随着 28nm 制程的成熟，良率的提升，预计 2016 年营收增长 20% 左右。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.004、0.004、0.006 美元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 行业波动 28nm；2) 量产进度低于预期；3) 国内客户增长低于预期。

## Appendix

### Consolidated Balance Sheet

Fiscal Year	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>Current assets</b>	1607	1209	1832	2375
Cash & cash equivalents	506	399	436	1311
Trading investments	0	0	0	0
Trade and bills receivables	379	226	445	364
Other receivables	0	0	0	0
Inventories	286	85	452	201
<b>Non-current assets</b>	2916	3061	3087	2795
Available-for-sale financial assets	0	0	0	0
Investments in Associates & JVs	29	29	29	29
Investment properties	0	0	0	0
Net fixed assets	2529	1728	1808	1770
Construction in process	0	1000	1000	800
Leasehold& land use rights	137	109	82	55
Net intangible assets	215	188	161	135
<b>Total assets</b>	4523	4271	4920	5170
<b>Current liabilities</b>	938	532	693	712
Short term debt	391	0	80	0
Trade and bills payables	394	378	459	558
Taxation payable	0	0	0	0
Other current liabilities	154	154	154	154
<b>Non-current liabilities</b>	992	992	1194	1194
Long term bank loan	782	782	984	984
Other non-current liabilities	210	210	210	210
<b>Total liabilities</b>	1930	1523	1887	1906
Share capital	0	0	13	13
Reserves	2484	2484	2600	2600
Retained earnings	0	153	308	538
Minority interests	109	111	112	113
<b>Total equity</b>	2593	2748	3032	3264
<b>Total liabilities&amp;total equity</b>	4523	4271	4920	5170

### Consolidated Cash Flow Statement

Fiscal Year	2013A	2014E	2015E	2016E
Profit after tax	182	137	138	214
Depreciation&Amortization	547	855	974	1093
Net interest	29	45	44	39
Net change in working capital	76	339	-504	431
<b>Net operating cash flow</b>	738	1311	651	1777
Capital expenditure	-76	-1000	-1000	-800
Investments in Assoc&JVs	-954	0	0	0
<b>Net investing cash flow</b>	-807	-983	-983	-783
Inc/ (Dec) in borrowings	-104	-391	283	-80
Capital issues	199	0	129	0
Dividends&interest paid	0	-45	-44	-39
<b>Net financing cash flow</b>	173	-436	368	-120
<b>Inc/ (Dec) in cash &amp; cash equivalent</b>	104	-107	37	875
Beginning cash	358	506	399	436
<b>Ending cash</b>	462	399	436	1311

### Consolidated Income Statement

Fiscal Year	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>Revenue</b>	2069	1967	2179	2628
Cost of sales	1631	1485	1610	1958
<b>Gross profit</b>	438	482	569	670
SG&A	174	179	200	231
R&D	145	189	255	252
	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	758	1058	1177	1369
D&A	547	855	974	1093
<b>EBIT</b>	211	203	203	276
Net financial income	-29	-45	-44	-39
Income from Associates & JVs	2	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	183	158	159	237
Income tax	4	4	4	5
<b>Profit after tax</b>	178	155	156	232
Minority interest	1	1	1	2
Dividends	0	0	0	0
<b>Net attributable profit</b>	177	153	155	230
<b>EPS</b>	0.005	0.004	0.004	0.006

### Financial ratios

Fiscal Year	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>Growth</b>				
Revenue growth(%)	21.6%	-5.0%	10.8%	20.6%
EBIT growth(%)	344.4%	-3.7%	-0.2%	36.1%
Net profit growth(%)	691.8%	-13.4%	0.8%	48.8%
<b>Profitability</b>				
EBIT/Revenue	10.2%	10.3%	9.3%	10.5%
EBITDA/Revenue	36.6%	53.8%	54.0%	52.1%
Gross margin(%)	21.2%	24.5%	26.1%	25.5%
Net profit margin(%)	8.6%	7.9%	7.1%	8.8%
ROE(%)	7.1%	5.8%	5.3%	7.3%
<b>Liquidity</b>				
Debt to assets(%)	42.7%	35.7%	38.4%	36.9%
Current ratio	1.71	2.28	2.64	3.34
Quick ratio	0.94	1.18	1.27	2.35
<b>Activity ratios</b>				
Assets turnover	0.46	0.46	0.44	0.51
Receivables turnover	5.85	6.50	6.50	6.50
Payables turnover	4.88	5.10	5.21	5.17
Inventory turnover	5.60	8.00	6.00	6.00
<b>Per share data</b>				
EPS	0.00	0.00	0.00	0.01
OCFPS	0.02	0.04	0.02	0.05
BPS	0.07	0.07	0.08	0.09
<b>Valuation</b>				
P/E(X)	20.40	23.57	23.38	15.72
P/B(X)	1.46	1.37	1.24	1.15
EV/EBITDA	4.90	4.25	4.07	2.87

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhudsd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戔	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

## 【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 【分析师声明】

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，以勤勉的职业态度，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。

## 【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。