

审慎增持 (维持)

0981.HK 中芯国际

港股通 (沪、深)

目标价: 8.2 港元

现价: 6.35 港元

研发稳步推进, 静待长期果实

2018年11月10日

预期升幅: 29.5%

主要财务指标

市场数据

日期	2018-11-9
收盘价(港元)	6.35
总股数(百万)	5,039
总市值(百万港元)	31,998
净资产(百万美元)	5,375
总资产(百万美元)	13,368
每股净资产(美元)	1.07

数据来源: Wind

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万美元)	3,101	3,345	3,368	3,847
同比增长	6.4%	7.9%	0.7%	14.2%
归母净利润(百万美元)	180	167	62	316
同比增长	-52.3%	-7.1%	-63.0%	411.9%
毛利率	23.9%	22.0%	17.3%	24.3%
净利率	4.1%	3.1%	0.2%	7.6%
净资产收益率	1.9%	1.3%	0.1%	3.2%
基本每股收益(美元)	0.04	0.03	0.01	0.06
每股经营现金流(美元)	0.23	0.26	0.28	0.35

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《产能利用率回升, 14nm 制程推进顺利》-2018.08.12

《正在弯道超车, 长期优势显现》-2018.03.25

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

王文洲

wangwenzhou@xyzq.com.cn

SFC: ARO923

SAC: S0190118060102

曹萌

caomeng@xyzq.com.cn

SAC: S0190118070147

投资要点

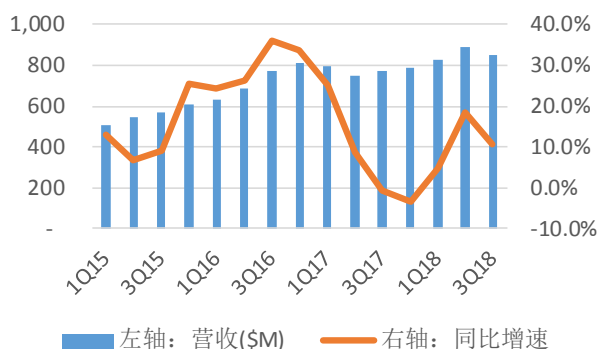
- **3Q18 业绩情况:** 2018 年第三季度, 公司收入 8.51 亿美元, QoQ -4.5%, 若剔除一次性技术授权收入, QoQ +1.5%; 毛利率 20.5%, 对比 2Q18 剔除非经常收入后毛利率为 19.7%; 归母净利润 0.27 亿美元, QoQ -48.5%。
- **4Q18 业绩指引:** 收入在 7.73 亿美元~7.89 亿美元, 毛利率在 15%~17%, Non-GAAP 经营费用在 2.26~2.3 亿美元, 少数股东损益为 0.20~0.22 亿美元。
- **近期市场需求低迷, 业绩存在一定压力。** 整体看终端需求低迷, 以手机为例, 2018 年前三季国内手机出货量同比下滑 17.0%, 目前手机库存较高, 客户订单保守。再叠加季节性低谷, 未来两个季度需求偏弱。
- **研发稳步推进, 静待长期技术突破的果实。** 公司 28nm HKC+ 已完成研发, 正在扩充 28nm IP 集来满足更多客户, 28nm HKMG 竞争力增强。第一代 FinFET 技术已完成商业准备, 正处于客户 IP 验证阶段, 预计 2019 年下半年量产, 未来将应用于 4G LTE、5G、AI、IoT 等领域芯片。未来公司还将研发第二代 FinFET 技术, 不断缩小与第一梯队的技术差距。
- **投资建议:** 我们认为公司长期投资逻辑不变, 看好公司坚定发展先进制程的战略, 公司未来有望成为国际市场上仅次于台积电和三星的晶圆代工大厂, 背靠国内半导体产业需求, 长期价值不减。我们预测公司 2018/19/20 年每股净资产为 1.09/1.11/1.17 美元, 考虑到近期的业绩压力, 按 2019 年 0.95 倍 PB 估值, 给予公司目标价 8.2 港元, 距现价有 29.5% 的涨幅空间, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 终端需求持续低迷、研发进展不顺、市场价格竞争



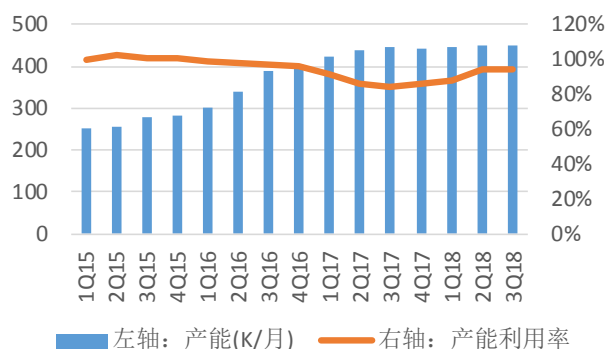
- **3Q18 业绩情况:** 2018 年第三季度, 公司收入 8.51 亿美元, QoQ -4.5%, 若剔除一次性技术授权收入, QoQ +1.5%; 毛利率 20.5%, 对比 2Q18 剔除非经常收入后毛利率为 19.7%; 归母净利润 0.27 亿美元, QoQ -48.5%。**4Q18 业绩指引:** 收入在 7.73 亿美元~7.89 亿美元, 毛利率在 15%~17%, Non-GAAP 经营费用在 2.26~2.3 亿美元, 少数股东损益为 0.20~0.22 亿美元。

图1、中芯国际季度营收及增速



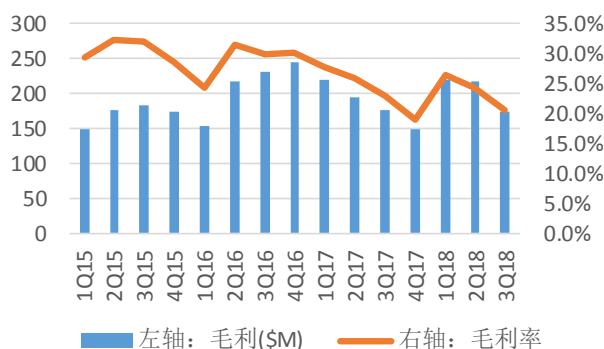
资料来源: 公司季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、中芯国际季度产能及产能利用率



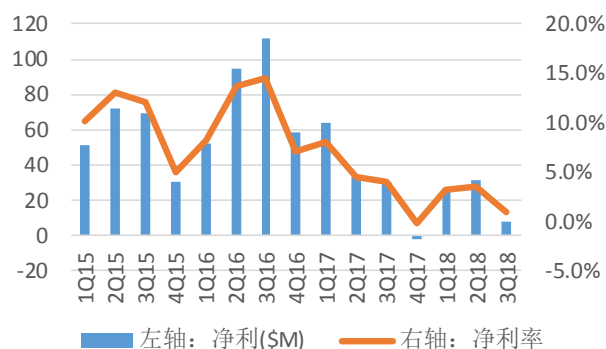
资料来源: 公司季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、中芯国际季度毛利及毛利率



资料来源: 公司季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

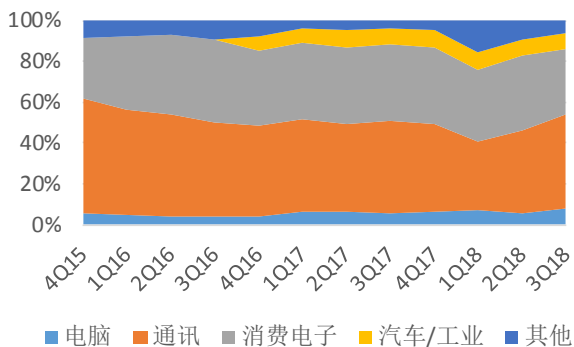
图4、中芯国际季度净利及净利率



资料来源: 公司季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

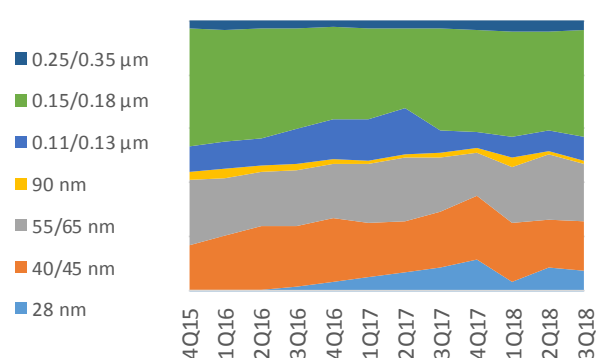
- **近期市场需求低迷, 业绩存在一定压力。**整体看终端需求低迷, 以手机为例, 2018 年前三季度国内手机出货量同比下滑 17.0%, 目前手机库存较高, 客户订单保守。再叠加季节性低谷, 未来两个季度需求偏弱。

图5、中芯国际收入结构按应用



资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、中芯国际收入结构按制程



资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **研发稳步推进，静待长期技术突破的果实。**公司 28nm HKC+已完成研发，正在扩充 28nm IP 集来满足更多客户，28nm HKMG 竞争力增强。第一代 FinFET 技术已完成商业准备，正处于客户 IP 验证阶段，预计 2019 年下半年量产，未来将应用于 4G LTE、5G、AI、IoT 等领域芯片。未来公司还将研发第二代 FinFET 技术，不断缩小与第一梯队的技术差距。
- **投资建议：**我们认为公司长期投资逻辑不变，看好公司坚定发展先进制程的战略，公司未来有望成为国际市场上仅次于台积电和三星的晶圆代工大厂，背靠国内半导体产业需求，长期价值不减。我们预测公司 2018/19/20 年每股净资产为 1.09/1.11/1.17 美元，考虑到近期的业绩压力，按 2019 年 0.95 倍 PB 估值，给予公司目标价 8.2 港元，距现价有 29.5% 的涨幅空间，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**终端需求持续低迷、研发进展不顺、市场价格竞争

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,169	4,281	4,072	4,286	营业收入	3,101	3,345	3,368	3,847
货币资金	1,838	1,852	1,568	1,630	营业成本	-2,360	-2,609	-2,785	-2,913
应收账款	616	669	674	769	毛利	741	736	583	935
存货	623	678	724	757	销售费用	-36	-37	-38	-44
其他	1,092	1,081	1,107	1,130	管理费用	-198	-184	-185	-212
非流动资产	7,749	9,068	9,773	10,323	研发支出	-427	-452	-418	-462
固定资产	6,523	7,850	8,556	9,111	财务费用	-18	-20	-20	-20
无形资产	220	215	202	182	其他	66	63	83	103
预付租金	97	97	97	97	税前利润	128	107	6	300
长期股权投资	790	799	812	828	所得税	-2	-2	0	-6
其他	119	105	105	105	净利润	126	105	6	294
资产总计	11,918	13,348	13,846	14,610	少数股东损益	-53	-62	-56	-22
流动负债	1,907	2,030	2,109	2,167	归属母公司净利润	180	167	62	316
短期借款	441	441	441	441	EPS(元)	0.04	0.03	0.01	0.06
应付账款	1,050	1,174	1,253	1,311	主要财务比率				
其他	416	416	416	416	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
非流动负债	3,290	3,290	3,290	3,290	成长性				
长期借款	1,744	1,744	1,744	1,744	营业收入增长率	6.4%	7.9%	0.7%	14.2%
其他	1,546	1,546	1,546	1,546	营业利润增长率	-63.2%	-10.8%	-96%	6157.5%
负债合计	5,197	5,321	5,400	5,457	净利润增长率	-60.0%	-17.0%	-94%	4868.8%
股本	20	20	20	20	盈利能力				
储备	5,149	5,489	5,551	5,867	毛利率	23.9%	22.0%	17.3%	24.3%
归母权益	5,169	5,510	5,571	5,888	净利率	4.1%	3.1%	0.2%	7.6%
少数股东权益	1,552	2,518	2,875	3,265	ROE	1.9%	1.3%	0.1%	3.2%
股东权益合计	6,721	8,027	8,446	9,152	偿债能力				
负债及权益合计	11,918	13,348	13,846	14,610	资产负债率	43.6%	39.9%	39.0%	37.4%
					流动比率	2.19	2.11	1.93	1.98
					速动比率	1.86	1.77	1.59	1.63
					营运能力(次)				
					资产周转率	0.26	0.25	0.24	0.26
					应收帐款周转率	5.03	5.00	5.00	5.00
					每股资料(美元)				
					每股收益	0.04	0.03	0.01	0.06
					每股经营现金	0.23	0.26	0.28	0.35
					每股净资产	1.05	1.09	1.11	1.17
					估值比率(倍)				
					PE	22.2	24.5	66.2	12.9
					PB	0.77	0.74	0.73	0.69

现金流量表				
单位:百万美元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	128	107	6	300
折旧和摊销	971	1,171	1,369	1,529
财务费用	18	20	20	20
营运资金的变动	28	15	29	-72
其他	-9	-20	-20	-20
所得税	-2	-2	0	-6
经营活动产生现金流量	1,135	1,291	1,404	1,751
投资活动产生现金流量	-2,717	-2,478	-2,101	-2,102
融资活动产生现金流量	1,272	1,201	413	413
现金净变动	-288	14	-284	62
现金的期初余额	2,126	1,838	1,852	1,568
现金的期末余额	1,838	1,852	1,568	1,630

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、掟蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司和朗诗绿色集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

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。本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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。