

中芯國際(981 HK, HK\$0.89, 未評級) — 良好的發展前景和穩定的利潤率

❖ **2016 上半年業績回顧和 2016 三季度展望。**由於晶圓出貨量增長喜人，中芯國際在 2016 上半年錄得 13.25 億美元的收入，同比增長 25.4%。受到強勁的 40-45 納米制程需求的推動，總晶圓出貨量在 2016 年上半年達到 1,803,170 片（折合 8 寸晶圓），同比增長 26.6%。然而在北京的晶圓廠新產能在 2015 年底開始投入運營，這大大提高了折舊費用，因此毛利潤的增長落後於收入增長。不過也因為在北京的新晶圓產能投產，前期投入成本大幅減少，Non-GAAP 運營成本佔收入比率從 2015 年上半年的 19.9% 下降到 2016 年上半年的 15.5%。Non-GAAP 運營支出在 2016 年上半年為 2.06 億美元，同比下降 2.4%。EBITDA 利潤率也因此由 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，公司預計會實現 8-11% 的收入環比增長。除了內在的收入增長外，於 2016 年 7 月收購的汽車 CMOS 圖像感測器晶圓代工廠商 LFoundry，也預計為中芯國際在 2016 第三季度帶來約 2,000-3,000 萬美元的收入。中芯國際預計在 2016 第三季度毛利率將會在 28% 至 30% 左右，Non-GAAP 運營成本將會在 1.4-1.45 億美元左右。

❖ **資本支出看齊收入增長。**中芯國際計畫在 2016 年投入 25 億美元的資本支出，大概為 2015 年資本支出的兩倍，主要是針對開發新產能和 14 納米制程的研發活動。儘管資本支出飛漲，管理層認為以後產能擴張將會與收入增長保持一致，因為未來公司會在敲定新一年的新訂單之後再制定來年的資本支出計畫。因此資本開支的增長很可能會從 2017 年開始放慢。對於新增加的產能，中芯國際將根據客戶的需求和重要程度相應地分配給不同的產品。同時它也計畫將研發費用佔收入比例維持在目前的水準（包括政府的補貼，2016 年預測為 7,200 萬美元）。

❖ **強勁的收入增長。**公司認為中芯國際的收入從 2016 到 2020 年可以實現 20% 左右的複合年增長率，股本回報率可以上升至 10% 或以上。而毛利率和淨利率受到一系列因素的影響——包括利潤率較高的產品出貨比例增加，折舊費用攀升，產量上升引起單位經營成本下降，以及已經非常高的產能利用率，料將保持穩定。另一方面，中芯國際將繼續加大對 28 納米制程的投入和支援，以說明客戶從 40 納米向 28 納米制程的工藝遷移。28 納米制程目前的收入佔比只有很小的一部分，且並未實現盈虧平衡。不過對 28 納米制程的開發不太可能損害公司的盈利能力，因為中芯國際目前要在滿足 40 納米制程的強勁需求和產能擴張之間取得平衡，這意味著，當公司有更多的可用資源並且 28 納米制程的生產效率大大提高時，中芯國際才會逐步地提高 28 納米制程的生產。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
營業額 (百萬美元)	2,069	1,970	2,236
淨利潤 (百萬美元)	173	153	253
每股收益 (分美元)	-11.6	42.4	0.68
每股收益變動 (%)	618.3	-11.6	42.4
市盈率(x)	21.0	23.7	16.7
市帳率 (x)	1.4	1.2	1.1
股息率 (%)	NA	NA	NA
權益收益率 (%)	7.3	4.6	6.7
淨財務槓杆率 (%)	19.3	1.4	3.4

來源：公司、彭博

中芯國際(981 HK)

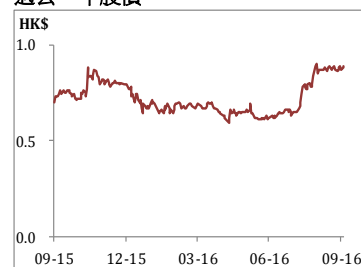
評級	未評級
收市價	HK\$0.89
市值 (港幣百萬)	37,591
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	191.27
52 周高/低 (港幣)	0.91/0.58
發行股數 (百萬)	42,073.7
主要股東	大唐電信科技(18.25%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	1.1%	-0.2%
3 月	39.7%	22.9%
6 月	27.5%	100.9%

來源：彭博

過去一年股價


來源：彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司的關聯機構在過去 12 個月內與報告中提到的公司有投資銀行業務的關係。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。