

海外首席分析师: 杨仁文  
 执业证书编号: S1220514060006  
 E-mail yangrenwen@foundersc.com

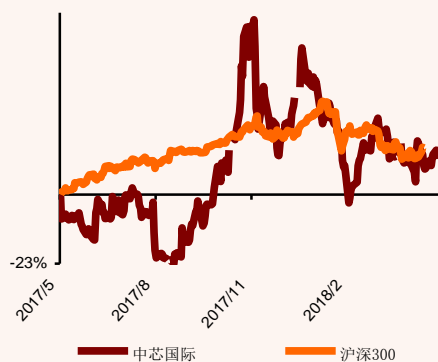
联系人: 黄可心

E-mail huangkexin@foundersc.com

Tel 0755-36879646

联系人: 电子联席首席 - 兰飞

#### 历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

#### 相关研究

《中芯国际 (0981.HK) 深度报告: 晶圆制造之路任重道远, 国之重器处过渡阶段, 看好未来》2018.03.07

请务必阅读最后特别声明与免责条款

#### 事件描述:

公司发布 2018Q1 业绩: 销售收入 8.31 亿美元, YoY +4.8% / QoQ +5.6%; 扣除技术授权收入的销售额为 7.23 亿美元, YoY -8.8% / QoQ -8.1%。获得毛利为 2.20 亿美元, 扣除授权收入毛利为 1.12 亿美元, 对应毛利率分别为 26.5% 和 15.6%。

#### 事件点评:

- 18Q1 业绩达预期上限, 营收和毛利率均好于我们 17Q4 预期水平。**原计划 1.56 亿元一次性技术授权费用分两部分于 18Q1 和 18Q2 确认。扣除技术授权的收入和毛利率下降的主要原因是产品组合变化和 ASP 有所下降。然而我们非常高兴地看到, 尽管一季度为行业传统淡季, 公司在总产能微增的情况下, 产能利用率从去年四季度 85.8% 回升到 88.3%。从产品组合来看, 第一季度中 28nm 产品占比有所下降, 主要由于手机芯片市场一季度偏淡的影响, 管理层预计二季度 28nm 产品组合将回升至高单位数占比。我们认为, 28nm 产品目前仍然处于价格竞争较为激烈之时, 基于整体毛利率的考量和市场需求, 大批放量并不一定是最佳之选。未来 19 年上半年的 14nm 也可能面临同样问题, 但发展先进制程是中国半导体业, 也是中芯国际必须要突破的关键问题, 我们坚信拨云见日, 定能“待到山花烂漫时”。
- 值得注意的是公司提高了 18 年全年资本开支指引, 其中用于晶圆厂运作的资本开支由原来的 19 亿元提高至 23 亿元, 增加部分主要用于 R&D 设备以及天津及深圳 200mm 产能扩充。提高后全年资本开支与 17 年基本持平。我们认为, 公司持续看到国内对于 Nor-Flash 以及 CIS 等产品的需求增长, 前景良好。
- 公司预计 18Q2 收入继续保持高单位数增长 (7%-9%), 毛利率 23%-25%。均好于此市场预期, 我们乐观看待公司从管理层到先进技术开拓的进展! 基于 2018 年 1.5x PB 估值, 维持目标价 12.7 元不变。

#### 风险提示:

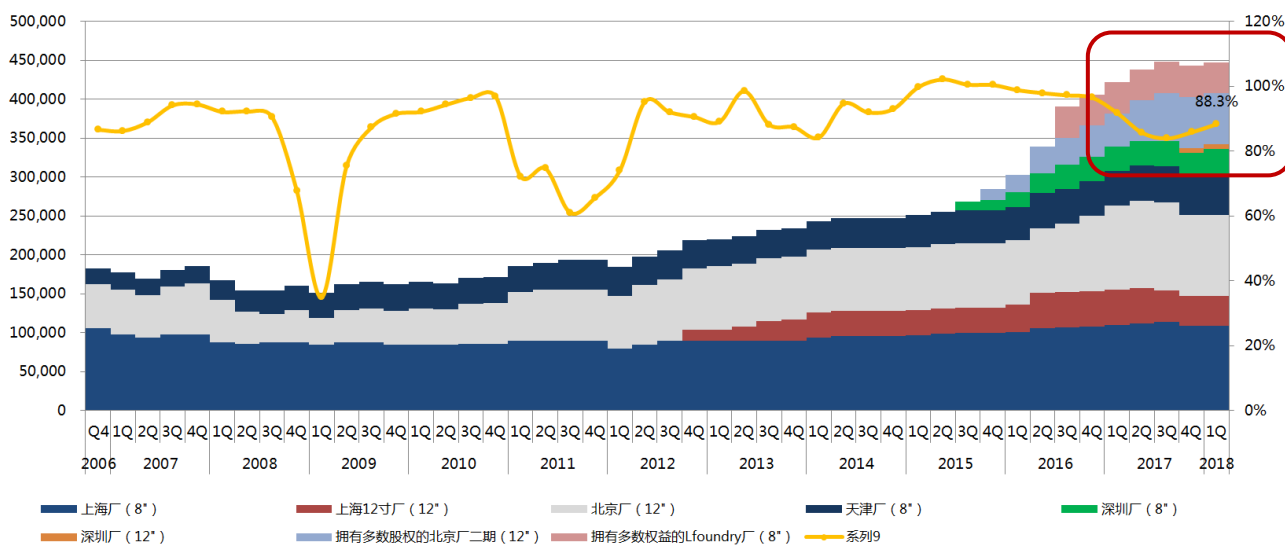
全球智能机出货量低于预期、先进制程研发慢于预期、过渡期产品结构调整不及市场预期、物联网进展低于预期等的风险。

#### 盈利预测:

单位/百万	2016	2017	2018E	2019E
营业总收入	2914.18	3101.18	3338.56	3789.44
(+/-) (%)		6.42	7.65	13.51
净利润	376.63	179.68	100.71	277.91
(+/-) (%)		(52.29)	(43.95)	175.95
EPS (元)	0.08	0.04	0.02	0.06
P/E	13.95	35.66	64.98	23.55

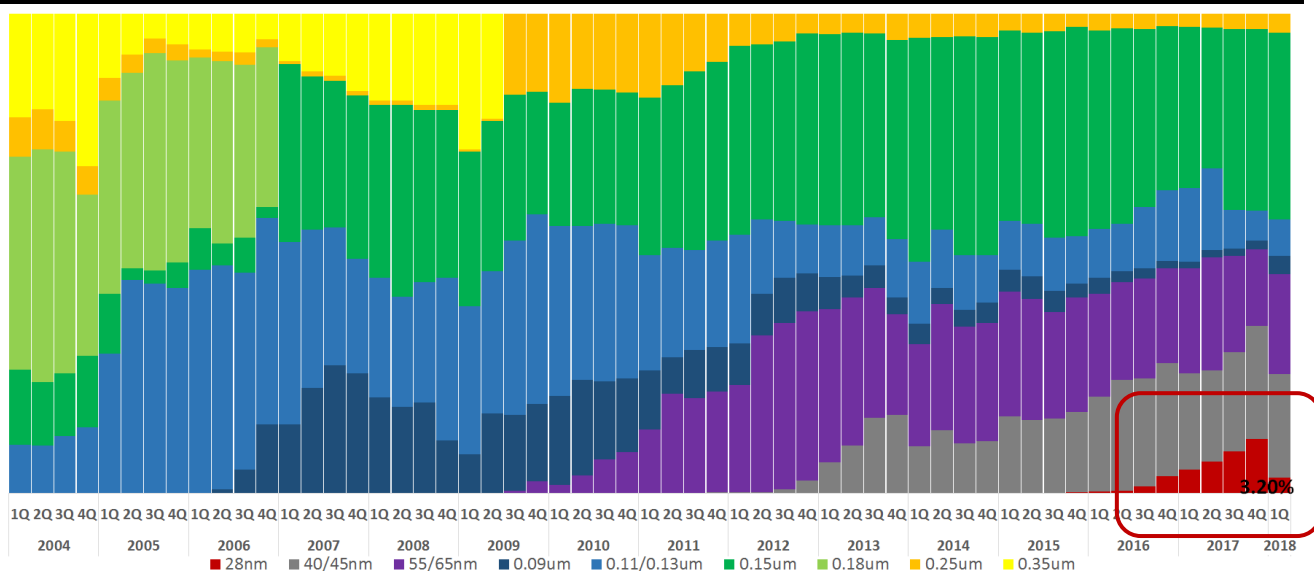
数据来源: wind 方正证券研究所

图表 1: 中芯国际产能与产能利用率情况 (单位: 片, 8" 等值), 利用率回升



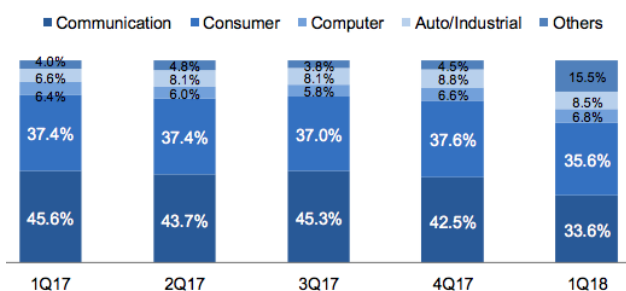
资料来源: 公司财报、方正证券研究所

图表 2: 中芯国际各制程营收占比, 1Q 28nm 占比减小, 2Q 预计回升



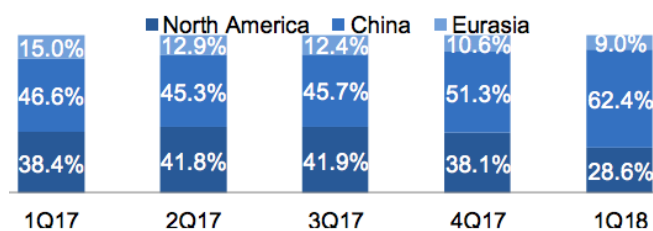
资料来源: 公司财报、方正证券研究所

图表 3: 按产品应用营收拆分



资料来源: 公司财报、方正证券研究所

图表 4: 按地理营收拆分



资料来源: 公司财报、方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万美元

资产负债表					利润表				
	2016	2017	2018E	2019E		2016	2017	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	3683.8	4169.0	5689.2	7837.7	<b>营业总收入</b>	2914.2	3101.2	3338.6	3789.4
现金	2126.0	1838.3	3265.3	5336.1	营业成本	2064.5	2360.4	2816.6	2879.3
应收账款	645.8	616.3	663.5	726.3	营业税金及附加	145.7	155.1	166.9	189.5
其它应收款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业费用	318.2	427.1	459.5	521.4
预付账款	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用	157.4	197.9	158.3	179.9
存货	464.2	622.7	668.7	683.6	财务费用	35.0	35.8	38.5	43.6
其他	110.0	755.7	755.7	755.7	资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>非流动资产</b>	6431.5	7749.5	8136.9	8950.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	385.9	465.0	488.2	537.0	投资净收益	0.2	45.0	30.7	25.3
固定资产	5687.4	6523.4	6849.6	7534.5	<b>营业利润</b>	849.7	740.7	522.0	910.1
无形资产	347.8	317.4	395.9	517.4	营业外收入	29.16%	23.89%	15.64%	24.02%
其他	10.4	443.7	403.2	361.7	营业外支出	-29.3	3.4	2.9	-7.7
<b>资产总计</b>	10115.3	11918.5	13826.1	16788.3	<b>利润总额</b>	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>流动负债</b>	1980.9	1906.8	4055.0	5539.1	所得税	-6.6	1.8	3.9	5.2
短期借款	396.2	381.4	457.6	480.5	<b>净利润</b>	316.4	126.4	-104.6	177.6
应付账款	940.6	1050.5	1155.5	1271.1	少数股东损益	-60.2	-53.3	-205.3	-100.3
其他	644.2	475.0	2441.9	3787.5	<b>归属母公司净利润</b>	376.6	179.7	100.7	277.9
<b>非流动负债</b>	2731.2	3290.3	3619.4	3981.3	<b>EBITDA</b>	1039.7	1123.2	1053.4	1386.6
长期借款	2338.1	2872.1	2872.1	2872.1	<b>EPS (USD)</b>	0.078	0.037	0.020	0.057
其他	393.0	418.2	747.2	1109.2					
<b>负债合计</b>	4712.1	5197.1	7674.4	9520.4	<b>主要财务比率</b>	2016	2017	2018E	2019E
少数股东权益	1252.6	1488.3	834.2	1191.7	<b>成长能力</b>				
股本	4836.7	4886.3	4918.0	4918.0	营业收入	2914.18	3101.18	3338.56	3789.44
资本公积	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	849.68	740.74	521.99	910.11
留存收益	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	376.63	179.68	100.71	277.91
归属母公司股东权益	4150.7	5233.0	5317.5	6076.2	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	8862.7	10430.1	12991.9	15596.7	毛利率	0.29	0.24	0.16	0.24
					净利率	0.13	0.06	0.03	0.07
					ROE	7.85%	2.96%	3.00%	9.15%
					ROIC				
<b>现金流量表</b>	2016	2017	2018E	2019E	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	977.2	1135.4	1154.1	1203.7	资产负债率	0.47	0.44	0.56	0.57
净利润	316.4	126.4	-104.6	177.6	净负债比率	0.87	0.77	1.25	1.31
折旧摊销	729.9	995.0	1154.1	1203.7	流动比率	1.86	2.19	1.40	1.41
财务费用	35.0	35.8	38.5	43.6	速动比率	1.63	1.86	1.24	1.29
投资损失	0.2	45.0	30.7	25.3	<b>营运能力</b>				
营运资金变动	-83.1	28.1	925.5	617.0	总资产周转率	0.29	0.26	0.24	0.23
其他	-46.2	-43.8	0.0	0.0	应收账款周转率	4.51	5.03	5.03	5.22
<b>投资活动现金流</b>	-2443.3	-2716.8	-925.5	-617.0	应付账款周转率	3.10	2.95	2.89	2.98
资本支出	-2842.9	-2385.7	-925.5	-617.0	<b>每股指标(元)</b>				
长期投资	-385.9	-465.0	-488.2	-537.0	每股收益	0.08	0.04	0.02	0.06
其他	785.5	133.8	488.2	537.0	每股经营现金	0.20	0.23	0.23	0.24
<b>筹资活动现金流</b>	2614.8	1271.6	1198.3	1484.1	每股净资产	1.12	1.38	1.25	1.48
短期借款	396.2	381.4	457.6	480.5	<b>估值比率</b>				
长期借款	2338.1	2872.1	2872.1	2872.1	P/E	13.95	35.66	64.98	23.55
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	1.55	1.24	1.23	1.08
资本公积增加	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	2.49	2.99	4.19	3.02
其他	-119.5	-1981.9	-2131.4	-1868.6					
<b>现金净增加额</b>	1148.6	-309.9	1427.0	2070.8					

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com