

# 中芯国际 (00981.HK)

## 2023年业绩承压，仍维持高强度资本开支

买入

### 核心观点

**4Q22 营收 16 亿美元，1Q23 指引收入环比下降 13%-15%。**4Q22 公司实现营业收入 16.21 亿美元 (YoY 2.6%, QoQ -15%)，毛利率为 32% (YoY -3.0 pct, QoQ -6.9pct)，符合指引。2022 年全年销售收入 72.73 亿美元 (YoY 33.6%)，拥有人应占利润 18.18 亿美元 (YoY 6.8%)。基于外部环境相对稳定的前提下，公司指引 1Q23 营收环比下降 10%-12% (14.6-14.3 亿美元)，毛利率介于 19% 到 21% 之间；全年销售收入同比降低十位数，毛利率在 20% 左右。

**ASP 环比下降-4.4%，产能利用率降至 79.2%。**4Q22 公司折合 8 寸晶圆 ASP 降至 938.3 美元 (YoY 14.3%, QoQ -4.4%)，自 4Q20 以来首次出现环比下降。公司 4Q22 付运折合 8 寸晶圆 157.4 万片 (YoY -8.7%, QoQ -12.4%)，产能利用率为 79.5% (3Q22:92.1%, 4Q21: 99.4%)，2022 年全年产能利用率为 92%。4Q22 按应用分类，智能手机、智能家居、消费电子和其他晶圆收入占比 28.6%、10.8%、21.6%、39.0% (QoQ 2.6pct、-4.1pct、-1.7pct、+3.2pct)，按尺寸分类 8 寸晶圆和 12 寸晶圆收入占比 35.6% 和 64.4% (QoQ +4pct，-4pct)。

**2023 年维持高资本开支，同时推进四大新厂建设。**2022 年公司资本开支 63.5 亿美元，略低于 3Q22 指引 66 亿美元，但资本开支/营收比仍高达 87.3%，月产能较上年末增长折合 8 寸晶圆 9.3 万片至 71.4 万片，中芯深圳进入投产阶段，中芯京城进入试生产阶段，中芯临港完成主体结构封顶，中芯西青开始土建。公司预计 2023 年资本开支与 2022 年大致持平，月产能增量与 2022 年相近，继续保持高强度投入。

**观察到客户信心回升，看好中长期趋势及本土制造需求。**公司法说会上表示：上半年行业周期尚在底部，外部不确定因素带来的影响依旧复杂；虽然下半年能见度依然不高，但已感受到客户信心的些许回升，新产品流片储备相对饱满；同时，当前工业和汽车行业处低库存运行，芯片需求旺盛。公司仍看好行业及中国本土制造中长期的发展前景。

**投资建议：**业绩短期虽承压，仍看好中长期发展前景，维持“买入”评级。

我们仍看好公司中长期发展前景，但基于行业周期仍在底部，下调 2023-2024 年营收至 62.7/75.0 亿美元，前值 (73.8/94.5 亿美元)，BPS 至 2.49/2.62 美元，前值 (2.75/3.09 美元)，对应 2023-2024 年 0.9/0.8 倍 PB，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求放缓；扩产不及预期；美国加大制裁风险。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万美元)	3,907	5,443	7,273	6,265	7,495
(+/-%)	25.4%	39.3%	33.6%	-13.9%	19.6%
净利润 (百万美元)	716	1,702	1,818	721	1,058
(+/-%)	204.9%	137.8%	6.8%	-60.3%	46.7%
每股收益 (美元)	0.09	0.22	0.23	0.09	0.13
EBIT Margin	17.0%	31.8%	24.5%	10.4%	11.9%
净资产收益率 (ROE)	4.8%	9.9%	9.6%	3.7%	5.1%
市盈率 (PE)	23.8	10.3	9.6	24.3	16.6
EV/EBITDA	16.3	8.1	7.3	8.9	7.3
市净率 (PB)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 海外公司财报点评

#### 电子 · 半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezhi3@guosen.com.cn

S0980522100003

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.24 港元
总市值/流通市值	136418/102672 百万港元
52 周最高价/最低价	20.95/14.64 港元
近 3 个月日均成交额	510.60 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《中芯国际 (00981.HK) - 上调资本开支至 66 亿美元，看好中长期发展》——2022-11-16
- 《中芯国际 (00981.HK) - 二季度业绩略超预期，增加长期合作应对需求下行》——2022-08-17
- 《中芯国际 (00981.HK) - 1Q22 毛利率超预期，预计全年收入增速高于行业平均》——2022-05-13
- 《中芯国际 (00981.HK) - 全球晶圆代工高景气推动业绩高速增长》——2022-04-01
- 《中芯国际-00981.HK-财报点评：1Q22 指引强劲增长，全年 50 亿美元资本开支支持三地扩产》——2022-02-14

图1：公司季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司季度毛利率



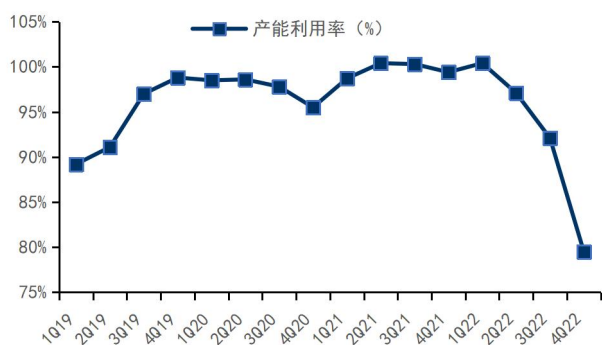
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度 ASP（折合每片八寸晶圆）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司季度产能利用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司季度晶圆付运量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	9827	8582	8585	4043	2086	营业收入	3907	5443	7273	6265	7495
应收款项	657	1259	1473	1257	1585	营业成本	2986	3767	4513	4979	5537
存货净额	799	1194	1157	1239	1351	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	966	236	1511	1041	1042	销售费用	29	28	44	19	19
<b>流动资产合计</b>	<b>15171</b>	<b>15218</b>	<b>16674</b>	<b>13896</b>	<b>16171</b>	管理费用	266	276	509	376	438
固定资产	12138	14261	18411	22041	24483	财务费用	73	110	29	79	201
无形资产及其他	317	268	229	191	153	投资收益	187	253	0	0	0
投资性房地产	2222	4488	1263	1263	1263	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	1472	1877	2281	2629	3046	其他收入	(427)	(122)	(513)	(127)	(69)
<b>资产总计</b>	<b>31321</b>	<b>36111</b>	<b>38858</b>	<b>40020</b>	<b>45116</b>	营业利润	312	1393	1666	685	1231
短期借款及交易性金融负债	1260	1027	1256	1387	5006	营业外净收支	419	739	400	519	553
应付款项	1491	1731	1806	1982	2069	<b>利润总额</b>	<b>737</b>	<b>1840</b>	<b>1809</b>	<b>732</b>	<b>1092</b>
其他流动负债	1142	1696	2167	2119	2221	所得税费用	68	65	64	26	39
<b>流动负债合计</b>	<b>3893</b>	<b>4454</b>	<b>5228</b>	<b>5488</b>	<b>9296</b>	少数股东损益	(46)	73	(73)	(15)	(5)
长期借款及应付债券	4868	5535	5535	5535	5535	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>716</b>	<b>1702</b>	<b>1818</b>	<b>721</b>	<b>1058</b>
其他长期负债	878	684	912	1108	1343						
<b>长期负债合计</b>	<b>5746</b>	<b>6219</b>	<b>6447</b>	<b>6643</b>	<b>6878</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>9639</b>	<b>10673</b>	<b>11675</b>	<b>12131</b>	<b>16174</b>	净利润	669	1775	1745	706	1053
少数股东权益	6807	8288	8215	8200	8195	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	14875	17150	18967	19689	20747	折旧摊销	1128	1869	2238	2608	3096
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>31321</b>	<b>36111</b>	<b>38858</b>	<b>40020</b>	<b>45116</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	73	110	29	79	201
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	(1055)	(1933)	2546	929	(18)
每股收益	0.09	0.22	0.23	0.09	0.13	其它	845	1190	(29)	(79)	(201)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>1660</b>	<b>3012</b>	<b>6528</b>	<b>4244</b>	<b>4131</b>
每股净资产	1.93	2.17	2.40	2.49	2.62	资本开支	(5309)	(4340)	(6350)	(6200)	(5500)
ROIC	3%	5%	8%	3%	6%	其它投资现金流	(1762)	(2315)	(404)	(2717)	(4206)
ROE	5%	10%	10%	4%	5%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(7071)</b>	<b>(6655)</b>	<b>(6754)</b>	<b>(8917)</b>	<b>(9706)</b>
毛利率	24%	31%	38%	21%	26%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	32%	24%	10%	12%	负债净变化	2650	667	0	0	0
EBITDA Margin	46%	66%	55%	52%	53%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	25%	39%	34%	-14%	20%	其它融资现金流	10054	1690	229	132	3619
净利润增长率	205%	138%	7%	-60%	47%	<b>融资活动现金流</b>	<b>12704</b>	<b>2357</b>	<b>229</b>	<b>132</b>	<b>3619</b>
资产负债率	53%	53%	51%	51%	54%	现金净变动	7588	(1245)	3	(4542)	(1957)
息率	0%	0%	0%	0%	0%	货币资金的期初余额	2239	9827	8582	8585	4043
P/E	23.84	10.29	9.64	24.29	16.56	货币资金的期末余额	9827	8582	8585	4043	2086
P/B	1.15	1.02	0.92	0.89	0.84	企业自由现金流	0	(2735)	151	(2033)	(1563)
EV/EBITDA	16.28	8.11	7.26	8.95	7.32	权益自由现金流	0	(165)	352	(1978)	1863

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032