

2Q23 收入指引超预期

华泰研究

2023年5月15日 | 中国内地/中国香港

季报点评

半导体

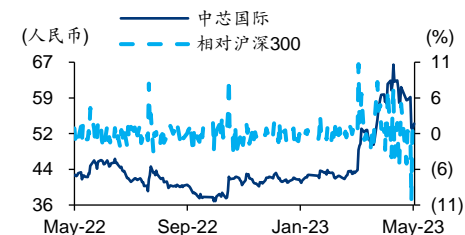
	981 HK	688981 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 30.00	人民币: 63.41

研究员	黄乐平, PhD	
SAC No. S0570521050001	leping.huang@htsc.com	
SFC No. AUZ066	+(852) 3658 6000	
研究员	陈旭东	
SAC No. S0570521070004	chenxudong@htsc.com	
SFC No. BPH392	+(86) 21 2897 2228	

基本数据

(港币/人民币)	981 HK	688981 CH
目标价	30.00	63.41
收盘价 (截至5月12日)	20.20	53.69
市值 (百万)	160,068	425,492
6个月平均日均成交额 (百万)	863.58	2,140
52周价格范围	14.84-25.75	36.83-66.48
BVPS	2.45	16.87

股价走势图



资料来源: Wind

1Q23 业绩符合预期, 2Q23 收入指引超预期

中芯国际 1Q23 业绩符合彭博一致预期: 收入环比下降 9.8%, 毛利率为 20.8%。公司预计 2Q23 收入环比增长 5%-7%, 高于格芯 (GFS) 和联电 (UMC) 等主要同业, 且较 BBG 一致预期 (环比持平) 高出 6.5%。我们认为中芯国际的指引超出 BBG 一致预期得益于疫情防控政策优化之后, 国内部分需求回暖 (如家电)。我们维持 2023-2025 年收入和净利润预测, 并将 H/A 股目标价由 25.00 港币/人民币 52.84 元上调至 30.00 港币/人民币 63.41 元, 基于 1.5 倍 2023 年预测 BVPS (2012 年以来 40%分位数水平) /AH 溢价率 132% (A 股上市以来区间下限)。维持“买入”评级。

鉴于中国客户市场份额增加使得 2Q23 收入指引超预期

中芯国际营收在经历了自 3Q22 以来的大幅下滑之后, 已从 2Q23 开始复苏, 尽管多数同业仍预计 2Q23 收入将持平或下降 (台积电 (TSMC): 环比下降 4%-9%, 格芯/联电: 环比持平)。中芯国际表示其 CMOS 图像传感器 (CIS)/高压驱动/LED 驱动芯片/显示驱动芯片 (DDIC) /Nand 闪存/Nor 闪存订单正在回暖。得益于以上因素, 中芯国际的 40/28 纳米制程已恢复满载。此外, 该公司表示其受益于部分终端客户市场份额增加及新品发布, 迎来部分急单。

产能扩张处于正轨

产能方面, 中芯国际 1Q23 资本开支 12.6 亿美元, 占年度预算的 20%。1Q23 中芯国际产能增加 18kwpm, 到 1Q23 末产能达到 732kwpm。管理层在业绩说明会上强调中芯深圳已进入量产, 将主打显示相关产品。中芯西青还在建设中, 将主打模拟和电源管理产品。中芯京城有望于 2H23 进入量产, 中芯东方预计 2023 年末通线; 至此, 中芯国际有望拥有多元化的平台。

基于 1.5 倍 2023 年预测 PB, 上调 A 股目标价至 63.41 元

我们维持 2023/2024/2025 年净利润预测 51.40/66.89/72.22 亿元。我们将中芯国际 H 股目标价从 25.00 港币上调至 30.00 港币, 以反映需求回暖以及 2Q23 收入指引超出预期。我们将中芯国际 A 股目标价从人民币 52.84 元上调至人民币 63.41 元, 基于 AH 溢价率 132% (A 股上市以来的下限)。

风险提示: 美国加强技术出口管制; 8 英寸和 12 英寸的产能扩产速度不及我们的预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	27,471	35,631	44,006	55,676	65,313
+/-%	39.32	33.63	23.51	26.52	17.31
归属母公司净利润 (人民币百万)	4,332	10,733	5,140	6,689	7,222
+/-%	185.68	6.79	(52.11)	30.13	7.97
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.55	1.35	0.65	0.84	0.91
ROE (%)	10.63	10.02	3.80	4.74	4.87
PE (倍)	98.20	39.64	82.77	63.60	58.91
PB (倍)	3.58	3.21	3.09	2.94	2.80
EV EBITDA (倍)	10.60	10.88	15.33	12.49	11.56

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

代工行业 1Q23 业绩与 2Q23 指引回顾

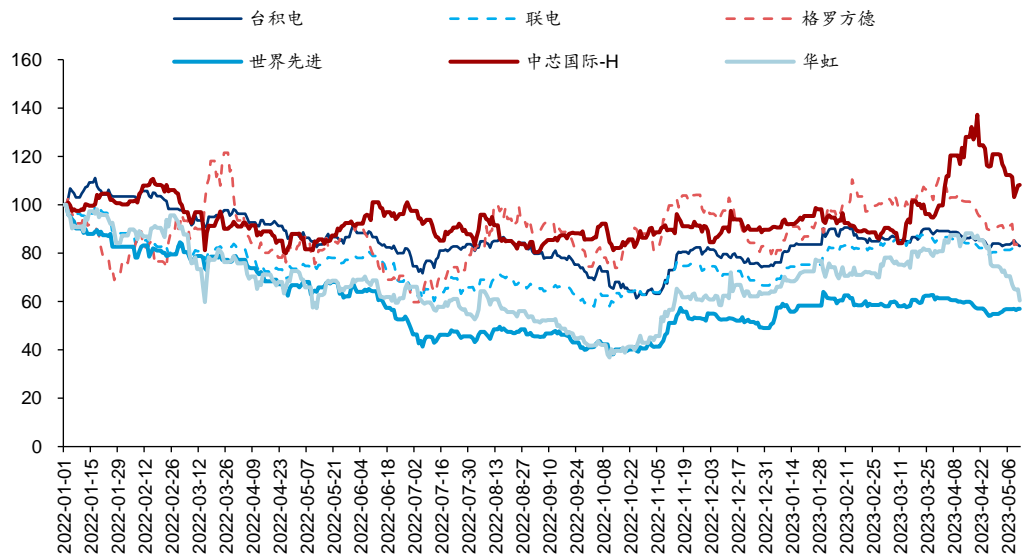
综合来看，行业指引分化。营收方面，台积电、格芯、联电和华虹预计 2Q23 营收将环比小幅下降或持平，而中芯国际和世界先进（Vanguard）则预计 2Q23 营收或复苏。受益于 DDIC 补库，世界先进预计 2Q23 营收有望环比增长 15%-20%，位居行业前列。中芯国际预计 2Q23 营收有望环比增长 5%-7%，这得益于智能家居、LED 驱动芯片和智能手机新品需求。然而，由于产能利用率仍然较低且折旧水平较高，公司预计 2Q23 毛利率为 19%-21%（中位数环比下降 0.8 个百分点），在同业中处于较低水平。

图表1：全球代工行业季度业绩及指引

公司	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	2023 全年
	A	A	A	A	A	A	A	A	A	指引	指引
收入环比增速											
2330 TT 台积电	0.2%	2.7%	11.4%	5.7%	12.1%	8.8%	11.4%	-1.2%	-16.1%	-9.1%~-4.3%	-5%~-2%
2303 TT 联电	1.5%	8.1%	9.8%	5.7%	7.3%	13.6%	4.6%	-10.0%	-20.1%	持平	-14%~-11%
5347 TT 世界先进	5.3%	10.6%	17.0%	6.4%	6.0%	13.4%	-12.9%	-28.2%	-14.5%	15%~20%	NA
GFS.O 格罗方德	2.7%	48.5%	4.9%	8.6%	5.0%	3.0%	4.1%	1.3%	-12.4%	-1.7%~0.5%	NA
981 HK 中芯国际*	12.5%	21.8%	5.5%	11.6%	16.6%	3.3%	0.2%	-15.0%	-9.8%	5%~7%	-14%~-11%
1347 HK 华虹半导体*	8.8%	15.7%	18.5%	17.0%	12.6%	4.4%	1.5%	0.0%	0.1%	持平	NA
毛利率											
2330 TT 台积电	52.4%	50.0%	51.3%	52.7%	55.6%	59.1%	60.4%	62.2%	56.3%	53.5%~55.5%	NA
2303 TT 联电	26.5%	31.3%	36.8%	39.1%	43.4%	46.5%	47.3%	42.9%	35.5%	34%~36%	NA
5347 TT 世界先进	38.1%	40.9%	45.8%	46.8%	48.4%	50.0%	45.0%	39.2%	30.0%	29%~31%	NA
GFS.O 格罗方德	7.0%	16.0%	17.6%	20.8%	24.2%	27.0%	29.4%	30.1%	28.5%	27.1%	NA
981 HK 中芯国际*	22.7%	30.1%	33.1%	35.0%	40.7%	38.4%	39.9%	32.0%	20.8%	19%~21%	20%
1347 HK 华虹半导体*	23.7%	23.7%	27.1%	29.3%	26.9%	33.6%	37.2%	38.2%	32.1%	25%~27%	NA
产能利用率											
2330 TT 台积电	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	NA
2303 TT 联电	104.0%	103.0%	105.0%	105.0%	104.0%	103.7%	103.0%	90.0%	70.0%	70%~72%	NA
5347 TT 世界先进	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	NA	NA
GFS.O 格罗方德	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	NA	NA
981 HK 中芯国际*	98.7%	100.4%	100.4%	99.4%	100.4%	97.1%	92.1%	79.5%	68.1%	NA	NA
1347 HK 华虹半导体*	104.2%	103.0%	111.0%	105.0%	106.0%	109.7%	110.8%	103.2%	103.5%	NA	NA
ASP (USD, 等效8寸)											
2330 TT 台积电	1,709	1,778	1,814	1,878	2,067	2,124	2,262	2,392	2,303	NA	NA
2303 TT 联电	649	675	803	839	881	927	914	999	974	持平	NA
5347 TT 世界先进	471	511	573	599	600	660	700	707	645	NA	NA
GFS.O 格罗方德	1,150	1,210	1,241	1,320	1,380	1,406	1,447	1,610	1,601	NA	NA
981 HK 中芯国际*	708	770	823	917	1,001	1,009	1,061	1,030	1,168	NA	NA
1347 HK 华虹半导体*	436	464	478	496	544	580	597	607	605	NA	NA

资料来源：公司财报，Wind，华泰研究

图表2：代工厂股价相对涨跌幅



注：取自 2023/5/12 的收盘价，2022/1/1 的收盘价记作 100

资料来源：Wind，华泰研究

中芯国际 1Q23 业绩回顾

1Q23 业绩符合一致预期

中芯国际 1Q23 营收为 14.62 亿美元（环比下降 9.8%，同比下降 20.6%），符合一致预期（14.35 亿美元）。毛利率为 20.8%（环比下降 11.2 个百分点，同比下降 19.9 个百分点），符合公司指引（19%-21%）及彭博一致预期（20.4%）。1Q23 营收和毛利率下降主因终端消费者需求疲软以及供应链去库存的影响持续。中芯国际归母净利润为 2.31 亿美元（环比下降 40.2%，同比下降 48.3%）。

图表3：中芯国际季度业绩及指引

(美元 百万)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q23	1Q23	2Q23	2Q23
	A	A	A	A	A	(华泰)	(华泰)	(华泰)	一致预期	指引	一致预期	指引
产能以及稼动率												
8寸	295	302	315	318	325							
12寸-成熟制程	142	150	159	161	166							
12寸-先进制程	15	15	15	15	15							
产能总计(千片)	649	674	706	714	732							
环比增长	4.5%	3.8%	4.8%	1.1%	2.6%							
稼动率	100.4%	97.1%	92.1%	79.5%	68.1%							
出货量(折合8寸, 片)	1,840,189	1,886,530	1,797,671	1,574,064	1,251,715							
收入	1,842	1,903	1,907	1,621	1,462	1,443	1,760	1,703	1,435	1,427-1,454	1,456	1,565
同比增长	66.8%	41.6%	34.8%	2.6%	-20.6%	-24.2%	-7.7%	5.1%				
环比增长	16.6%	3.3%	0.2%	-15.0%	-9.8%	0.0%	22.0%	-3.2%	-11.5%	0%--12%	0%	5-7%
晶圆代工收入	1,704	1,791	1,764	1,477	1,347							
环比增长	20.5%	5.1%	-1.5%	-16.3%	-8.8%							
晶圆单价	926	949	981	938	1076							
环比增长	12.8%	2.5%	3.4%	-4.4%	14.7%							
营业成本	-1,092	-1,153	-1,165	-1,103	-1,158							
毛利	750	750	742	519	305	260	364	357				
调整后期间费用	-269	-316	-343	-333	-276							
EBITDA	1,136	1,220	1,192	1,063	951							
环比增长	-2.6%	7.4%	-2.3%	-10.8%	-10.5%							
CAPEX	869	1672	1822	1987	1259							
折旧及摊销	534	557	576	604	631							
营业利润	536	539	478	282	83							
环比增长	28.0%	0.6%	-11.4%	-40.9%	-70.5%							
非营业收益	38	97	107	137	193							
税前收益	574	636	585	419	276							
所得税	-5	-7	-10	6	-9							
少数股东权益	-122	-115	-104	-40	-36							
归属母公司净利	447	514	471	386	231	156	208	204				
同比增长	181.1%	-25.2%	46.7%	-27.8%	-48.3%	-69.6%	-55.9%	-47.0%				
环比增长	-16.2%	15.1%	-8.5%	-18.1%	-40.1%	-10.0%	33.0%	-1.6%				
比率 (%)												
毛利率	40.7%	39.4%	38.9%	32.0%	20.8%	18.0%	20.7%	21.0%	20.4%	19%-21%	19.2%	19%-21%
EBITDA利润率	61.7%	64.1%	62.5%	65.6%	65.1%							
营业利润率	29.1%	28.3%	25.1%	17.4%	5.7%							
税前收益率	31.2%	33.4%	30.7%	25.9%	18.9%							
净利率	24.3%	27.0%	24.7%	23.8%	15.8%							

注：按照截至 2023 年 5 月 12 日最新 Wind 汇率换算列示为美元（1USD=6.93RMB）

资料来源：公司财报，Wind，华泰研究

盈利预测

1) 中芯国际 H 股: 我们维持 2023/2024/2025 年总产能预测 807/968/1,133kwpm (等效 8 英寸), 并维持产能利用率预测。由此, 我们维持 2023/2024/2025 年收入预测 63.50 亿/80.33 亿/94.24 亿美元和毛利率预测 20.0%/22.0%/22.0%。我们维持净利润预测 7.42 亿/9.65 亿/10.42 亿美元。

2) 中芯国际 A 股: 我们维持 2023/2024/2025 年归母净利润预测人民币 51.4 亿/66.9 亿/72.2 亿元。

图表4: 中芯国际业绩预测

(美元 百万)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	A	A	A	(华泰)	(华泰)	(华泰)
产能以及稼动率						
8寸	235	275	295	348	378	408
12寸-成熟制程	112	139	142	189	247	307
12寸-先进制程	15	15	15	15	15	15
产能总计(千片)	521	621	714	807	968	1133
同比增长	25.0%	19.2%	15.0%	13.0%	19.9%	17.1%
稼动率	98.0%	98.0%	92.0%	74.5%	82.3%	82.5%
出货量 (折合8寸, 片)	5,698,624	6,747,190	7,098,454	6,799,950	8,762,220	10,393,470
收入	3,907	5,443	7,273	6,350	8,033	9,424
同比增长	25.0%	39.3%	33.6%	-12.7%	26.5%	17.3%
晶圆代工收入	3,475	4,982	6,736	5,866	7,525	8,901
同比增长	20.0%	43.4%	35.2%	-12.9%	28.3%	18.3%
晶圆单价	609.8	737.5	948.9	862.6	858.9	856.4
同比增长	5.8%	20.9%	28.7%	-9.1%	-0.4%	-0.3%
营业成本	-2,986	-3,767	-4,512	-5,080	-6,266	-7,351
毛利	921	1,676	2,762	1,270	1,767	2,073
调整后期间费用	-1,274	-1,292	-1,261	-1,060	-1,315	-1,541
EBITDA	1,879	3,700	4,251	3,210	4,152	4,832
同比增长	52.1%	96.9%	14.9%	-24.5%	29.4%	16.4%
CAPEX	5,309	4,530	6,315	6,315	6,000	6,000
折旧及摊销	1,313	1,869	2,300	2,800	3,200	3,800
营业利润	239	1,393	1,501	210	452	532
同比增长	524.0%	346.0%	31.8%	-86.0%	115.8%	17.7%
非营业收益	425	448	378	378	378	378
税前收益	664	1,840	2,214	825	1,057	1,138
所得税	-68	-80	-16	-33	-42	-46
少数股东权益	46	-59	-380	50	50	50
归属母公司净利	596	1,702	1,818	742	965	1,042
同比增长	205.0%	138.0%	6.8%	-59.2%	30.1%	8.0%
比率 (%)						
毛利率	23.6%	30.8%	38.0%	20.0%	22.0%	22.0%
EBITDA利润率	48.1%	68.0%	58.4%	50.5%	51.7%	51.3%
营业利润率	6.1%	25.6%	20.6%	3.3%	5.6%	5.7%
税前收益率	17.0%	33.8%	30.4%	13.0%	13.2%	12.1%
净利率	15.3%	31.3%	25.0%	11.7%	12.0%	11.1%

资料来源: 公司财报, Wind, 华泰研究预测

1Q23 业绩说明会信息汇总

- 1) **营收:** 中芯国际表示 1Q23 工业和汽车行业需求相对稳定, 手机和消费电子产品库存高企。旧产品(尤其是量大价低的标准产品)需求显著下降。综合来看, 中芯国际 1Q23 营收为 14.62 亿美元(同比下降 20.6%, 环比下降 9.8%), 主因利用率下降(68.1%, 环比下降 11.4 个百分点)。
- 2) **平均售价和毛利率:** 平均售价环比增长 14.7%至 1,076 美元, 主因 8 英寸低端 CIS、指纹识别芯片和 DDIC 等低端产品的订单减少。毛利率为 20.8% (环比下降 6.9 个百分点, 同比下降 19.9 个百分点), 主因产能利用率降低及折旧压力增加(环比增长 15.8%, 同比增长 21.2%), 但符合公司此前指引(19%-21%)及彭博一致预期(20.4%)。
- 3) **产能扩张:** 公司产能持续爬坡; 截至 1Q23, 总产能达到 732kwpm (同比增长 12.8%, 环比增长 2.6%), 产能利用率为 68.1% (环比下降 11.4 个百分点)。从四个新建的 12 英寸工厂项目来看, 中芯深圳已进入量产, 主打高压驱动芯片、CIS 和功率器件; 中芯西青还在建设中, 将主打模拟和电源管理产品。中芯京城有望于 2H23 进入量产, 中芯东方预计 2023 年末通线, 后面两家晶圆厂的产品平台将更加多元化以填补市场空白。
- 4) **资本支出:** 在部分设备供应短缺之下, 1Q23 资本支出为 12.59 亿美元。展望全年, 公司维持此前 2023 年资本支出指引(63.2 亿美元, 同比持平)。

2Q23 及 2023 展望

- 1) **营收及 GPM:** 中芯国际预计 2Q23 营收环比增长 5%-7%, 高于市场预期和行业平均水平, 主要得益于 DDIC、LED 驱动芯片、CIS 和 Nor/Nand 闪存等部分产品需求回升。公司目前 40/28 纳米制程接近满载。然而, 由于整体利用率不足和折旧压力, 中芯国际预计 2Q23 毛利率保持在 19%-21%区间(中位数环比下降 0.8 个百分点), 显著低于全球代工行业平均水平。展望全年, 智能手机和消费电子行业目前已逐步触底并企稳。在客户市场份额增长和新产品发布的推动下, 公司产能利用率有望从 2Q23 开始逐季回升。
- 2) **平均售价:** 中芯国际 1Q23 舍弃了部分低端订单。但在 2Q23, 随着部分中低端产品订单回归, 公司整体平均售价或下降。从结构上看, 1Q23 公司同批次高端产品价格将不会有显著波动(5%以内)。
- 3) **研发:** 首先, 公司将持续把现有产品升级至更先进的工艺。例如, 公司将把 90 纳米 BCD 工艺转移到 65 纳米平台上, 并将嵌入式存储器从 40 纳米制程升级到 28 纳米制程; 其次, 公司将把消费/工业产品拓展至汽车领域, 加快产品的车规级标准验证; 再次, 公司将持续扩充车载产品品类, 以满足客户需求。
- 4) **终端市场需求:** 工业和汽车产品需求持续偏紧, 但由于车载产品种类过多, 单一类型需求空间狭小, 许多车载产品仍处于验证或试生产阶段, 无法填补消费类生产线的产能空缺; 在手机和消费类产品方面, 随着供应链的持续调整, 部分客户有新设计产品的订单, 但整体情况依然疲软; 此外, 公司目前在全球低端 WiFi 互联、LED 驱动芯片、DDIC、Nand 闪存和 Nor 闪存等领域的需求正在回暖。

业务板块回顾

1Q23 中芯国际 8 英寸营收占晶圆总营收的 28.1% (同比下降 5.4 个百分点, 环比下降 7.5 个百分点), 12 英寸营收占晶圆总营收的 71.9% (环比增长 5.4 个百分点, 同比增长 7.5 个百分点)。

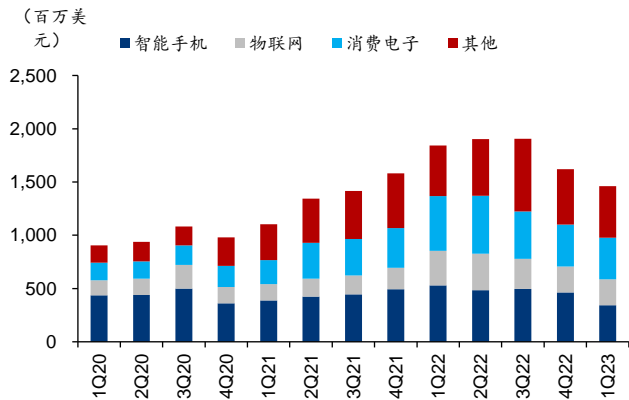
图表5: 收入明细 (按技术节点划分)

(百万美元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	A	A	A	A	A	A	A	A	A	(华泰)	(华泰)	(华泰)
收入	1,842	1,903	1,907	1,621	1,462	3,116	3,907	5,443	7,273	6,350	8,033	12,097
环比/同比增长	16.6%	3.3%	0.2%	-15.0%	-9.8%	-7.0%	25.0%	39.3%	33.6%	-12.7%	26.5%	16.0%
按制程分类												
12"先进制程 (12/14nm)	-	-	-	-	-	8	139	542	996	834	927	764
12"成熟制程 (28-90nm)	-	-	-	-	-	1,461	1,926	2,571	3,459	3,210	4,415	7,171
8" (0.11um+)	-	-	-	-	-	1,428	1,453	1,867	2,280	1,821	2,184	3,565
环比/同比变化												
12"先进制程 (12/14nm)	-	-	-	-	-		1637.5%	289.7%	84.0%	-16.3%	11.1%	-10.0%
12"成熟制程 (28-90nm)	-	-	-	-	-	-4.0%	31.8%	33.5%	34.5%	-7.2%	37.5%	27.0%
8" (0.11um+)	-	-	-	-	-	-6.0%	1.8%	28.5%	22.2%	-20.1%	19.9%	5.0%
产能利用率												
12"先进制程 (12/14nm)	-	-	-	-	-	19.6%	33.2%	85.0%	100.0%	90.0%	100.0%	95.0%
12"成熟制程 (28-90nm)	-	-	-	-	-	88.2%	97.0%	102.0%	95.0%	77.0%	85.0%	100.0%
8" (0.11um+)	-	-	-	-	-	94.7%	100.0%	100.0%	88.0%	70.0%	77.0%	100.0%
营收占比												
12"先进制程 (12/14nm)	-	-	-	-	-	0.3%	3.6%	10.0%	13.7%	13.1%	11.5%	6.3%
12"成熟制程 (28-90nm)	-	-	-	-	-	46.9%	49.3%	47.2%	47.6%	50.6%	55.0%	59.3%
8" (0.11um+)	-	-	-	-	-	45.8%	37.2%	34.3%	31.4%	28.7%	27.2%	29.5%

资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究预测

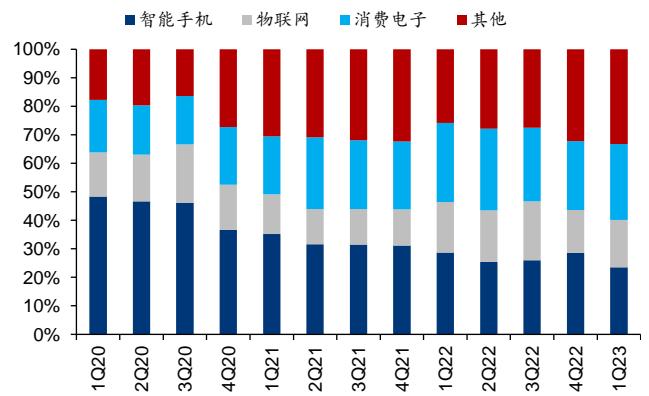
按应用划分, 公司 1Q23 智能手机/物联网/消费电子/其他应用营收占总营收的 23.5%/16.6%/26.7%/33.2%。按销售地域划分, 公司 1Q23 中国区/美国区/欧亚区营收占总营收的 75.5%/19.6%/4.9%。

图表6: 中芯国际营收按下游应用拆分



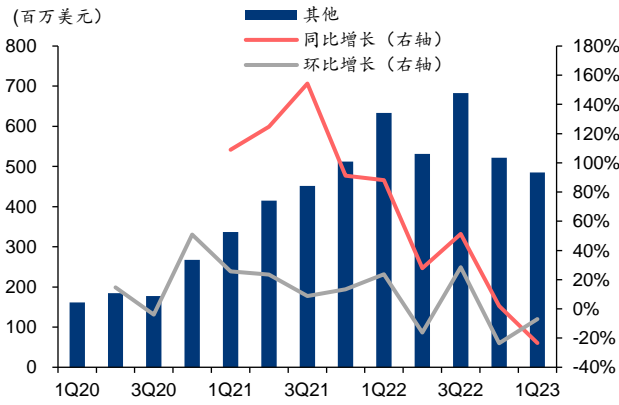
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表7: 中芯国际营收按下游应用拆分 (百分比)



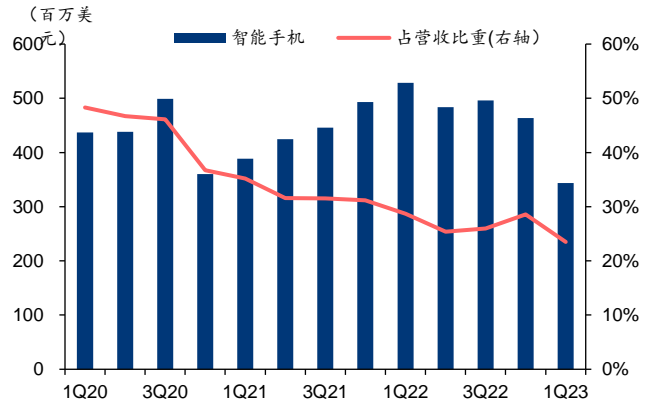
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表8：中芯国际其他类型收入及同环比增长率



资料来源：公司财报，华泰研究

图表9：中芯国际智能手机收入及占营收比重



资料来源：公司财报，华泰研究

估值方法

我们认为中芯国际 H 股的估值主要取决于其基本面（例如营收增长、毛利率和 EBITDA 利润率）以及经由沪港通机制的南向资金持有量。

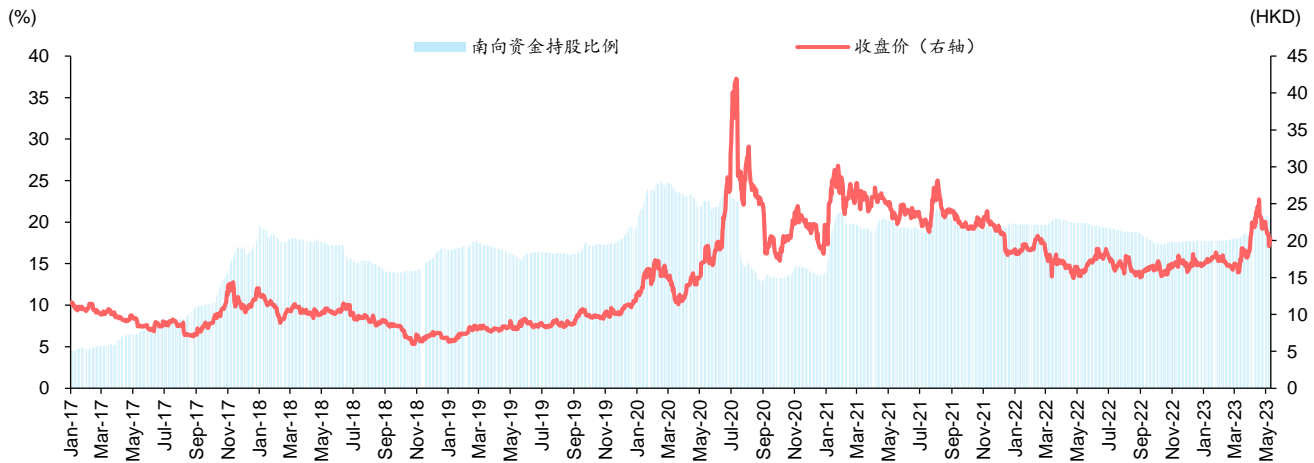
如下图所示，中芯国际 H 股的交易价格对应 0.7-2.7 倍 1 年期远期 PB（通过使用 IPO 后的股票进行标准化）。中芯国际在 2020 年 4 月上调 2Q20 指引后，公司股价持续上涨，并且投资者对 A 股 IPO 定价溢价的预期甚至导致 2020 年 6 月 H 股股价快速上涨（超过 4 倍投前 PB）。然而，2020 年 11 月中芯国际被美国商务部列入实体清单，公司在产能扩张和先进制程方面面临不确定性，导致股价大幅下调。

图表10：中芯国际 H 股历史股价对应 0.7-2.7 倍 PB



资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

图表11：南向资金成为中芯国际-H 股价格上涨的关键因素



资料来源：公司信息，Wind，华泰研究

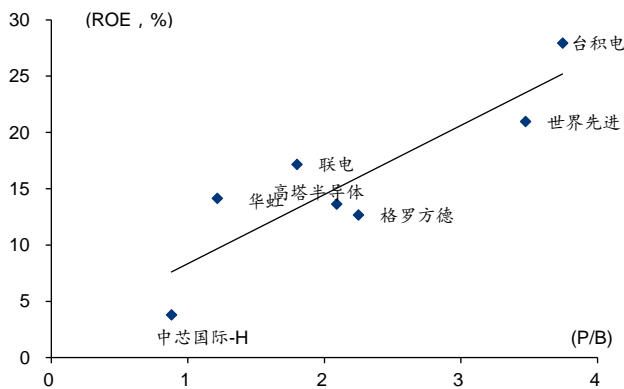
自 2020 年以来，中芯国际的股价在 0.7-2.7 倍 BVPS 区间震荡。我们基于 1.5 倍（2012 年至今历史区间的 40%分位）2023 年预测 BVPS（2.51 美元），将 H 股目标价从 25.00 港币（对应 1.3 倍 PB，2012 年至今历史区间的 30%分位）上调至 30.00 港币，以反映 2Q23 收入指引超出预期以及部分终端市场需求回暖。基于 A 股对 H 股溢价 132%（位于 A 股上市以来的历史区间下限，主要反映公司在美国商务部实体清单的潜在风险，未来扩产计划可能存在不确定性，汇率按照 5 月 12 日 Wind 最新的：1HKD=RMB0.91），我们将 A 股目标价从人民币 52.84 元上调至人民币 63.41 元。

图表 12：可比公司估值表

股票代码	公司	交易币种	财报币种	股价	市值 (百万美元)	PE		PB		ROE (%)	
						2022E	2022E	2022E	2023E	2022E	2023E
2330 TT	台积电	TWD	TWD	496.00	432,674.33	14.79	12.08	3.74	3.04	27.95	28.48
2303 TT	联电	TWD	TWD	48.70	18,407.18	10.65	9.76	1.80	1.65	17.16	17.29
5347 TT	世界先进	TWD	TWD	90.00	4,797.99	17.88	13.50	3.47	3.14	20.96	24.28
TOW US	高塔半导体	USD	USD	41.10	4,475.09	16.12	10.62	2.13	1.96	13.62	18.91
GFS US	格罗方德	USD	USD	53.98	29,567.81	23.99	17.25	2.26	2.15	12.68	11.81
1347 HK	华虹半导体	HKD	USD	25.95	4,330.11	11.96	11.33	1.21	1.09	14.15	13.74
	平均					15.90	12.42	2.44	2.17	17.75	19.09
	中位数					15.45	11.71	2.19	2.05	15.66	18.10
981 HK	中芯国际-H	HKD	USD	20.20	30,502.51	27.68	21.27	1.03	0.98	3.80	4.74

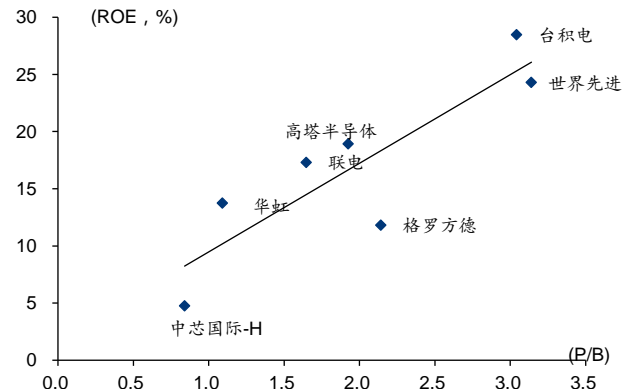
注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价；可比公司预测数据来自彭博一致预期
资料来源：Bloomberg、华泰研究预测

图表 13：代工厂：PB vs ROE (2023E)



资料来源：公司财报，彭博，华泰研究

图表 14：代工厂：PB vs ROE (2024E)

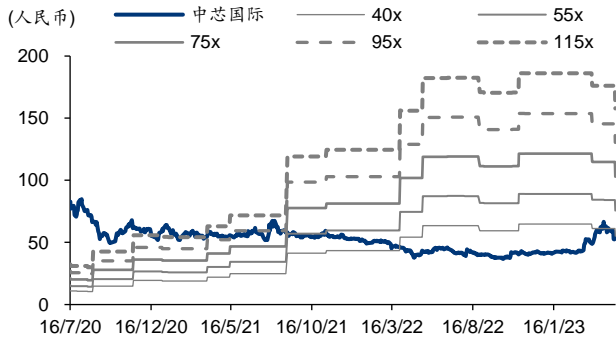


资料来源：公司财报，彭博，华泰研究

风险提示

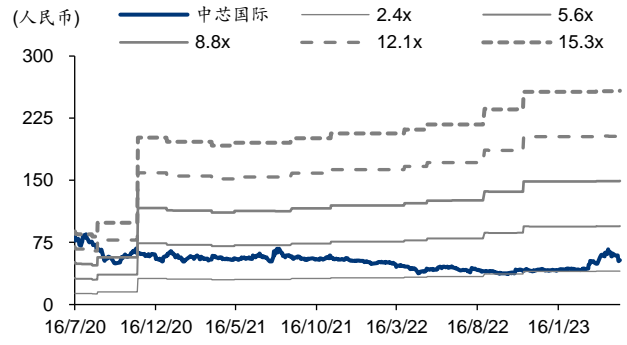
- 1) **中美贸易摩擦及美国加强技术出口管制。**美国在 2020 年将中芯国际列入其“实体清单”，限制对该公司的美国技术出口。根据美国商务部 2020 年 12 月的公告，所有在 10 纳米及以下使用的特有工具（例如 EUV 光刻机）都受到“推定拒绝”的约束。我们认为，如果美国继续收紧技术出口，中芯国际的制造能力可能面临不确定性。
- 2) **成熟制程工艺（8 英寸和 12 英寸）的扩产速度不及我们的预期。**美国的限制可能导致中芯国际 8 英寸和 12 英寸成熟制程的产能扩张不及我们的预期。

图表15: 中芯国际 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表16: 中芯国际 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	99,107	96,898	126,644	125,100	128,885
现金	86,668	79,875	59,444	53,030	52,937
应收账款	2,902	4,397	8,317	9,703	10,396
其他应收账款	597.32	532.05	532.05	532.05	532.05
预付账款	314.71	276.14	276.14	276.14	276.14
存货	5,218	7,601	14,915	18,399	21,584
其他流动资产	3,407	4,216	43,160	43,160	43,160
非流动资产	105,495	133,035	216,407	239,278	271,851
长期投资	9,619	11,950	19,439	21,494	24,420
固定投资	51,415	65,366	154,032	173,438	188,685
无形资产	2,424	2,877	2,877	2,877	2,877
其他非流动资产	42,037	52,841	40,058	41,469	55,869
资产总计	204,602	229,933	343,051	364,377	400,736
流动负债	23,583	27,063	60,786	60,031	94,566
短期借款	2,957	1,082	1,568	1,868	2,168
应付账款	3,011	3,337	2,409	2,771	3,000
其他流动负债	17,616	22,643	56,809	55,391	89,398
非流动负债	39,383	40,895	76,061	91,107	85,361
长期借款	26,331	31,440	57,639	64,569	71,500
其他非流动负债	13,052	9,455	18,422	26,538	13,861
负债合计	62,966	67,958	136,847	151,138	179,927
少数股东权益	42,508	52,776	68,345	68,691	69,038
股本	219.11	224.32	224.32	224.32	224.32
资本公积	94,222	97,861	97,861	97,861	97,861
留存公积	8,061	18,794	18,794	18,794	18,794
归属母公司股东权益	99,128	109,199	137,859	144,548	151,771
负债和股东权益	204,602	229,933	343,051	364,377	400,736

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	13,174	20,845	26,744	26,159	32,481
净利润	4,021	11,203	5,140	6,689	7,222
折旧摊销	9,127	12,099	19,405	22,178	26,336
财务费用	(1,215)	(711.61)	215.14	205.16	205.16
投资损失	(695.32)	(2,927)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(3,468)	(3,486)	2,544	(2,361)	(2,291)
其他经营现金	5,404	4,667	(561.67)	(551.69)	1,008
投资活动现金	(48,503)	(43,229)	(43,766)	(41,583)	(41,583)
资本支出	(36,891)	(26,819)	(43,766)	(41,583)	(41,583)
长期投资	230.00	(285.00)	(285.00)	(285.00)	(285.00)
其他投资现金	(11,842)	(16,125)	285.00	285.00	285.00
筹资活动现金	86,911	14,294	9,010	9,010	9,010
短期借款	2,259	(1,874)	485.76	300.00	300.00
长期借款	12,343	5,109	26,199	6,931	6,931
普通股增加	74.22	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	59,529	3,639	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	12,706	7,420	(17,675)	1,779	1,779
现金净增加额	48,564	(9,548)	(8,013)	(6,414)	(92.76)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	27,471	35,631	44,006	55,676	65,313
营业成本	(20,937)	(25,189)	(35,205)	(43,427)	(50,944)
营业税金及附加	(241.81)	(115.83)	(143.06)	(180.99)	(212.32)
营业费用	(199.58)	(176.22)	(173.64)	(191.85)	(205.46)
管理费用	(1,562)	(1,644)	(1,986)	(2,457)	(2,817)
财务费用	1,260	721.10	215.14	205.16	205.16
资产减值损失	(149.88)	383.38	(149.88)	(149.88)	(149.88)
公允价值变动收益	331.09	507.51	0.00	0.00	0.00
投资净收益	695.32	2,927	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,498	11,645	5,715	7,329	7,884
营业外收入	12.52	3.86	0.00	0.00	0.00
营业外支出	(19.55)	(55.17)	0.00	0.00	0.00
利润总额	4,491	11,594	5,715	7,329	7,884
所得税	(469.74)	(391.40)	(228.62)	(293.14)	(315.37)
净利润	4,021	11,203	5,190	6,739	7,272
少数股东损益	310.94	(469.41)	50.00	50.00	50.00
归属母公司净利润	4,332	10,733	5,140	6,689	7,222
EBITDA	12,950	22,964	22,244	28,777	33,491
EPS (人民币, 基本)	0.67	1.36	0.65	0.84	0.91

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	39.32	33.63	23.51	26.52	17.31
营业利润	483.31	7.79	(50.92)	28.23	7.58
归属母公司净利润	185.68	6.79	(52.11)	30.13	7.97
获利能力 (%)					
毛利率	30.79	37.97	20.00	22.00	22.00
净利率	31.27	24.99	11.68	12.01	11.06
ROE	10.63	10.02	3.80	4.74	4.87
ROIC	0.08	0.07	0.02	0.02	0.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.56	33.89	39.89	41.48	44.90
净负债比率 (%)	(11.78)	8.63	6.57	16.94	22.13
流动比率	3.42	2.37	2.08	2.08	1.36
速动比率	3.15	2.10	1.84	1.78	1.13
营运能力					
总资产周转率	0.16	0.18	0.14	0.16	0.17
应收账款周转率	5.68	5.38	4.80	6.18	6.50
应付账款周转率	2.37	2.41	2.28	2.42	2.55
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	1.35	0.65	0.84	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	2.63	4.68	3.37	3.30	4.10
每股净资产(最新摊薄)	15.00	16.75	17.40	18.24	19.15
估值比率					
PE (倍)	98.20	39.64	82.77	63.60	58.91
PB (倍)	3.58	3.21	3.09	2.94	2.80
EV EBITDA (倍)	10.60	10.88	15.33	12.49	11.56

免责声明

分析师声明

本人, 黄乐平、陈旭东, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师黄乐平、陈旭东本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。
- 本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司