

中芯国际(688981)

报告日期: 2023年04月11日

成熟制程完善, 先进制程稀缺

——重新认知·中芯国际(二)

投资要点

- 中芯国际占中国大陆成熟制程晶圆代工市场份额约 20%左右, 中长期中仍将持续高速增长; AI 人工智能驱动新一轮科技革命, 算力芯片需求有望有望快速提升。公司作为中国大陆唯一具备先进产能晶圆厂, 有望受益传统需求探底+算力需求扩张; 中长期看, 中芯国际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。**
- 成熟制程竞争力升级, 工艺完善驱动中长期持续增长。**
 据 Chipinsights 数据, 2022 年全球专属晶圆代工市场约 8060 亿元人民币, 中国大陆半导体销售占全球比例为 32.5%, 估测中国大陆专属半导体晶圆代工市场空间约为 2600 亿元。据 IC Insights 数据, 先进制程 (<28nm) 占比约为 39%, 对应中国大陆成熟制程/先进制程市场空间约为 1600/1000 亿元。2022 年中芯国际营收为 495.2 亿人民币, 其中中国地区占比约为 74%¹, 其现有营收几乎完全由成熟制程贡献², 则中芯国际占中国大陆成熟制程晶圆代工市场份额约 20%左右。中长期看, 科技产业升级驱动半导体需求增量、芯片设计公司愈加倾向于本土晶圆代工、龙头代工厂马太效应, 叠加公司成熟制程工艺不断完善补全, 我们认为其成熟制程晶圆代工业务仍有望获得高速增长。
- 先进产能稀缺性凸显, 有望增厚新一轮周期向上弹性。**
 AI 科技革命驱动先进制程产能需求不断提升, 中芯国际作为中国大陆唯一具备先进制程代工能力晶圆厂, 海外科技制裁加剧背景之下, 公司算力产能稀缺性及重要性日益凸显。我们认为公司南方厂未来有望实现产能、良率、价格同步上行, 在历经景气下行周期探底后, 叠加国产芯片设计公司转单效应, 驱动公司整体盈利弹性超预期。
- 晶圆代工国之重器, 持续扩产提升价值中枢。**
 公司的价值源于不断扩产以完成 IC 制造国产化使命, 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, 同时拉动国内设备/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, 公司是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, 当前环境下具备投资价值。预计公司 23-25 年三年营收分别为 448.2/549.2/679.8 亿元, 同比增长 -9.5%/22.5%/23.8%; 实现归母净利润 57.0/100.0/158.4 亿元, 同比增长 -53.0%/75.6%/58.4%, 当前市值对应 2023-2025 年 PB 分别为 3.15/2.95/2.68 倍, 维持“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(维持)

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

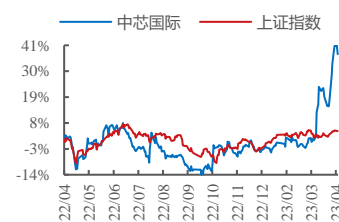
分析师: 王俊之
 执业证书号: S1230522070002
 wangjunzhi@stocke.com.cn

分析师: 厉秋迪
 执业证书号: S1230523020001
 liqiudi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 58.43
总市值(百万元)	462,816.43
总股本(百万股)	7,920.87

股票走势图



相关报告

- 1 《产业周期探底, 代工格局优化》2023.04.09
- 2 《国之重器, 砥砺前行》2023.04.06
- 3 《国之重器, 栉风沐雨、砥砺前行》2023.03.20

¹ 此处包括中国台湾地区, 但因中国台湾地区 Fabless 企业寻求大陆晶圆厂进行代工占比较小, 该种处理不会产生太大误差。

² 此处假设 2022 年成熟制程贡献其 98% 的营收。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	49516.1	44821.1	54921.5	67983.5
(+/-) (%)	38.97%	-9.48%	22.53%	23.78%
归母净利润	12133.1	5697.7	10004.4	15842.5
(+/-) (%)	13.04%	-53.04%	75.59%	58.36%
每股收益(元)	1.53	0.72	1.26	2.00
P/B	3.56	3.15	2.95	2.68

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	115572	115811	111560	117350
现金	74922	88661	78428	77946
交易性金融资产	2617	1281	1465	1788
应收账款	5329	5369	6923	8448
其它应收款	448	683	718	846
预付账款	720	556	639	784
存货	13313	11074	13352	15389
其他	18224	8187	10034	12148
非流动资产	189532	193874	217395	240605
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	13380	11650	12327	12452
固定资产	85403	106459	126066	145407
无形资产	3428	3658	3880	4121
在建工程	45762	44263	42789	44713
其他	41559	27844	32334	33912
资产总计	305104	309686	328955	357954
流动负债	47855	36201	44265	54101
短期借款	4519	2853	5556	8649
应付款项	4013	4575	5005	5502
预收账款	133	66	86	130
其他	39189	28707	33618	39820
非流动负债	55544	57210	56333	56363
长期借款	46790	46790	46790	46790
其他	8754	10420	9543	9572
负债合计	103399	93411	100598	110464
少数股东权益	68333	69516	71595	74886
归属母公司股东权益	133372	146758	156762	172605
负债和股东权益	305104	309686	328955	357954

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36591	21159	17024	31350
净利润	14654	6881	12083	19134
折旧摊销	14716	6480	8099	9771
财务费用	(1552)	2250	2249	2477
投资损失	(832)	(1485)	(1748)	(1355)
营运资金变动	15648	(8790)	3474	5192
其它	(6042)	15823	(7133)	(3868)
投资活动现金流	(69468)	(12448)	(27233)	(32348)
资本支出	(40555)	(25746)	(25945)	(30749)
长期投资	(1429)	1730	(677)	(125)
其他	(27484)	11569	(611)	(1474)
筹资活动现金流	23269	5028	(24)	516
短期借款	3437	(1667)	2703	3093
长期借款	15350	0	0	0
其他	4482	6695	(2727)	(2577)
现金净增加额	(9608)	13739	(10233)	(482)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	49516	44821	54922	67983
营业成本	30553	33668	37562	41216
营业税金及附加	272	196	271	316
营业费用	226	188	231	272
管理费用	3042	2017	2471	2991
研发费用	4953	3855	4504	5439
财务费用	(1552)	2250	2249	2477
资产减值损失	442	0	0	0
公允价值变动损益	91	310	303	235
投资净收益	832	1485	1748	1355
其他经营收益	2257	2490	2487	2412
营业利润	14762	6933	12172	19274
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	14760	6931	12170	19272
所得税	106	50	87	138
净利润	14654	6881	12083	19134
少数股东损益	2520	1184	2078	3291
归属母公司净利润	12133	5698	10004	15843
EBITDA	31385	15678	22535	31537
EPS (最新摊薄)	1.53	0.72	1.26	2.00

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	38.97%	-9.48%	22.53%	23.78%
营业利润	35.86%	-53.03%	75.56%	58.35%
归属母公司净利润	13.04%	-53.04%	75.59%	58.36%
获利能力				
毛利率	38.30%	24.88%	31.61%	39.37%
净利率	29.59%	15.35%	22.00%	28.14%
ROE	6.67%	2.73%	4.50%	6.66%
ROIC	8.71%	4.50%	6.66%	9.23%
偿债能力				
资产负债率	33.89%	30.16%	30.58%	30.86%
净负债比率	54.23%	59.25%	57.56%	55.02%
流动比率	2.42	3.20	2.52	2.17
速动比率	2.14	2.89	2.22	1.88
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.15	0.17	0.20
应收账款周转率	10.76	9.26	10.08	10.32
应付账款周转率	8.31	7.84	7.84	7.85
每股指标(元)				
每股收益	1.53	0.72	1.26	2.00
每股经营现金	4.62	2.67	2.15	3.96
每股净资产	593.96	18.55	19.81	21.81
估值比率				
P/E	38.11	81.14	46.21	29.18
P/B	3.56	3.15	2.95	2.68
EV/EBITDA	6.91	31.76	22.75	16.45

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>