

2023年05月24日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

晶圆代工龙头，产能扩张与技术追赶并举 买入（首次）

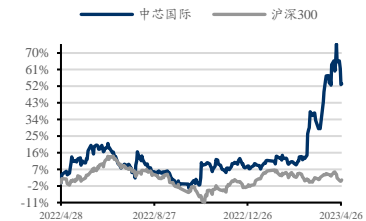
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	49,516	44,543	52,478	63,213
同比	39%	-10%	18%	20%
归属母公司净利润（百万元）	12,133	5,924	8,801	12,010
同比	13%	-51%	49%	36%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.53	0.75	1.11	1.52
P/E（现价&最新股本摊薄）	41.01	84.00	56.54	41.43

关键词：#进口替代

投资要点

- 世界领先的集成电路晶圆代工企业：**中芯国际是世界领先的集成电路晶圆代工企业之一，工艺平台包含先进逻辑平台、成熟逻辑平台以及特殊工艺平台，向全球客户提供 0.35 μm 到 FinFET 不同技术节点的晶圆代工与技术服务。公司 2022 全年营收 495.2 亿元 (YoY+39%)，毛利率为 38.3% (YoY+9pct)，归母净利润 121.3 亿元 (YoY+13.0%)，均创历史新高。2022 年公司销售的约当 8 英寸晶圆数量为 709.8 万片，同比增加 5.2%。从收入结构看，2022 年智能手机、智能家居、消费电子及其他收入占比分别为 27.0%、14.1%、23.0% 和 35.5%；按照晶圆尺寸分类，8 英寸、12 英寸收入占比分别为 33.0%、67.0%。
- 半导体行业静待筑底反弹：**受市场整体需求影响，全球半导体行业的销售额连续 7 个月同比下滑，行业景气度筑底。从下游智能手机/PC/可穿戴设备/新能源车预计出货量看，市场将在 2023 年迎来需求复苏，并且根据几大晶圆代工大厂的预计，产业链库存调整周期持续至 23 上半年，预计下半年将恢复。22Q4 公司 8 英寸晶圆当季出货量已降至 1574068 片，产能利用率降为 79.5%，展望 2023 年一季度，公司预计销售收入环比下降 10%-12%，毛利率在 19%-21% 之间。随着下游需求回暖，公司产能利用率预计在未来 2-3 个季度内有望触底回升。
- 资本开支维持高位，逆周期扩产成熟制程：**公司的主要收入来源于特色工艺以及成熟逻辑平台，0.18 μm 以及 55/65nm 这两部分占收入比例一半以上。公司 2022 年资本开支为 63.5 亿美元，年底产能达到 71.4 万片/月（折合 8 英寸），同比增长 15%。公司四个 12 英寸新厂项目持续推进，2022 年底，中芯深圳进入投产阶段，中芯京城进入试产阶段，中芯临港完成主体结构封顶，中芯西青开始土建。展望 2023 年，公司预计全年营收同比降幅为低十位数，毛利率在 20% 左右，资本开支较 2022 年大致持平，到年底月产能增量与 2022 年相近。
- AI 科技革命趋势日益显著，先进制程加速追赶：**随着先进制程工艺成本不断上升，当前只有台积电、三星、英特尔仍留在先进制程赛道上，公司是唯一的先进制程挑战者。中芯国际在 2019 年下半年正式开始量产 14nm FinFET，成为继台积电、三星、格罗方德、联电后的第五家掌握该技术并能够量产的厂商。且后续 12 纳米、7 纳米等制程开发均可继续沿用 FinFET 结构成果。AI 科技革命趋势日益显著，作为当前的先进制程挑战者，公司有望在 AI 趋势的发展中起到重要作用。
- 盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2023-2025 年收入为 445 /525/632 亿元，归母净利润为 59.2/88.0/120.1 亿元，对应 P/E 为 84.0/56.5/41.4 倍，P/B 为 3.57/3.36/3.10 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求回暖不及预期风险；设备交付不及预期；成熟制程产能过剩风险；受实体清单影响加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	58.29
一年最低/最高价	36.20/66.50
市净率(倍)	3.46
流通 A 股市值(百万元)	114,097.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.86
资产负债率(% ,LF)	33.89
总股本(百万股)	7,923.86
流通 A 股(百万股)	1,957.40

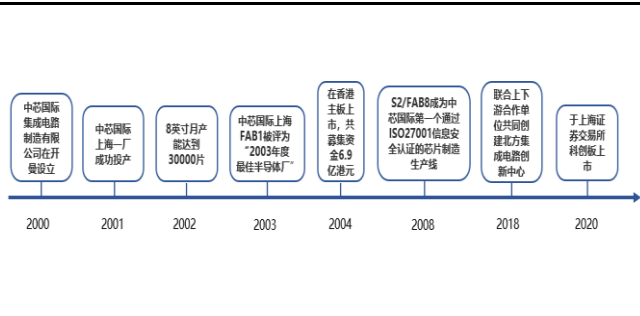
相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢马天翼、鲍翊颖和方学清的指导。

1. 中芯国际：国内首屈一指的晶圆代工厂

公司是世界领先的集成电路晶圆代工企业之一，向全球客户提供 0.35 μm 到 FinFET 不同技术节点的晶圆代工与技术服务。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

图2：公司业务图



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

公司积极扩充产能，高水平资本支出支撑公司扩产计划与先进制程突破。

表1：公司 12 英寸晶圆厂扩产节奏

晶圆厂	地点	投资金额	工艺制程	产能	时间
中芯深圳	深圳	23.5 亿美元	12 英寸 28nm 及以上	4 万片/月	2022 年底投产
中芯京城	北京	497 亿元	12 英寸 28nm 及以上	10 万片/月	2022 年底试生产，预计 2024 完工
中芯临港	上海	88.7 亿美元	12 英寸 28nm 及以上	10 万片/月	2022 年 1 月开工
中芯西青	天津	75 亿美元	12 英寸 28nm 及以上	10 万片/月	2022 年 9 月开工

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

2. 半导体行业静待筑底反弹，国产替代空间广阔

半导体产业景气度 23Q3 有望迎反弹。受整体需求影响，全球半导体行业的销售额连续 7 个月同比下滑，行业景气度筑底。伴随经济回暖及消费复苏，行业龙头厂商如应材、泛林、东电等半导体设备大厂均预期市场会在 2023 年下半年迎来复苏。

AI 趋势下对高算力芯片、存储芯片的增量需求拉动高制程晶圆需求。根据亿欧智库测算，2025 年中国人工智能核心产业市场规模将达到 4000 亿元 2019-2025CAGR 预计达 31.2%；中国 AI 芯片市场规模将达 1780 亿元，2019-2025CAGR 预计为 42.9%。

晶圆代工市场寡头集中，CR5 超 90%，其中台积电是晶圆代工行业绝对的领导者，营收占比超过 50%。晶圆代工行业资金壁垒高。随着制程提升，晶圆代工难度显著提升。晶圆代工技术迭代快，利于头部代工厂。

成熟工艺仍是主流，国内外厂商加码布局，未来推动更加先进制程的领跑者，将只剩台积电、三星、英特尔，而中芯国际作为持续投入的赶超者，也将先进制程的竞争队伍。成熟制程长期占比将维持在 7 成以上。

先进半导体设备技术主要由美欧日等国主导。我国半导体材料国产替代率较低，

核心材料加速国产化日益迫切。

3. 中芯国际：成熟制程贡献主要收入，先进制程加速追赶

公司产能布局结构合理，产品结构丰富。受半导体行业周期波动影响，产能利用率有望于 23H2 探底回升。

中芯国际的主要收入来源于特殊工艺以及成熟逻辑平台。成熟制程具备国际竞争力。未来 2-3 年内中芯国际成熟制程有望持续扩产。特色工艺具备较强竞争力，覆盖下游主要应用领域：中芯国际特色工艺覆盖电源/模拟芯片、DDIC、IGBT、存储、射频等，制程覆盖 0.35um~24nm，下游领域涵盖手机、快充等消费电子，白电、工业变频、轨交等工业领域，电动汽车、智能电网等新能源领域和无线通讯、IoT 等通信领域。

先进制程：国内唯一先进制程晶圆厂，国产替代及 AI 趋势的奠基者。FinFET 技术可沿用至 5nm，公司有望加速突破制程。先进制程唯一挑战者，打开未来升级通道。先进产能稀缺性凸显，公司有望成为 AI 趋势的奠基者。

4. 盈利预测与投资评级

表2：2023-2025 年盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
收入合计（百万元）	49,516	44,543	52,478	63,213
——集成电路晶圆代工	45,293	40,744	48,002	57,822
——其他主营业务	3,591	3,230	3,806	4,584
——其他业务	631	568	669	806
毛利率	38.3%	20.5%	25.2%	27.5%
归母净利润（百万元）	12,133	5,924	8,801	12,010
净利率	24.5%	13.3%	16.8%	19.0%

数据来源：Wind，东吴证券（香港）

我们预测公司 2023-2025 年营业收入为 445.4、524.8、632.1 亿元，毛利率为 20.5%、25.2%、27.5%，归母净利率为 59.2、88.0、120.1 亿元。我们预计 2023 年下半年半导体产业链有望触底回暖，同时 AI 对高算力芯片和高制程晶圆的需求提升，我们认为，中芯国际作为中国大陆晶圆代工领头羊，产业链地位不容忽视，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

下游需求回暖不及预期风险；设备交付不及预期；成熟制程产能过剩风险；受实体清单影响加剧。

中芯国际三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	115,572	104,451	112,891	131,329	营业总收入	49,516	44,543	52,478	63,213
货币资金及交易性金融资产	77,539	76,027	73,695	97,433	营业成本(含金融类)	30,553	35,412	39,254	45,829
经营性应收款项	6,049	3,546	4,945	5,185	税金及附加	272	244	288	347
存货	13,313	6,360	15,447	10,014	销售费用	226	178	210	253
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,042	2,450	2,886	3,477
其他流动资产	18,671	18,518	18,804	18,697	研发费用	4,953	4,900	5,773	6,953
非流动资产	189,532	211,882	229,751	243,134	财务费用	-1,552	-2,267	-2,044	-3,211
长期股权投资	13,380	13,380	13,380	13,380	加:其他收益	1,946	2,227	2,886	3,161
固定资产及使用权资产	86,137	107,635	124,735	137,404	投资净收益	832	891	1,050	1,264
在建工程	45,762	46,033	46,223	46,356	公允价值变动	91	0	0	0
无形资产	3,428	4,008	4,588	5,168	减值损失	-442	-40	-40	-40
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	311	312	420	379
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	14,762	7,016	10,428	14,329
其他非流动资产	40,825	40,825	40,825	40,825	营业外净收支	-2	10	10	10
资产总计	305,104	316,333	342,642	374,463	利润总额	14,760	7,026	10,438	14,339
流动负债	47,855	41,914	47,669	54,798	减:所得税	106	56	84	147
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,283	11,283	13,283	15,283	净利润	14,654	6,970	10,354	14,192
经营性应付款项	4,146	3,946	4,971	5,444	减:少数股东损益	2,520	1,045	1,553	2,181
合同负债	13,898	10,624	11,776	13,749	归属母公司净利润	12,133	5,924	8,801	12,010
其他流动负债	20,527	16,062	17,638	20,322	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.53	0.75	1.11	1.52
非流动负债	55,544	65,744	75,944	86,144	EBIT	11,976	3,586	6,954	9,515
长期借款	46,790	56,790	66,790	76,790	EBITDA	27,363	26,997	34,845	41,892
应付债券	4,167	4,167	4,167	4,167	毛利率(%)	38.30	20.50	25.20	27.50
租赁负债	402	602	802	1,002	归母净利率(%)	24.50	13.30	16.77	19.00
其他非流动负债	4,185	4,185	4,185	4,185	收入增长率(%)	38.97	-10.04	17.81	20.46
负债合计	103,399	107,658	123,613	140,943	归母净利润增长率(%)	13.04	-51.17	48.56	36.47
归属母公司股东权益	133,372	139,296	148,097	160,408					
少数股东权益	68,333	69,378	70,931	73,113					
所有者权益合计	201,705	208,674	219,028	233,520					
负债和股东权益	305,104	316,333	342,642	374,463					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,591	31,605	30,682	56,438	每股净资产(元)	16.86	17.58	18.69	20.24
投资活动现金流	-69,468	-44,587	-44,321	-44,146	最新发行在外股份(百万股)	7,924	7,924	7,924	7,924
筹资活动现金流	23,269	11,470	11,308	11,446	ROIC(%)	5.09	1.31	2.36	2.97
现金净增加额	-6,361	-1,513	-2,331	23,738	ROE-摊薄(%)	9.10	4.25	5.94	7.72
折旧和摊销	15,388	23,410	27,891	32,377	资产负债率(%)	33.89	34.03	36.08	37.60
资本开支	-41,724	-45,478	-45,370	-45,411	P/E(现价&最新股本摊薄)	41.01	84.00	56.54	41.43
营运资本变动	6,031	1,668	-7,016	10,429	P/B(现价)	3.73	3.57	3.36	3.10

数据来源:Wind,东吴证券(香港),全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

