

中芯国际(981 HK, HK\$0.89, 未评级) — 良好的发展前景和稳定的利润率

❖ **2016 上半年业绩回顾和 2016 三季度展望。**由于晶圆出货量增长喜人，中芯国际在 2016 上半年录得 13.25 亿美元的收入，同比增长 25.4%。受到强劲的 40-45 纳米制程需求的推动，总晶圆出货量在 2016 年上半年达到 1,803,170 片（折合 8 寸晶圆），同比增长 26.6%。然而在北京的晶圆厂新产能在 2015 年底开始投入运营，这大大提高了折旧费用，因此毛利润的增长落后于收入增长。不过也因为在北京的新晶圆产能投产，前期投入成本大幅减少，Non-GAAP 运营成本占收入比率从 2015 年上半年的 19.9% 下降到 2016 年上半年的 15.5%。Non-GAAP 运营支出在 2016 年上半年为 2.06 亿美元，同比下降 2.4%。EBITDA 利润率也因此由 2015 年上半年的 33.9% 攀升至 2016 年上半年的 39.0%。展望 2016 第三季度，公司预计会实现 8-11% 的收入环比增长。除了内在的收入增长外，于 2016 年 7 月收购的汽车 CMOS 图像传感器晶圆代工厂商 LFoundry，也预计为中芯国际在 2016 第三季度带来约 2,000-3,000 万美元的收入。中芯国际预计在 2016 第三季度毛利率将会在 28% 至 30% 左右，Non-GAAP 运营成本将会在 1.4-1.45 亿美元左右。

❖ **资本支出看齐收入增长。**中芯国际计划在 2016 年投入 25 亿美元的资本支出，大概为 2015 年资本支出的两倍，主要是针对开发新产能和 14 纳米制程的研发活动。尽管资本支出飞涨，管理层认为以后产能扩张将会与收入增长保持一致，因为未来公司会在敲定新一年的新订单之后再制定来年的资本支出计划。因此资本开支的增长很可能会从 2017 年开始放慢。对于新增加的产能，中芯国际将根据客户的需求和重要程度相应地分配给不同的产品。同时它也计划将研发费用占收入比例维持在目前的水平（包括政府的补贴，2016 年预测为 7,200 万美元）。

❖ **强劲的收入增长。**公司认为中芯国际的收入从 2016 到 2020 年可以实现 20% 左右的复合年增长率，股本回报率可以上升至 10% 或以上。而毛利率和净利率受到一系列因素的影响——包括利润率较高的产品出货比例增加，折旧费用攀升，产量上升引起单位经营成本下降，以及已经非常高的产能利用率，料将保持稳定。另一方面，中芯国际将继续加大对 28 纳米制程的投入和支持，以帮助客户从 40 纳米向 28 纳米制程的工艺迁移。28 纳米制程目前的收入占比只有很小的一部分，且并未实现盈亏平衡。不过对 28 纳米制程的开发不太可能损害公司的盈利能力，因为中芯国际目前要在满足 40 纳米制程的强劲需求和产能扩张之间取得平衡，这意味着，当公司有更多的可用资源并且 28 纳米制程的生产效率大大提高时，中芯国际才会逐步地提高 28 纳米制程的生产。

财务资料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15A
营业额(百万美元)	2,069	1,970	2,236
净利润(百万美元)	173	153	253
每股收益(分美元)	-11.6	42.4	0.68
每股收益变动(%)	618.3	-11.6	42.4
市盈率(x)	21.0	23.7	16.7
市帐率(x)	1.4	1.2	1.1
股息率(%)	NA	NA	NA
权益收益率(%)	7.3	4.6	6.7
净财务杠杆率(%)	19.3	1.4	3.4

来源: 公司及彭博

中芯国际(981 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$0.89
市值(港币百万)	37,591
过去 3 月平均交易(港币百万)	191.27
52 周高/低(港币)	0.91/0.58
发行股数(百万)	42,073.7
主要股东	大唐电信科技(18.25%)

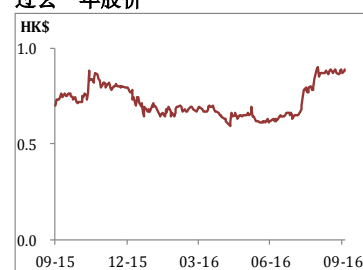
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	1.1%	-0.2%
3 月	39.7%	22.9%
6 月	27.5%	100.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司的关联机构在过去 12 个月内与报告中提到的公司有投资银行业务的关系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的 “主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。