

先进制程进展顺利，短期业绩持续承压

投资要点

- **业绩总结 (未经审核):** 公司 2018 年第四季度营收 7.9 亿美元, 同比持平, 环比下降 7.4%; 毛利 1.3 亿美元, 同比和环比分别下降 9.7% 和 23.2%; 毛利率 17.0%, 同比与环比分别下滑 1.9pp 和 3.5pp。预计 2019 年第一季度收入下降 16%-18%, 毛利率为 20%-22%。
- **14 纳米量产在即, 12 纳米取得突破。** 第一代 FinFET 14nm 技术进入客户验证阶段, 产品可靠度与良率已进一步提升。第二代 FinFET N+1 技术开发正在按计划进行。公司计划 Q2 在上海新工厂投入设备以及年底前安装小型生产线制造先进节点。同时, 12nm 的工艺开发也取得突破。与 14 纳米相比, 12 纳米功率降低了 20%, 性能提升了 10%, error rate 降低了 20%。14 纳米以下先进制程都是基于 FinFET 技术架构, 因此我们认为 FinFET 技术的突破会加速后续节点研发和客户导入, 缩小与台积电技术差距, 有望成为代工行业的第二级。
- **成熟工艺增长强劲, 存储业务表现亮眼。** 1、电源管理业务是主要营收来源之一, 同时公司也是该领域顶级厂商之一; 2、高压显示驱动器代表公司一个新的市场定位, 18Q4 已开始生产并出货; 3、2018 年 NOR 闪存业务收入同比 2017 年翻一番, 同时公司 18H2 推出 NAND 闪存, 并运行了 38/24 纳米专用 NAND 闪存。
- **18Q4 业绩持续承压, 19Q1 进入周期底部。** 从下游应用角度来看, 2018 年 Q4 通信、消费、计算机和汽车细分应用的收入分别环比下降了 11%、9%、21% 和 2%, 主要由于季节性波动以及手机、平板电脑等需求疲软; 从制程占比角度来看, 28 纳米营收占比进一步下滑至 5.4%, 主要由于整个行业 28 纳米供过于求叠加公司设备处于折旧高峰期。公司 2019 全年核心业务收入成长目标与晶圆代工行业成长率相当; 一季度收入预计为全年相对低点, 环比下降 16%~18%, 公司业绩承压主要由于供应链库存修正、下游消费疲软以及宏观的不确定性。
- **盈利预测与投资建议。** 由于下游需求疲软、行业 28 纳米供应过剩、19 年 14 纳米量产规模较小, 我们分别下调公司 19-20 归母净利润 7.7% 和 7.4% 至 1.31 和 1.62 亿美元。公司成熟制程增长动力强劲, 14nm 预计在 2019 年 Q2 量产, 我们认为应给予一定的估值溢价。综合考虑 PE 和 PB, 参考可比公司平均 PB, 给予公司 2019 年 1.2 倍 PB 估值, 对应股价为 10.27 港元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产能利用率或受终端产品需求减弱而下降的风险; 28nm HKC+ 及 14nm 量产不达预期的风险; 晶圆平均价格或有波动的风险。

指标/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万美元)	2914.0	3101.0	3361.2	3626.2	3983.5
增长率	30.3%	6.4%	8.4%	7.9%	9.9%
归属母公司净利润(百万美元)	377	179	135	131	162
增长率	48.6%	-52.4%	-24.9%	-2.3%	15.2%
每股净资产(美元)	1.00	1.06	1.06	1.09	1.12
净资产收益率	7.0	2.7%	2.0%	1.9%	2.2%
PB	1.03	0.96	0.96	0.94	0.91

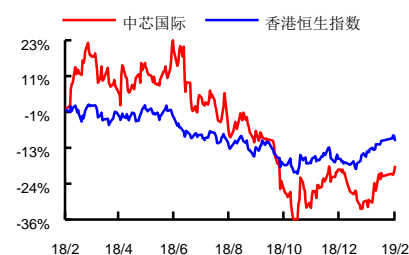
数据来源: 公司资料, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 陈杭
电话: 021-68415309
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)	5.99-11.48
3 个月平均成交量(百万)	22.71
流通股数(亿)	50.40
市值(亿)	404.71

相关研究

1. 中芯国际 (0981.HK): 三季度业绩符合指引, 先进工艺平台持续拓展 (2018-11-17)
2. 中芯国际 (0981.HK): 28nm 全平台如期完成, FinFET 开始客户导入 (2018-08-13)
3. 中芯国际 (0981.HK): 14nm 节点的绝地反击 (2018-03-08)

关键假设：

假设 1：2017 年产能每季度环比增长 4%左右，2018 年初新的 12 寸晶圆厂投产，产能利用率保持 90%以上；

假设 2：12 寸晶圆产线产值占比逐年提升，超过 8 寸晶圆产值；

假设 3：2018 年 28 纳米工艺良率取得突破，2019 年具备量产 28 纳米各个层次的技术条件；28 纳米良率攻克后，带动整体毛利率提升。

假设 4：公司 14 纳米 FinFET 技术预计 2019 年上半年量产，下半年开始提供营收，2020 年营收占比会进一步提高。其次，目前，主流移动应用从 40 纳米迁移到 28 纳米，未来从 28 纳米迁移到 14 纳米进度会进一步加快，考虑到 14 纳米 PPAC 优势，上调 2019、2020 的营收增速。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万美元		2017A	2018E	2019E	2020E
晶圆	收入	3038.5	3296.8	3560.5	3916.6
	增速	8.4%	8.5%	8.0%	10.0%
掩膜制造测试	收入	62.5	64.4	65.7	67.0
	增速	-43.2%	3.0%	2.0%	2.0%
合计	收入	3101.0	3361.1	3626.2	3983.5
	增速	6.4%	8.4%	7.9%	9.9%
	毛利率	23.9%	22.2%	24.0%	24.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附：财务报表

损益表						现金流量表					
12月31年结(百万 USD)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	12月31年结(百万 USD)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	2,914	3,101	3,361	3,626	3,984	税前利润	310	128	98	95	117
毛利	850	741	773	871	957	税项	15	-1	-1	-1	-1
EBIT	351	91	51	30	59	營運資本變動	17	-712	123	-15	-10
財務收入(費用)	-12	34	34	52	44	經營現金流量	381	-588	1,325	1,243	1,318
聯營公司	-39	3	3	4	4	資本開支	-1,781	-838	-1,344	-1,269	-1,394
非經常性項目	10	0	10	10	10	自由現金流量	-1,410	-1,426	-30	-36	-86
稅前利潤	310	128	98	95	117	股息	0	0	0	0	0
稅項	7	-2	-1	-1	-1	其他非流動資產變動	-165	-426	30	11	12
非控股權益	-60	-53	-38	-38	-47	股本變動	0	3	0	0	0
已终止经营业务利润	0	0	0	0	-0	其他	777	3,000	500	500	501
淨利潤(歸屬母公司)	377	179	135	131	162	淨現金流量	-41	-798	1,151	500	475
						期初淨現金(負債)	-5,326	-4,238	-8,901	-11,633	-14,863
						期終淨現金(負債)	-1,056	351	154	629	1,056
資產負債表						財務比率					
12月31年结(百万 USD)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	12月31年结	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	2,125	1,839	2,354	3,029	3,856	增長(%)					
應收賬款	646	616	645	695	764	收入	30.3	6.4	8.4	7.9	9.9
存貨	464	623	592	630	693	EBITDA	43.6	(1.8)	9.2	3.3	6.5
其他流動資產	449	1,091	1,091	1,091	1,091	EBIT	53.4	(74.1)	(44.2)	(41.4)	98.3
物業、廠房及設備	5,685	6,523	6,759	6,860	7,038	淨利潤	48.6	(52.4)	(24.9)	(2.3)	23.2
無形資產	249	220	220	220	220	每股盈利	33.56	(59.85)	(26.75)	(2.26)	23.15
其他非流動資產	498	1,006	1,009	1,013	1,017	利潤率(%)					
總資產	10,116	11,918	12,670	13,539	14,678	毛利	29.2	23.9	23.0	24.0	24.0
應付賬款	942	1,050	1,151	1,226	1,347	EBITDA	37.1	34.2	34.5	33.0	32.0
短期借款	209	441	700	800	1,000	EBIT	12.1	2.9	1.5	0.8	1.5
其他流動負債	830	416	901	901	1,201	淨利潤	12.9	5.8	4.0	3.6	4.1
長期借款	1,234	1,744	1,500	1,600	1,800	其他比率					
遞延稅項負債	15	16	15	15	15	ROE(%)	7.0	2.7	2.0	1.9	2.2
其他非流動負債	1,482	1,530	1,509	1,934	2,044	ROA(%)	3.7	1.5	1.1	1.0	1.1
總負債	4,712	5,197	5,776	6,476	7,407	淨負債率	19.5	(5.2)	(2.2)	(8.9)	(14.5)
股本	17	20	20	20	20	利息覆蓋率(倍)	15.3	2.1	1.1	0.6	0.7
儲備	4,134	5,214	5,349	5,480	5,642	應收賬款周轉天數	80.9	72.5	70.0	70.0	70.0
股東權益	4,151	5,234	5,369	5,500	5,662	應付賬款周轉天數	166.6	162.4	162.4	162.4	162.4
非控股權益	1,253	1,487	1,525	1,563	1,610	存貨周轉天數	82.0	96.3	83.5	83.5	83.5
總權益	5,404	6,721	6,894	7,063	7,272	有效稅率(%)	(2.2)	1.4	1.2	1.2	1.2
淨現金(負債)	682	-346	154	629	1,056						

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn