

中芯国际 (688981)

2023 年中报点评：产能利用率回升，业绩有序回暖

买入（维持）

2023 年 08 月 18 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

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）	31.36	64.23	43.24	31.54

关键词：#业绩符合预期 #产能扩张

投资要点

- **产能利用率及毛利率稳步回升，业绩表现位于指引上部：**2023Q2，公司实现营业收入 15.60 亿美元，同比降低 18%；实现归母净利润 4.03 亿美元，同比降低 21.7%；业绩表现同比相较一季度有所回升，优于前期指引。主要系晶圆出货量（折合 8 吋）由 23Q1 的 125 万片提升至 23Q2 的 140 万片，产能利用率由 23Q1 的 68.1%提升至 23Q2 的 78.3%，其中 12 吋产能需求相对饱满，8 吋客户需求疲弱，产能利用率低于 12 吋，但仍好于业界平均水平。按照晶圆尺寸拆分收入，公司 12 吋晶圆的收入占比从 23Q1 的 71.9%提升至 23Q2 的 74.7%，8 吋晶圆的收入占比从 23Q1 的 28.1%降至 23Q2 的 25.3%。此外，公司预计 Q3 收入环比增长 3%-5%，毛利率 18%-20%，产能利用率和出货量将环比上升；预计 2023 年销售收入同比降幅为低十位数，毛利率 20%左右。
- **环比收入向上提升，根据客户需求有序扩张产能：**公司预计 23Q3 将延续 23Q2 的量增价跌情况，23Q3 营收指引为环比+3%到+5%，毛利率在 18%到 20%之间；出货量预计将继续上升，同时折旧也将持续增加；下半年公司销售收入预计好于上半年。公司 23Q2 的资本开支为 17.3 亿美元，23H1 已投入资本开支 29.9 亿美元；23 年资本支出指引基本与 22 年持平，为 63.5 亿美元。扩产计划根据市场需求非线性执行，其中中芯深圳计划增加产能，中心京城已经量产，中芯东方先导线在建预计年底通线，中芯西青还在建设中。
- **短期扰动不改继续看好，基本面稳健支撑业绩释放：**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+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：**我们维持此前盈利预测，预计公司 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 64.23/43.24/31.54 倍，P/B 为 2.73/2.57/2.37 倍，维持“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；3) 技术升级风险；4) 新品量产风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.01
一年最低/最高价	36.20/66.50
市净率(倍)	2.84
流通 A 股市值(百万元)	93,974.90
总市值(百万元)	380,531.05

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)	7,926.08
流通 A 股(百万股)	1,957.40

相关研究

《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》

2023-05-13

《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

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	17.57	18.68	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)	7,926	7,926	7,926	7,926
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)	31.36	64.23	43.24	31.54
营运资本变动	6,031	1,668	(7,016)	10,429	P/B (现价)	2.85	2.73	2.57	2.37

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;
- 增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;
- 中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

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

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

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>