

中芯国际 (688981)

2023年一季报点评：收入略优于指引，毛利率处于指引上部

买入 (维持)

2023年05月14日

证券分析师 马天翼

执业证书：S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书：S0600521080008

baoxy@dwzq.com.cn

研究助理 卞学清

执业证书：S0600121070043

bianxq@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	53.69
一年最低/最高价	36.20/66.50
市净率(倍)	3.18
流通 A 股市值(百万元)	105,092.95
总市值(百万元)	425,492.21

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.88
资产负债率(% ,LF)	34.28
总股本(百万股)	7,924.98
流通 A 股(百万股)	1,957.40

相关研究

《中芯国际(688981): 晶圆代工龙头, 产能扩张与技术追赶并举》

2023-04-28

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	12,066
同比	13%	-51%	49%	37%
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	41.24

关键词: #进口替代

投资要点

- **业绩表现优于指引, 毛利率水平位于指引上部:** 2023Q1, 公司实现营业收入 102.1 亿元, 同比降低 13.9%; 实现归母净利润 15.9 亿元, 同比降低 44.0%; 原因系晶圆销售量减少及产能利用率下降, 但仍优于前期指引。此外, 公司预计 Q2 收入环比增长 5%-7%, 平均晶圆单价受产品组合变动影响环比下降, 毛利率 19%-21%, 产能利用率和出货量将环比上升; 预计 2023 全年销售收入同比降幅为低十位数, 毛利率 20%左右。
- **扩产计划稳步推进, 高资本开支支撑先进制程突破:** 成熟晶圆厂项目建设稳步推进, 其中中芯深圳已经量产, 中芯京城预计下半年量产, 中芯东方预计年底通线, 中芯西青还在建设中。在需求景气度反转的预期下, 产能有序扩张将成为业绩增长的支柱。
- **短期扰动不改继续看好, 基本面稳健支撑业绩释放:** 短期受到行业下行周期影响, 公司上半年业绩承压, 但中芯国际作为国内唯一先进制程晶圆厂, 完美契合需求复苏(Q4 稼动率 79.5%, 处于历史低位, H2 有望随需求回暖提升)+技术创新(AI 带来高制程增量需求, 国产唯一工艺节点触及 7nm~14nm 先进制程)+国产替代(材料设备国产化)三要素, 随着后续需求企稳回暖叠加公司产能扩产节奏稳步推进, 业绩有望逐步释放。
- **当前估值历史处于较低位置:** 当前行业处于周期底部, 电子行业 A/H 股估值仅 3.21/1.44 倍 PB, 远低于 A 股历史高点 6 倍 PB 及港股高点 3 倍 PB, 受益于需求复苏+技术创新+国产替代三要素, 以及政策支持估值提升, 我们认为当前估值仍被低估, 后续有望进一步提升。
- **盈利预测与投资评级:** 基于行业景气度好转预期, 叠加公司产能利用率释放, 我们维持此前盈利预测。我们预测公司 2023-2025 年收入为 445/525/632 亿元, 归母净利润为 59.2/88.0/120.7 亿元, 对应 P/E 为 84.0/56.5/41.2 倍 P/B 为 3.57/3.36/3.10 倍。我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 半导体行业周期扰动; 2) 行业竞争加剧; 2) 技术升级风险; 4) 新品量产风险。

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	131,333	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	97,437	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	374,466	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	143
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	14,195
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	2,129
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	12,066
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	19.09
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	37.10
归属母公司股东权益	133,372	139,296	148,097	160,463					
少数股东权益	68,333	69,378	70,931	73,061					
所有者权益合计	201,705	208,674	219,028	233,524					
负债和股东权益	305,104	316,333	342,642	374,466					

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	56,442	每股净资产(元)	16.86	17.58	18.69	20.25
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	23,741	ROE-摊薄(%)	9.10	4.25	5.94	7.52
折旧和摊销	15,388	23,410	27,891	32,377	资产负债率(%)	33.89	34.03	36.08	37.64
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	41.24
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,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

