



# 中芯国际

## 聚焦核心业务度过转型期

### 观点聚焦

#### 投资建议

我们预计 2018 年中芯国际将进入过渡期，主要由于半导体行业驱动力从智能手机向人工智能、汽车和虚拟货币等板块转移的进度快于预期。我们认为公司重点发展前沿制程的战略有助于缩短过渡期。

#### 理由

半导体行业驱动力转移，影响公司短期盈利。台积电近期公告业绩，我们认为全球半导体行业的驱动力正逐渐从智能手机向人工智能、虚拟货币和汽车板块倾斜。尽管中国存在结构性增长机遇，但计算芯片多采用 14nm 及以上制程，我们预计该全球趋势或将影响公司短期盈利。

过渡期重点发展核心业务。中芯国际公布技术研发进展：1) 14nm 制程预计 2019 上半年（比原计划提前 6 个月）开始风险生产；2) 公司将成熟技术授权给国内第三方企业，实现研发资产变现；3) 17 年 CIS/NOR 闪存收入同比增长 30%（公司将持续对两大平台投入，配合客户的产品升级）。

#### 盈利预测与估值

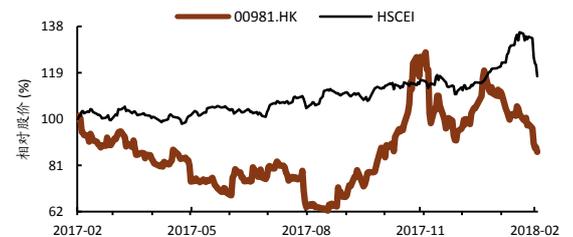
下调 2018/19 年收入预测 6%/9%；下调净利润预测 29%/40%，主要反映收入增长低于预期以及制程开发相关研发费用上升。下调目标价 21.9% 至 12.50 港元（1.60 倍 2018 年市净率），维持推荐，主要考虑预计业绩自 19 年强劲回升。

#### 风险

智能手机需求低于预期。

### 维持推荐

股票代码	00981.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 9.75
目标价	港币 12.50
52 周最高价/最低价	港币 14.76~6.91
总市值(亿)	港币 480
30 日日均成交额(百万)	港币 497.39
发行股数(百万)	4,918
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	44.92
主营行业	电子元器件



(美元 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	2,914	3,101	3,349	4,200
增速	30.3%	6.4%	8.0%	25.4%
归属母公司净利润	377	180	136	254
增速	48.6%	-52.3%	-24.5%	87.1%
每股净利润	0.07	0.03	0.03	0.05
每股净资产	0.82	1.01	1.00	1.05
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.19	0.22	0.21	0.22
市盈率	16.9	35.8	49.2	26.3
市净率	1.5	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.9	6.7	4.9	2.9
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	4.4%	1.6%	1.0%	1.5%
平均净资产收益率	9.6%	3.8%	2.6%	4.6%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

黄乐平

联系人

leping.huang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080117030005

SFC CE Ref: AUZ066

丁宁

联系人

ning.ding@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080117070001

宗佳颖

分析员

Jiaying.Zong@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080516080003



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万美元)	2016A	2017A	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2,914	3,101	3,349	4,200	营业收入	30.3%	6.4%	8.0%	25.4%
营业成本	-2,064	-2,360	-2,578	-3,150	营业利润	52.8%	-63.2%	-33.9%	128.2%
营业费用	-192	-234	-251	-312	EBITDA	19.0%	-2.7%	10.2%	17.0%
管理费用	0	0	0	0	净利润	48.6%	-52.3%	-24.5%	87.1%
其他	0	45	48	48	<b>盈利能力</b>				
营业利润	339	125	83	188	毛利率	29.2%	23.9%	23.0%	25.0%
财务费用	-12	9	4	28	营业利润率	11.6%	4.0%	2.5%	4.5%
其他利润	-18	-6	-10	-10	EBITDA 利润率	49.4%	45.1%	46.0%	43.0%
利润总额	310	128	77	207	净利润率	12.9%	5.8%	4.1%	6.0%
所得税	7	-2	-1	-3	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	-60	-53	-60	-50	流动比率	1.86	2.19	1.13	1.00
归属母公司净利润	377	180	136	254	速动比率	1.63	1.86	1.03	0.90
EBITDA	1,439	1,399	1,542	1,805	现金比率	1.07	0.96	0.68	0.67
扣非后净利润	377	180	136	254	资产负债率	46.6%	43.6%	55.6%	63.1%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	16.6%	21.9%	净现金	净现金
货币资金	2,126	1,838	3,587	5,946	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	673	651	779	1,014	总资产收益率	4.4%	1.6%	1.0%	1.5%
存货	464	623	564	886	净资产收益率	9.6%	3.8%	2.6%	4.6%
其他流动资产	420	1,057	1,057	1,057	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	3,684	4,169	5,988	8,903	每股净利润 (美元)	0.07	0.03	0.03	0.05
固定资产及在建工程	5,685	6,523	8,003	8,923	每股净资产 (美元)	0.82	1.01	1.00	1.05
无形资产及其他长期资产	747	1,226	1,446	1,446	每股股利 (美元)	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	6,432	7,749	9,449	10,369	每股经营现金流 (美元)	0.19	0.22	0.21	0.22
资产合计	10,115	11,918	15,437	19,272	<b>估值分析</b>				
短期借款	687	441	124	155	市盈率	16.9	35.8	49.2	26.3
应付账款	781	1,050	1,068	1,348	市净率	1.5	1.2	1.2	1.2
其他流动负债	513	416	4,098	7,368	EV/EBITDA	5.9	6.7	4.9	2.9
流动负债合计	1,981	1,907	5,290	8,871	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
长期借款	2,338	2,872	2,872	2,872					
非流动负债合计	2,731	3,290	3,290	3,290					
负债合计	4,712	5,197	8,580	12,161					
股本	4,151	5,233	5,369	5,623					
未分配利润	0	0	0	0					
股东权益合计	4,151	5,233	5,369	5,623					
负债及股东权益合计	10,115	11,918	15,437	19,272					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	77	207	380	421					
折旧和摊销	1,117	1,280	1,469	1,626					
营运资本变动	-315	134	-52	-277					
其他	98	-485	-659	-588					
经营活动现金流	977	1,135	1,138	1,182					
资本开支	-2,843	-2,386	-1,948	-2,200					
其他	400	-331	0	0					
投资活动现金流	-2,443	-2,717	-1,948	-2,200					
股权融资	18	343	0	0					
银行借款	1,766	634	2,559	3,376					
其他	831	294	0	0					
筹资活动现金流	2,615	1,272	2,559	3,376					
汇率变动对现金的影响	-28	22	0	0					
现金净增加额	1,121	-288	1,749	2,359					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

中芯国际是世界领先的集成电路晶圆代工企业之一，也是中国内地规模最大集成电路晶圆代工企业。中芯国际向全球客户提供 0.35 微米到 28 纳米晶圆代工与技术服务。中芯国际总部位于上海，在上海建有一座 300mm 晶圆厂和一座 200mm 超大规模晶圆厂，在北京建有一座 300mm 超大规模晶圆厂，一座控股的 300mm 先进制程晶圆厂正在开发中；在天津和深圳各建有一座 200mm 晶圆厂。



## 17年4季度业绩回顾

17年4季度，收入环比下降2.3%，毛利率下降4.2个百分点，符合公司指引和我们预期。

图表1：季度业绩回顾

美元 百万	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E
	A	A	A	A	(指引)
<b>产能以及稼动率</b>					
8寸	226	229	233	229	
12寸-成熟制程	68	70	68	66	
12寸-先进制程	19	23	28	29	
产能总计	422	438	448	443	
环比增长	3.8%	3.9%	2.2%	-1.2%	
稼动率	91.8%	85.7%	83.9%	85.8%	
<b>收入</b>					
收入	793	751	770	787	down 10.1-12.1%
环比增长	-2.7%	-5.3%	2.5%	2.3%	
晶圆单价	702	717	692	677	
同比增长	-2.4%	2.1%	-3.4%	-2.2%	
营业成本	(572)	(557)	(592)	(639)	
毛利	221	194	177	148	
期间费用	(165)	(187)	(184)	(195)	
未计利息、税项、折旧及摊销前的利润	312	287	260	258	
同比增长	13.9%	-8.2%	-9.3%	-0.7%	
<b>营业利润</b>					
营业利润	77	22	23	3	
环比增长	58%	-72%	5%	-86%	
非营业收益	(12)	15	7	(6)	
<b>税前收益</b>					
税前收益	65	36	30	(3)	
环比增长	31.4%	-44.4%	-17.1%	-109.7%	
所得税	(1)	(3)	1	1	
<b>净利</b>					
净利	64	33	31	(2)	
环比增长	10.6%	-48.1%	-8.2%	n.a.	
少数股东权益	6	3	(5)	49	
<b>归属母公司净利</b>					
归属母公司净利	70	36	26	48	
环比增长	-32.9%	-48.0%	-28.6%	84.2%	
	727	782	451	499	
	(235)	(241)	(243)	(252)	
	9.2%	2.4%	0.8%	3.6%	
<b>比率 (%)</b>					
毛利率	27.8%	25.8%	23.0%	18.9%	10-12%
未计利息、税项、折旧及摊销前的利润率	39.4%	38.2%	33.8%	32.8%	
营业利润率	9.8%	2.9%	2.9%	0.4%	
税前收益率	8.2%	4.8%	3.9%	-0.4%	
净利率	8.8%	4.8%	3.4%	6.1%	
净资产收益率	6.3%	6.9%	5.0%	3.6%	
每股净资产	1.00	1.00	1.01	1.02	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 主要积极因素

- ▶ **制程迁移快于预期。**公司管理层在电话会议中，强调将重点关注制程转移，同时预计28nm HKC+自2018年下半年实现量产（符合前期指引），预计14nm制程2019上半年启动风险生产（原计划2019年下半年）。

### 主要消极因素

- ▶ **虽产品结构改善，但4季度产品均价仍环比下滑2.2%。**28nm制程收入占比较3季度8.8%提升至11.3%，表明12英寸成熟工艺以及12寸先进工艺的竞争（分别来自国内厂商和台积电）均有所加剧。
- ▶ 公司指引18年1季度收入环比增长7%-9%，其中包括技术授权一次性收入1.5亿美



元，对应1季度晶片收入环比下降10.1%-12.1%，低于业内同行台积电和联华电子。我们认为这表明公司中国手机客户的收入占比有所提升。

- ▶ 公司指引1季度（包括技术授权收入在内）毛利率上升至25%-27%，对应剔除技术授权收入毛利率10%-12%。
- ▶ 18年收入指引低于预期。公司指引18年收入高个位数增长（包括技术授权一次性收入1.5亿美元），对应18年剔除授权收入低个位数增长，低于我们预期的同比增长15%。

图表2：季度数据 vs. 台积电和联华电子

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	4Q17
	A	A	A	A	A	A	A	A	(指引)
<b>收入环比增长</b>									
台积电	0.0%	9.0%	17.4%	0.7%	-10.8%	-8.6%	17.9%	10.1%	9.4-10.6%
联电	1.6%	7.5%	3.2%	0.4%	-2.3%	0.3%	0.4%	-2.8%	NA
中芯国际	4.0%	8.8%	12.3%	5.2%	-2.7%	-5.3%	2.5%	2.3%	1-3%
<b>毛利率</b>									
台积电	44.9%	51.5%	51.5%	51.5%	51.9%	50.8%	49.9%	50.0%	48.0-50.0%
联电	14.6%	22.4%	21.8%	22.9%	19.9%	18.0%	17.5%	17.2%	14-16%
中芯国际	24.2%	31.6%	30.0%	30.2%	27.8%	25.8%	23.0%	18.9%	18.0-20.0%
<b>稼动率</b>									
台积电	87.0%	93.0%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
联电	82.0%	89.0%	88.0%	~90%	96.0%	96.0%	96.0%	90.0%	> 80%
中芯国际	98.4%	97.9%	97.2%	96.5%	91.8%	85.7%	83.9%	85.8%	NA

注：中芯国际指引剔除技术授权一次性收入1.5亿美元。资料来源：公司数据，中金公司研究部

#### 14/28nm 制程：产品结构预期改善，但短期利润贡献有限

28nm 制程收入环比增长31.3%，占4季度销售额11.3%，占17年销售额7.9%。我们预计18年28nm 制程收入增长46.0%至3.59亿美元，占销售额10.7%。管理层计划于2018年下半年发布HKC+。

我们认为梁博士将重点开发14nm FinFET，同时预计14nm 制程将于2019上半年启动风险生产，较原计划提前6个月。公司近期公告收到国家集成电路基金和上海集成电路基金现金注入17亿美元，有望加快14nm 制程的开发进程。新成立合资公司中芯南方将重点开发14/10/7nm 制程，预计2019年实现量产。分析员会议期间，管理层表示目前已建成一期3.5kwpm 的研发设备，二期和三期设备产能将分别达到6kwpm 和9kwpm。

图表3：先进制程收入和产能

12"先进制程 (28nm)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2017A	2018E	2019E	2020E
产能		19	23	28	29	29	29	45	69	99
	环比增长	5.6%	21.1%	19.6%	5.5%	0.0%	61.1%	55.2%	53.3%	43.5%
收入		40	50	68	89	40	246	359	901	1,228
	环比增长	39.0%	25.0%	36.6%	31.3%	-55.3%	434.1%	46.0%	150.9%	36.3%
营收占比		5.0%	6.6%	8.8%	11.3%	4.7%	7.9%	10.7%	21.5%	23.9%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表4: 公司12英寸工艺

公司名	地点	应用	晶圆尺寸 (英寸)	工厂代码	制程	产能 (千片/月)					资本开支 变动 百万美金
						2016	2017	2018E	2019E	2020E	
中芯国际	北京	逻辑	12	B1	AI/130-90/65/55nm	43	46	46	46	46	0.0%
中芯国际 (拥有多数股权)	北京	逻辑	12	B2	65/40/28/24nm	18	29	39	39	39	34.5%
中芯国际	上海	逻辑	12	S2	40/28nm	20	17	17	17	17	0.0%
中芯国际 (50.1%, 中国半导体产业基金27.05%, 上海半导体产业基金22.86%)	上海	逻辑	12	SMSC	14/10/7nm				10	25	n.a.
中芯国际	北京	高通芯片	12	B3				6	20	35	n.a.
中芯国际	深圳	逻辑, CIS, PMIC等	12	SZ			3	5	15	35	66.7%
<b>总计</b>						<b>81</b>	<b>95</b>	<b>113</b>	<b>147</b>	<b>197</b>	<b>18.9%</b>

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部 注: 灰色部分为在建中项目。

图表5: 产品路线图

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>TSMC</b>	28nm PolySiON 28nm HKMG 20nm Planar 16nm FinFET 10nm FinFET 7nm FinFET	3Q11 1Q12		2Q14		4Q15	1Q17		1Q19	
<b>Samsung</b>	28nm PolySiON 28nm HKMG 22nm FD-SOI 20nm Planar 14nm FinFET 10nm FinFET 7nm FinFET	4Q12	2Q13	2Q14	2Q15	1Q15	1Q17		1Q19	
<b>GF</b>	28nm PolySiON 22nm FD-SOI 20nm Planar 14nm FinFET 10nm FinFET 7nm FinFET		2Q13	1Q14 4Q14	1Q15		3Q17		3Q19	
<b>Intel</b>	22nm Planar 14nm FinFET 10nm FinFET 7nm FinFET	4Q11		2Q14			1Q17		1Q19	
<b>SMIC</b>	28nm PolySiON 28nm HKMG 20nm Planar 14nm FinFET 7nm FinFET			2Q15				3Q18 3Q18	1H19	2020

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表6: 目前重点开发新技术平台

	CIS-BSI	BCD	High-Voltage	Mixed-signal/RF	Logic	Embd Flash	Embd EEPROM	NOR/NAND-Flash	MEMS	TSV
0.35um		✓	✓	✓	✓		✓			
0.25um				✓	✓					
0.18um	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		●	✓
0.15/0.153um	✓	●		✓	✓					
0.13um	✓	●	●	✓	✓	✓	✓		✓	●
0.11um	●			✓	✓					
95nm					●					
90nm				✓	✓			✓		
65nm	●			✓	✓			✓		
55nm				✓	✓	✓				
40/45nm				✓	✓			✓		
38nm								✓		
28nm				●	●			●		
22nm										
14nm					●					

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部 注: 打钩部分为生产中项目; 圆点部分尚处于生产早期阶段。



### 12英寸成熟制程：有望创造差异化产品平台

17年4季度成熟工艺（40-90nm）环比增长持平，主要由于：1）库存调整；2）向领先制程迁移。公司已采取有效措施，利用特殊存储器、CIS和PMU等闲置产能。随着28nm HKC+平台预计于2018年下半年实现量产，公司计划将部分40/45nm制程向领先工艺平台迁移。

但考虑到成熟工艺的竞争较为激烈，我们预计公司产品单价和利润率均将面临压力。我们预计18年成熟制程收入同比下降8.9%至12亿美元，总收入占比36.1%。

图表7：成熟制程（40-90nm）收入和产能

12"成熟制程（40-90nm）	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2017A	2018E	2019E	2020E
产能	68	70	68	66	63	66	68	78	98
环比增长	7.9%	2.9%	-2.9%	-2.9%	-4.5%	4.8%	3.0%	14.7%	25.6%
收入	343	331	325	326	268	1,325	1,208	1,475	1,946
环比增长	-6.3%	-3.5%	-1.9%	0.3%	-17.8%	0.5%	-8.9%	22.1%	31.9%
营收占比	43.3%	44.1%	42.2%	41.4%	31.4%	42.7%	36.1%	35.1%	37.8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 8英寸制程：有望自18年保持稳定增长

4季度8英寸制程收入小幅下降1.3%，但销售贡献仍为近两年内最高。我们预计8英寸制程自18年保持稳定增长。

图表8：8英寸制程（0.11um+）收入和产能

8"（0.11um+）	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2017A	2018E	2019E	2020E
产能	226	229	233	229	273	229	273	296	320
环比增长	0.9%	1.3%	1.8%	-1.7%	19.0%	2.2%	19.0%	8.6%	7.9%
收入	410	370	377	372	396	1,530	1,632	1,824	1,969
环比增长	-2.3%	-9.7%	1.8%	-1.3%	6.5%	-1.2%	6.7%	11.7%	7.9%
营收占比	51.7%	49.3%	49.0%	47.3%	46.4%	49.3%	48.7%	43.4%	38.3%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



## 盈利预测和目标价调整

下调 2018/19 年收入预测 6.3%/9.4%，主要反映 12 英寸领先制程和成熟制程需求低于预期，主要受全球智能手机需求影响以及产品迁移导致订单流失。

下调 2018/19 年折旧预测 7%/11%，主要反映 18 年资本支出下降。下调 2018/19 年净利润预测 29%/40%，主要反映收入增长低于预期以及研发费用上升。

图表 9: 盈利预测调整

美元 百万		2016A (CICC)	2017A (CICC)	2018E (CICC)	2019E (CICC)	2020E (CICC)	2018E (OLD)	2019E (OLD)	2018E Diff.	2019E Diff.
<b>产能以及稼动率</b>										
8寸		224	229	273	296	320	284	309	-4%	-4%
12寸-成熟制程		63	66	68	78	98	73	83	-7%	-6%
12寸-先进制程		18	29	45	69	99	41	65	10%	6%
产能总计		406	443	527	627	763	541	641	-3%	-2%
	环比增长	43%	9%	19%	19%	22%	22%	18%		
稼动率		96%	85%	76%	80%	78%				
<b>收入</b>										
		2,914	3,101	3,349	4,200	5,143	3,573	4,635	-6.3%	-9.4%
	环比增长	30%	6%	8%	25%	22%	15%	30%		
晶圆单价		708.5	704.9	680.2	683.2	703.0	671.6	711.6	1%	-4%
	同比增长	0.1%	-0.5%	-3.5%	0.4%	2.9%	-4.7%	6.0%		
营业成本		(2,064)	(2,360)	(2,578)	(3,150)	(3,806)				
毛利		850	741	771	1,050	1,337	857	1,159	-10.0%	-9.4%
期间费用		(517)	(730)	(833)	(1,056)	(1,200)				
		7	114	144	194	194				
未计利息、税项、折旧及摊销前的利润		1,063	1,117	1,190	1,459	1,791	1,307	1,823	-8.9%	-20.0%
	同比增长	39%	5%	6%	23%	23%	17%	39%		
营业利润		339	125	83	188	332	119	404	-30.6%	-53.3%
	环比增长	53%	-63%	-34%	128%	76%				
非营业收益		(29)	3	(6)	18	48				
税前收益		310	128	77	207	380				
	环比增长	34%	-59%	-40%	169%	84%				
所得税		7	(2)	(1)	(3)	(5)				
净利		316	126	76	204	374				
	环比增长	42%	-60%	-40%	169%	84%				
少数股东权益		60	53	60	50	30				
归属母公司净利		377	180	136	254	404	192	426	-29.3%	-40.4%
	环比增长	49%	-52%	-24%	87%	59%	7%	122%		
		2,695	2,458	1,948	2,200	2,000	2,300	2,200	-15%	0%
		(730)	(971)	(1,117)	(1,280)	(1,469)	(1,201)	(1,432)	-7%	-11%
		39%	33%	15%	15%	15%	24%	19%		
<b>比率 (%)</b>										
毛利率		29.2%	23.9%	23.0%	25.0%	26.0%	24.0%	25.0%	-1.0%	0.0%
未计利息、税项、折旧及摊销前的利润率		36.5%	36.0%	35.5%	34.7%	34.8%				
营业利润率		11.6%	4.0%	2.5%	4.5%	6.4%				
税前收益率		10.6%	4.1%	2.3%	4.9%	7.4%				
净利率		12.9%	5.8%	4.1%	6.0%	7.9%	5.4%	9.2%	-1.3%	-3.2%
净资产收益率		9.6%	3.8%	2.6%	4.6%	6.9%				
每股净资产		0.98	1.06	1.09	1.14	1.23				

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



图表 10: 盈利预测调整-分板块

(美元 百万)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2017A	2018E	2019E	2020E
	A	A	A	A		(CICC)	(CICC)	(CICC)	(CICC)
收入	793	751	770	787	854	3,101	3,349	4,200	5,143
<b>按制程分类</b>									
12"先进制程 (28nm)	40	50	68	89	40	246	359	901	1,228
12"成熟制程 (40-90nm)	343	331	325	326	268	1,325	1,208	1,475	1,946
8" (0.11um+)	410	370	377	372	396	1,530	1,632	1,824	1,969
<b>% chg QoQ</b>									
12"先进制程 (28nm)	39.0%	25.0%	36.6%	31.3%	-55.3%	434%	46%	151%	36%
12"成熟制程 (40-90nm)	-6.3%	-3.5%	-1.9%	0.3%	-17.8%	0%	-9%	22%	32%
8" (0.11um+)	-2.3%	-9.7%	1.8%	-1.3%	6.5%	-1%	7%	12%	8%
<b>营收占比</b>									
12"先进制程 (28nm)	5.0%	6.6%	8.8%	11.3%	4.7%	7.9%	10.7%	21.5%	23.9%
12"成熟制程 (40-90nm)	43.3%	44.1%	42.2%	41.4%	31.4%	42.7%	36.1%	35.1%	37.8%
8" (0.11um+)	51.7%	49.3%	49.0%	47.3%	46.4%	49.3%	48.7%	43.4%	38.3%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

我们的 18/19 年收入和净利润预测偏离市场一致预期-3.2%/+5.0%和+13.0%/+27.4%, 主要由于我们更加看好领先制程的收入放量。

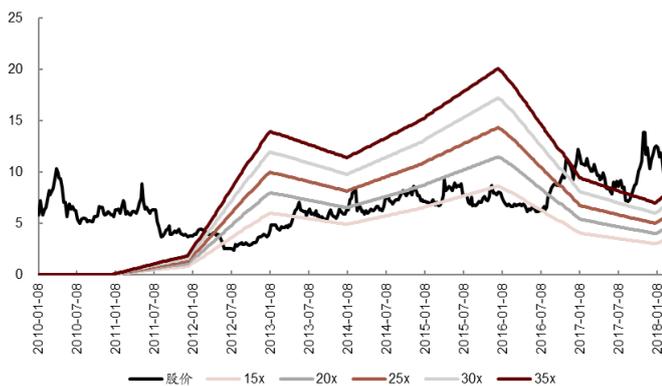
图表 11: 中金预测 vs. 市场一致预期

美元 百万	4Q17E				1Q18E				2018E			2019E		
	CICC	一致预期	差异	指引	CICC	一致预期	差异	指引	CICC	一致预期	差异	CICC	一致预期	差异
收入	793	827	-4.2%	777-793	854	821	4.0%	+7-9% QoQ	3,573	3,662	-2.4%	4,200	4,000	5.0%
毛利率	20.0%	24.4%	-4.4%	18-20%	26.8%	22.7%	4.1%	25-27%	24.0%	25.4%	-1.4%	25.0%	21.1%	3.9%
营业利润	(19)	38	-151.6%		17	12	38.1%		119	242	-50.8%	188	158	19.3%
净利润	23	42	-44.0%		34	32	3.9%		183	246	-25.9%	254	199	27.4%
每股收益	0.005	0.008	-37.3%		0.006	0.008	-21.4%		0.039	0.051	-24.1%	0.047	0.093	-48.9%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

我们小幅下调市净率倍数至 1.60 倍, 下调目标价 21.9% 至 12.50 港元, 对应 2018 年 BPS1.00 美元。我们预计短期内公司收入增长和业务运营仍将维持疲软, 但随着成熟制程闲置产能的利用, 以及领先制程盈利水平改善, 我们预计未来将重现持续增长。

图表 12: 市盈率区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 13: 市净率区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 14: 可比公司估值

WIND 代码	公司	股价 2月9日	市值 百万美金	P/E		P/B		ROE	EPS Growth		股价变动				
				2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	1D	5D	1M	3M	YTD	
2330.TW	台积电	232.50	215,067	17.7	15.8	3.9	3.5	23.4	11%	-	-10	-1	-3	28	
2303.TW	联电	14.05	6,009	18.6	20.3	0.8	0.8	4.2	-5%	-	-3	0	-11	23	
0981.HK	中芯国际	9.75	6,132	35.8	49.2	1.2	1.2	2.6	-27%	-	-12	-22	-30	-20	
5347.TWO	世界	64.10	3,579	23.3	19.8	3.7	3.6	15.8	16%	-	-1	1	8	14	
1347.HK	华虹半导体	13.08	1,739	12.1	13.2	1.0	1.0	8.4	-8%	-	-15	-22	-18	55	
	晶圆代工-平均			21.5	23.7	2.1	2.0	10.9							
	晶圆代工-中间值			18.6	19.8	1.2	1.2	8.4							

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 中金公司研究部 注: 灰色部分为中金覆盖公司。



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金公司的资产管理部、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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
翻译：张昕月  
编辑：樊荣



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京 建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海 黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京 汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门 莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆 洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山 季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波 扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京 科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳 福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州 天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉 中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津 南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮 新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州 五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海 浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州 教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都 滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛 香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连 港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙 车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安 雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司

