

二季度营收增长值得期待，但需警惕下半年增速回落风险

——中芯国际 (0981.HK) 2018Q1 季报点评

海外公司简报

◆一季度晶圆收入符合指引，毛利率提升超预期

1Q18 公司实现营收 8.3 亿美元，同比增长 4.8%，环比增长 5.6%，低于公司指引环比增长 7-8%，主要由于一次性授权收入不及公司指引。盈利能力方面，毛利率由 4Q17 的 18.9% 提升至 1Q18 的 26.5%，剔除一次性技术授权收入影响后毛利率为 15.6%，高于公司指引 10-12%，分析认为主要由于低利润率的 28nm 营收占比下降。归母净利润为 0.3 亿美元，环比下降 38%，同比下降 58%。

◆国产手机提前上量，或带动营收提前至二季度释放

1Q18 晶圆销售收入同比下降 10%，与我们的预期相吻合且处在公司指引区间。晶圆出货量同比小幅下降 1%，晶圆 ASP 同比下降 9%，下跌幅度明显扩大，分析认为主要由于 28nm 占比骤降以及激烈市场竞争所致。

国产手机拉货时间较去年提前约一个季度，二季度开始上量驱动手机出货季节性回升，有望带来公司下半年营收提前至二季度释放，2Q18 营收健康增长值得期待。公司指引 2Q 营收同比增长 18-21%，毛利率稳定在 23-25%，但由于经营开支加大，经营利润率难有改善，我们预计 2Q 经营亏损额约 0.15 亿美元。2H18 新增产能所需设备到位时间不确定以及同业扩产带来竞争加剧压力，公司或因此面临营收增速以及毛利率回落的双重风险。

◆28nm 上量进程存在不确定性，建议关注下半年 HKC+ 工艺进展

28nm 营收占比由 4Q17 的 11.3% 骤降至 1Q18 的 3.2%，主要由于 1Q 智能手机出货疲软。手机出货回暖以及 HKC 上量有望共同带动 28nm 占比提升，公司指引 2Q 占比为高个位数，但同时会对公司整体利润率形成短期抑制。2018 年仍为技术进阶及业绩压力并存的过渡期，在突破高阶 28nm 工艺前 28nm 上量进程存在不确定性，建议关注 2H18 更具竞争力的 28nm HKC+ 实际量产情况。

盈利预测、估值与评级：鉴于公司推迟 28nm 上量，结合股本变动影响后，我们维持公司 18-19E EPS 预测分别为 0.01/0.03 美元，下调 2019 年 EPS 至 0.06 美元；维持 2018 年 BPS 预测为 1.07，上调 19-20E BPS 为 1.10、1.17 美元。鉴于未来关键技术若顺利突破将有效提升公司盈利潜力，维持目标价 12.5 元港币，对应 2018 年 1.5x PB，重申“增持”评级。

风险提示：中国区晶圆代工竞争加剧；28nm 客户拓展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万美元)	2,914	3,101	3,349	3,793	4,716
营业收入增长率 (%)	30.3	6.4	8.0	13.2	24.3
净利润 (百万美元)	377	180	49	148	317
EPS (美元)	0.09	0.04	0.01	0.03	0.06
每股净资产	0.98	1.13	1.07	1.10	1.17
P/E	15	34	132	43	20

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 05 月 09 日

增持 (维持)

当前股价/目标价：10.2/12.5 港元

目标期限：6 个月

分析师

付天姿 (执业证书编号：S0930517040002)

CFA · FRM

021-22167333

futz@ebsec.com

联系人

吴柳燕

021-22167197

wuliuyan@ebsec.com

市场数据

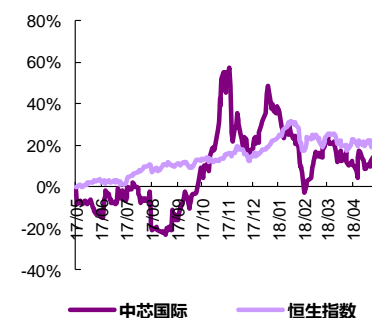
总股本(亿股)：49.31

总市值(亿港元)：502.01

一年最低/最高(港元)：6.91/14.76

近 3 月换手率：82.1%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.2	9.7	-13.4
绝对	-0.8	30.5	8.6

资料来源：Wind

相关研报

晶圆代工为大陆机会，发展曲折但前途光明 2018-04-08
产能爬坡倒逼毛利率下探，28nm 出货仍相对滞后 2017-08-10

表 1: 损益表

(单位: 百万美元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	2,914	3,101	3,349	3,793	4,716
营业成本	(2,064)	(2,360)	(2,704)	(2,940)	(3,589)
毛利	850	741	645	853	1,127
其它收入	4	49	61	53	55
营业开支	(518)	(661)	(681)	(744)	(855)
营业利润	335	129	25	161	328
财务成本净额	(12)	9	(5)	(26)	(37)
应占利润及亏损	(14)	(10)	(15)	(35)	(22)
税前利润	310	128	5	100	269
所得税开支	7	(2)	(0)	(2)	(4)
税后经营利润	316	126	4	99	265
少数股东权益	60	53	44	49	53
净利润	377	180	49	148	317
息税折旧前利润	1,075	1,106	1,081	1,357	1,677
息税前利润	345	135	13	136	312
每股收益 (元)	0.09	0.04	0.01	0.03	0.06
每股股息 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万美元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	10,115	11,918	12,628	13,652	15,035
流动资产	3,684	4,169	3,929	4,390	5,330
现金及短期投资	2,470	2,733	2,010	2,276	2,830
有价证券及短期投资	25	0	300	300	300
应收账款	490	407	567	679	845
存货	464	623	643	699	853
其它流动资产	235	406	410	436	502
非流动资产	6,432	7,749	8,699	9,263	9,705
长期投资	254	790	782	765	754
固定资产净额	4,377	4,689	5,857	6,618	7,205
其他非流动资产	1,800	2,270	2,060	1,880	1,746
总负债	4,712	5,197	5,902	6,828	7,946
流动负债	1,981	1,907	2,232	2,768	3,406
应付账款	781	838	1,174	1,277	1,559
短期借贷	601	441	377	713	884
其它流动负债	599	628	680	778	963
长期负债	2,731	3,290	3,670	4,060	4,540
长期债务	2,338	2,872	3,221	3,542	3,902
其它	393	418	449	518	638
股东权益合计	5,403	6,721	6,726	6,824	7,089
股东权益	4,151	5,233	5,282	5,430	5,747
少数股东权益	1,253	1,488	1,444	1,395	1,342
负债及股东权益总额	10,115	11,918	12,628	13,652	15,035
净现金/(负债)	(861)	(998)	(2,038)	(2,497)	(2,594)
营运资本	173	191	35	101	139
长期可运用资本	8,134	10,012	10,396	10,885	11,629
股东及少数股东权益	5,403	6,721	6,726	6,824	7,089

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 现金流量表

(单位: 百万美元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	977	1,135	1,287	1,360	1,754
净利润	377	180	49	148	317
折旧与摊销	730	971	1,068	1,221	1,365
营运资本变动	(426)	(434)	157	(66)	(38)
其它	296	418	13	58	110
投资活动现金流	(2,443)	(2,717)	(2,322)	(1,794)	(1,814)
资本性支出净额	(2,583)	(1,697)	(2,033)	(1,805)	(1,825)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(56)	(535)	8	18	11
其它资产变化	195	(484)	(296)	(7)	0
自由现金流	(1,995)	(868)	(942)	(738)	(663)
融资活动现金流	2,615	1,272	311	700	614
股本变动	18	343	0	0	0
净债务变化	1,524	374	286	657	531
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	1,073	554	26	43	82
净现金流	1,149	(310)	(724)	266	554

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		