



人财兼备，快马加鞭

投资要点

- **短期指标承压，蓄势深蹲起跳。**中芯国际宣布将以每股 10.65 港元至 10.85 港元配售 3.6 亿股，募集资金 4.91 亿美金。同时，以转股价溢价率 20%，年化票息率 2% 成功完成次级永续可转换债券定价发行，公司拥有 3 年后股份超过转股价 130% 强制回购权，募集资金 4.81 亿美元，大唐和中国集成电路基金已经宣布将分别购买 1 亿美元和 3 亿美元的可转债。公司此次合计募集资金 9.72 亿美元，创 2004 年 IPO 以来最大金额权益类融资，体现了资本市场对中芯未来发展的坚定信心。目前中芯国际进入过渡期，加大研发投入力度短时间内侵蚀了利润，表面上看销售额、收益率等短期业绩有所下滑，实则蓄势待发，为下一阶段成长准备好技术和工厂，看准时机深蹲起跳。
- **资金、技术、管理兼备，有望跻身一线阵营。**配股及可转债募集给中芯带来了丰厚的资金支持，双 CEO 梁孟松和赵海军给中芯带来了雄厚的技术水平和先进的管理模式，40 纳米成熟制程和下游智能手机出货量的全面复苏给中芯带来了持续盈利的机会，公司未来经营稳健持续向好。中芯国际经过此次集资，未来将加大资本支出和研发力度，推动 14 纳米等高端制程工艺的发展，推进 28 纳米良率和产量的提升。
- **长期指标加速向好，需求持续强劲。**公司三季报显示 28 纳米超预期，提前一季度达到 8.8%，预计四季度 28 纳米将实现二位数营收占比，关键节点技术有望突破，实现收入的大幅度增长。由于下游智能手机出货量全面复苏，公司经营性净现金流同比增加 71%，收入增长环比增加 2.5%，未来需求持续强劲，经营稳健持续向好。研发费用增长率同比增长 30%，持续高投入高端制程研发，预计明年关键节点的突破会带来收入的大幅度增长。折旧与摊销同比增长 31%，新厂陆续投产，未来产能弹性空间大。
- **盈利预测与投资建议。**公司 28 纳米工艺突破在即，2018 年产能利用率有望爬升到正常水平，另外公司将会在 2019 年量产 14 纳米，因此我们认为公司未来 5 年收入和业绩将持续维持高速增长，另外考虑公司的战略地位，应给予一定的估值溢价，2018 年港股可比公司瑞声科技、舜宇光学科技平均 PE 为 25 倍，2016 年 PB 为 6 倍，综合考虑 PE 和 PB，给予公司 2018 年 25 倍 PE 估值，对应股价为 14.73 港元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司产能利用率或受终端产品需求减弱而下降的风险；先进制程研发和良率提升进度或不达预期；晶圆平均价格或有波动的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元人民币)	20,216	21,219	27,425	32,823
增长率	37.4%	5.0%	29.2%	19.7%
归属母公司净利润(百万元人民币)	2,613	1,392	2,318	3,244
增长率	58.8%	-46.7%	66.6%	39.9%
每股收益 EPS	0.62	0.30	0.50	0.70
净资产收益率	7.0%	3.6%	5.7%	7.4%
PE	13.8	28.4	17.1	12.2

数据来源：公司资料，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王国勋

执业证号：S1250517060002

电话：021-68415296

邮箱：wgx@swsc.com.cn

联系人：陈杭

电话：021-68415296

邮箱：chenhang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	0.99-14.36
3 个月平均成交量(百万)	78.77
流通股数(亿)	46.69
市值(亿)	508.94

相关研究

1. 中芯国际 (0981.HK): 28nm 节点的深蹲起跳 (2017-11-20)
2. 中芯国际 (0981.HK): 正在崛起的中国芯制造 (2017-10-17)

附：财务报表

损益表						现金流量表					
12月31年结(百万 CNY)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	12月31年结(百万 CNY)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	14,713	20,216	21,219	27,425	32,823	税前利润	1,499	2,150	1,316	2,221	3,139
毛利	4,433	5,894	5,729	7,679	9,190	税项	-7	106	140	-16	-61
EBIT	1,427	2,214	1,689	2,812	3,876	营运资本变动	2,215	234	-2,219	-1,341	-1,187
财务收入(费用)	-46	-82	-104	-209	-255	经营现金流量	2,215	234	-2,219	-1,341	-1,187
联营公司	-404	-192	-318	-411	-492	资本开支	-7,023	-14,086	-10,609	-10,970	-11,488
非经常性项目	521	209	50	30	10	自由现金流量	-3,432	-11,614	-5,790	-3,760	-2,488
税前利润	1,499	2,150	1,316	2,221	3,139	股息	-111	0	0	0	0
税项	-55	45	-66	-111	-157	其他非流动资产变动	-1,527	-1,336	50	30	11
非控股权益	202	418	141	208	262	股本变动	22	9	8	0	0
已终止经营业务利润	0	0	0	0	0	其他	5,505	8,069	3,000	500	500
净利润(归属母公司)	1,646	2,613	1,392	2,318	3,244	净现金流量	456	-4,873	-2,732	-3,230	-1,977
资产负债表						期初净现金 (负债)	-5,326	-4,238	-8,901	-11,633	-14,863
12月31年结(百万 CNY)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	期末净现金 (负债)	-4,869	-9,110	-11,633	-14,863	-16,840
现金及现金等价物	6,527	14,748	10,867	18,137	26,660	财务比率					
应收账款	3,507	4,672	2,907	3,757	4,496	12月31年结(百万 CNY)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
存货	2,515	3,220	3,483	4,440	5,314	增长(%)					
其他流动资产	4,270	2,914	2,914	2,914	2,914	收入	22.0	37.4	5.0	29.2	19.7
物业、厂房及设备	25,350	39,436	44,732	49,738	54,598	EBITDA	18.4	50.8	(3.8)	25.3	19.7
无形资产	224	245	245	245	245	EBIT	100.2	55.1	(23.7)	66.5	37.8
其他非流动资产	3,811	4,935	4,617	4,205	3,713	净利润	75.8	58.8	(46.7)	66.6	39.9
总资产	46,204	70,170	69,763	83,435	97,940	每股盈利	49.8	0.61	0.30	0.50	0.70
应付账款	5,750	5,419	1,698	2,164	2,590	利润率(%)					
短期借款	3,293	4,810	2,500	3,000	3,500	毛利	30.1	29.2	27.0	28.0	28.0
其他流动负债	2,432	3,512	3,575	3,620	3,666	EBITDA	32.8	36.0	33.0	32.0	32.0
长期借款	5,904	16,220	20,000	30,000	40,000	EBIT	9.7	11.0	8.0	10.3	11.8
递延税项负债	47	107	250	300	350	净利润	11.2	12.9	6.6	8.5	9.9
其他非流动负债	1,567	2,619	3,000	3,500	4,000	其他比率					
总负债	18,994	32,688	31,022	42,584	54,106	ROE(%)	6.0	7.0	3.6	5.7	7.4
股本	109	118	126	126	126	ROA(%)	3.6	3.7	2.0	2.8	3.3
储备	24,111	28,675	30,067	32,385	35,629	净负债率	17.9	24.3	30.0	36.4	38.4
股东权益	24,220	28,793	30,193	32,511	35,755	利息覆盖率(倍)	18.0	13.9	9.3	10.6	11.0
非控股权益	2,990	8,689	8,548	8,340	8,078	应收账款周转天数	87.0	84.4	50.0	50.0	50.0
总权益	27,210	37,482	38,741	40,851	43,833	应付账款周转天数	204.1	138.1	40.0	40.0	40.0
净现金 (负债)	-4,238	-6,282	-11,633	-14,863	-16,840	存货周转天数	89.3	82.1	82.1	82.1	82.1
			3	3	0	有效税率(%)	5.7	(2.3)	5.0	5.0	5.0

数据来源：公司资料，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，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-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。

本报告仅供本公司客户使用，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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn