

中芯国际(688981)

报告日期: 2023年04月06日

国之重器，砥砺前行

——中芯国际·产业洞见系列（二）

投资要点

- 随下游 IC 需求侧见底逐步复苏，未来 2~3 个季度公司稼动率有望触底回升；中长期看，公司作为中国半导体产业内循环重心及解决芯片“卡脖子”问题的最终落脚点，投资价值凸显。
- 下游 IC 需求有望企稳复苏，关注新增产能开出节奏
公司指引 23Q1 营收环比下降 10~12%，毛利率 19~21%；2023 全年营收同比减少 10~15%，毛利率约为 20% 水平，公司营收及毛利率环比趋势走弱。下游 IC 需求及库存端来看，经济回暖带动下游 IC 需求有望见底回暖，新能源景气持续、工业/家电库存去化、手机端库存降低，我们认为未来 2~3 个季度公司现有产能稼动率有望触底回升，同时关注新增产能扩出进展。
- 我国大陆先进制程稀缺标的，新一轮产业周期下利润有望超预期
中芯国际作为我国大陆唯一拥有先进制程产能的晶圆代工厂，在海外对我国半导体产业发展不断制裁、打压的背景下，随着新一轮半导体产业周期的逐步触底，叠加近年来人工智能、数字经济等领域的高速发展，其先进制程产能有着极大的稀缺性，有望拉动公司利润超预期。
- 国之重器，投资价值凸显
按目前规划，未来数年中芯深圳/京城/东方/西青等新产能将持续释放，拉动国内设备/材料产业链国产化率持续上行；作为中国大陆最大 IC 晶圆代工厂商，我们认为公司作为半导体产业内循环重心环节及解决芯片“卡脖子”问题的最终落脚点，投资价值凸显。
- 盈利预测与估值
公司作为半导体行业“国之重器”，年内基本面有望触底回升，当前环境下极具投资价值。预计公司 22-24 年三年营收分别为 495.9/442.9/543.3 亿元，同比增长 39.2%/-10.7%/22.7%；实现归母净利润 123.2/62.2/109.3 亿元，同比增长 14.8%/-50.0%/75.8%，当前市值对应 2022-2024 年 PB 分别为 3.36/3.31/3.06 倍，基于半导体周期逐步见底叠加公司产业重要性及先进制程产能稀缺性，上调至“买入”评级。
- 风险提示
美国出口管制制裁加剧风险；半导体设备国产化不及预期风险；先进制程进展不及预期风险；半导体政策不及预期风险。

投资评级：买入(上调)

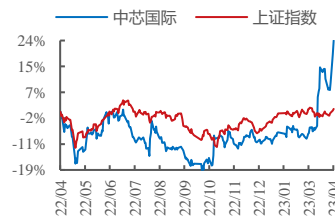
分析师：蒋高振
执业证书号：S1230520050002
jianggaozhen@stocke.com.cn

分析师：王俊之
执业证书号：S1230522070002
wangjunzhi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥ 56.66
总市值(百万元) 448,639.67
总股本(百万股) 7,918.10

股票走势图



相关报告

- 《国之重器，栉风沐雨、砥砺前行》2023.03.20
- 《【浙商电子 蒋高振团队】中芯国际研报点评：盈利能力提升，长期看好本土晶圆厂龙头发展潜力》2020.08.28
- 《中国半导体产业的远航灯塔》2020.07.19

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	35630.6	49594.5	44290.1	54329.3
(+/-) (%)	29.70%	39.19%	-10.70%	22.67%
归母净利润	10733.1	12320.5	6216.1	10930.3
(+/-) (%)	132.17%	14.79%	-49.55%	75.84%
每股收益(元)	1.36	1.56	0.79	1.38
P/B	3.93	3.36	3.31	3.06

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 一句话推荐

中芯国际是中国大陆IC晶圆代工龙头厂商，是我国半导体自主可控的最终落脚点。半导体周期探底反转，叠加国产化重要性升级，有望驱动业绩拐点与估值双升。

● 超预期逻辑及潜在驱动因素

- 1、成熟制程迎拐点+先进制程稀缺性，驱动公司新一轮产业周期下利润超预期；
- 2、举国体制落脚点+产业龙头中特估，驱动公司半导体政策背景下估值再提升。

1) 驱动因素和驱动机理：

中芯国际（A股）上市以来因出口管制等因素影响，市场对中芯国际基本面变化认知相对钝化，当前时点来看：市场预期公司2023年稼动率逐季下滑，且晶圆代工价格同步下行，2023年公司收入将下滑15%~20%，2024年恢复小幅增长；我们认为公司稼动率有望于23Q3探底（70%）后回升，叠加先进产能提升，2023年公司整体收入预计仅下滑10%+水平，考虑需求景气回升及芯片国产化提速，2024年营收有望实现20%以上增速。2024年营收增速超预期（+10~15%）→利润率超预期（+10%）→利润超预期（+20~30%）。

2) 如何检验：

半导体产业政策逐步落地；国产半导体设备研发进展；成熟制程稼动率趋势；先进制程良率提升进展。

3) 如何体现：

新型举国体制背景之下，半导体产业政策有望逐步落地，作为产业龙头链主，有望进一步受益于产业政策扶持；产业周期逐步探底回升，公司稼动率有望下半年探底回升，芯片国产+算力需求，推动公司稼动率及毛利率逐季回升。

4) 短期催化剂：

集成电路产业政策；半导体国产线进展；先进制程良率提升。

● 当前估值水平

公司A股目前4486亿市值，当前市值对应3.36倍PB，约处于25%分位。中芯国际作为唯一具备先进产能晶圆代工厂，叠加举国体制推动半导体“卡脖子”问题加速突破，中芯国际估值有望回升至75分位，对应2022年约5倍PB。

● 研究价值

市场认为：半导体行业处于下行，周期晶圆代工厂稼动率下行，盈利承压。

我们认为：

- 1) 新型举国体制政策下，中芯国际作为半导体国产化最终落脚点，承载工艺优化与良率提升重任，产业重要性凸显；
 - 2) 产业周期拐点将至，23H2公司整体经营有望探底回升，芯片国产提速与算力需求爆发驱动公司新一轮成长超预期。
- 以前认为：公司先进制程面临海外制裁，近期进展缓慢。
现在认为：本土FinFET先进产能唯一晶圆厂，算力时代芯片国产化重要性凸显。

● 盈利预测与估值

我们预计公司22-24年三年营收分别为495.9/442.9/543.3亿元，同比增长39.2%/-10.7%/22.7%；实现归母净利润123.2/62.2/109.3亿元，同比增长14.8%/-50.0%/75.8%，当前市值对应22年PB约为3.36倍。

● 目标价及现价空间

我们选择晶圆代工厂标的台积电作为可比公司，当前 PB 值为 5 倍左右，考虑到中芯国际作为中国大陆龙头晶圆代工厂，作为半导体“卡脖子”问题解决的核心落脚点，叠加周期探底及政策强化，暂给予公司 22 年 5 倍 PB 估值，对应目标价 84.30 元，对应上行空间约 49%。

● 风险因素

美国出口管制制裁加剧风险；半导体设备国产化不及预期风险；先进制程进展不及预期风险；半导体政策不及预期风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	96898	124855	117205	120821
现金	79875	105560	96476	96117
交易性金融资产	498	509	578	528
应收账款	4425	6705	6485	8881
其它应收款	532	606	722	787
预付账款	276	404	451	478
存货	7601	8161	9410	10803
其他	3691	2910	3083	3228
非流动资产	133035	128282	144426	153994
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	11950	9931	10500	10794
固定资产	65366	77804	90706	101362
无形资产	2877	2951	3116	3251
在建工程	25244	22662	21135	18087
其他	27597	14934	18969	20500
资产总计	229933	253137	261631	274815
流动负债	27063	28432	30026	32505
短期借款	1082	1579	1873	1511
应付款项	3337	4077	4713	5167
预收账款	19	33	36	37
其他	22624	22742	23405	25790
非流动负债	40895	42182	42594	41890
长期借款	31440	31440	31440	31440
其他	9455	10742	11154	10450
负债合计	67958	70614	72620	74396
少数股东权益	52776	53315	53587	54065
归属母公司股东权益	109199	129208	135424	146354
负债和股东权益	229933	253137	261631	274815

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	20845	28952	8005	14486
净利润	11203	12859	6488	11408
折旧摊销	11446	4912	5974	7038
财务费用	(721)	1127	1034	1094
投资损失	(2927)	(1490)	(1704)	(2040)
营运资金变动	1858	(703)	2523	906
其它	(14)	12247	(6310)	(3919)
投资活动现金流	(43229)	(10856)	(16532)	(13091)
资本支出	(11534)	(14474)	(17053)	(14354)
长期投资	(2331)	2019	(569)	(294)
其他	(29364)	1599	1090	1556
筹资活动现金流	14294	7588	(557)	(1754)
短期借款	(1874)	497	294	(361)
长期借款	5109	0	0	0
其他	11059	7092	(851)	(1393)
现金净增加额	(8090)	25685	(9084)	(359)

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	35631	49595	44290	54329
营业成本	25189	30495	34486	38477
营业税金及附加	116	286	263	271
营业费用	176	248	244	261
管理费用	1644	2777	2126	2445
研发费用	4121	4860	4119	4890
财务费用	(721)	1127	1034	1094
资产减值损失	(390)	0	(443)	(543)
公允价值变动损益	508	344	394	415
投资净收益	2927	1490	1704	2040
其他经营收益	2715	2427	2547	2563
营业利润	11645	14062	7106	12454
营业外收支	(51)	(54)	(54)	(54)
利润总额	11594	14008	7052	12400
所得税	391	1149	564	992
净利润	11203	12859	6488	11408
少数股东损益	469	539	272	478
归属母公司净利润	10733	12320	6216	10930
EBITDA	23783	20040	14053	20524
EPS (最新摊薄)	1.36	1.56	0.79	1.38

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	29.70%	39.19%	-10.70%	22.67%
营业利润	143.18%	20.75%	-49.46%	75.26%
归属母公司净利润	132.17%	14.79%	-49.55%	75.84%
获利能力				
毛利率	29.31%	38.51%	22.14%	29.18%
净利率	31.44%	25.93%	14.65%	21.00%
ROE	7.07%	7.15%	3.35%	5.61%
ROIC	8.02%	8.15%	4.22%	6.64%
偿债能力				
资产负债率	29.56%	27.90%	27.76%	27.07%
净负债比率	56.99%	56.60%	54.73%	53.07%
流动比率	3.58	4.39	3.90	3.72
速动比率	3.30	4.10	3.59	3.38
营运能力				
总资产周转率	0.16	0.21	0.17	0.20
应收账款周转率	9.76	9.31	7.71	9.13
应付账款周转率	7.94	8.23	7.85	7.79
每股指标(元)				
每股收益	1.36	1.56	0.79	1.38
每股经营现金	2.63	3.66	1.01	1.83
每股净资产	486.81	16.33	17.11	18.50
估值比率				
P/E	38.76	33.76	66.92	38.06
P/B	3.93	3.36	3.31	3.06
EV/EBITDA	8.64	20.18	29.41	20.16

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>