



中国半导体晶圆代工：维持 2024 年基本上行形态

维持对中国半导体晶圆代工行业乐观看法：首先，晶圆代工收入同比增速持续改善。中芯和华虹的去年四季度和今年一季度的收入同比增速都较去年三季度持续改善。其次，晶圆代工行业利润触底，落后于收入增速触底，但是我们看到华虹的毛利率已经有触底改善迹象。最后，晶圆代工玩家估值，虽然持续提升，但是仍然处于相对低的位置，上行空间比较大。因此，我们重申中芯国际（981.HK/688981.CH）和华虹半导体（1347.HK/688347.CH）的“买入”评级。鉴于其毛利率触底更早以及更大的估值空间，我们更加偏好华虹半导体。

华虹半导体毛利率已经有触底迹象：2023 年四季度是华虹业务的低点，收入同比下滑 28%，毛利率为 4.0%，收入略微低于市场一致预期，而毛利率表现则略好。展望 2024 年一季度，根据公司指引中位数，华虹收入同比下滑幅度将收窄为 25%，毛利率略微提升至 4.5%，收入增速和毛利率同步改善。虽然一季度毛利率低于市场一致预期，但是优于我们此前利润率触底节奏慢于收入增速的趋势判断。华虹的电源管理类产品恢复增长，功率和 MCU 产品需求则有望分别在今年二季度和下半年恢复。

中芯国际基本面预期二次探底：中芯国际 4Q23 收入同比增长 4%，1Q24 增速指引中位数持续向上改善至 15%，一季度收入指引高于市场一致预期，这主要来自智能手机等消费电子产品升级换代带动的急单需求。公司预期 2024 年收入中个位数成长，低于市场一致预期，主要原因在于公司对于消费电子等急单需求的持续性做出比较谨慎的判断，认为晶圆代工行业需求形态呈现“double-U”的二次探底趋势，与公司此前的趋势判断一致。中芯国际 2024 年收入增长主要体现为量增价跌，价格趋势有望在三季度企稳。公司指引今年一季度毛利率为中双位数 10.0%，较前两个季度的 16.4%和 19.8%继续下滑。价格、产品组合、新增折旧是毛利率下行主要原因。

估值：中芯国际港股目标价为 17.9 港元，对应 2024 年 EV/EBITDA 为 9.5x。中芯国际 A 股目标价为人民币 52.6 元，对应 2024 年 EV/EBITDA 为 9.5x。华虹港股目标价为 20.6 港元，对应 2024 年 EV/EBITDA 为 8.5x。华虹 A 股目标价为人民币 43.6 元，对应 2024 年 EV/EBITDA 为 8.5x。两家公司目前估值均处于历史均值及以下水平。因此，我们认为两家公司目前的估值具有吸引力。

投资风险：半导体行业下游需求（智能手机、新能源汽车、工业等）复苏速度较慢，拖累公司业绩增长，影响估值反弹动能。晶圆代工的新增产能导致利用率持续下降。行业竞争加剧，价格压力增加，拖累利润表现。

图表 1：晶圆代工公司财务预测和潜在升幅

公司	目标价 (LC)		营收同比增速			营收预测值变化		
	目标价	潜在升幅	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
中芯国际 (981.HK)	17.9	16%	(13%)	5%	20%	0%	(10%)	8%
中芯国际 (688981.CH)	52.6	17%	(13%)	5%	20%	0%	(10%)	8%
华虹半导体 (1347.HK)	20.6	32%	(8%)	(9%)	30%	(1%)	2%	6%
华虹公司 (688347.CH)	43.6	31%	(8%)	(9%)	30%	(1%)	2%	6%

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师
 tony_shen@spdbi.com
 (852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师
 sia_huang@spdbi.com
 (852) 2809 0355

2024 年 2 月 7 日

中芯国际 (981.HK)

买入

目标价 (港元) 17.9
 目前股价 (港元) 15.3
 潜在升幅 16%

中芯国际 (688981.CH)

买入

目标价 (人民币) 52.6
 目前股价 (人民币) 45.0
 潜在升幅 17%

华虹半导体 (1347.HK)

买入

目标价 (港元) 20.6
 目前股价 (港元) 15.7
 潜在升幅 32%

华虹公司 (688347.CH)

买入

目标价 (人民币) 43.6
 目前股价 (人民币) 33.2
 潜在升幅 31%

注：收盘价截至 2024 年 2 月 6 日



扫码关注
 浦银国际研究

目录

投资要点	4
华虹半导体（1347.HK，买入，目标价 20.6 港元；688347.CH，买入，目标价人民币 43.6 元）	7
业绩回顾及预测调整	7
估值	9
SPDBI 乐观与悲观情景假设-H 股	11
SPDBI 乐观与悲观情景假设-A 股	12
财务报表	14
中芯国际（981.HK，买入，目标价 17.9 港元；688981.CH，买入，目标价人民币 52.6 元）	15
业绩回顾及预测调整	15
估值	18
SPDBI 乐观与悲观情景假设-H 股	21
SPDBI 乐观与悲观情景假设-A 股	23
财务报表	25

图表目录

图表 1：晶圆代工公司财务预测和潜在升幅	1
图表 2：中芯国际、华虹半导体、台积电、全球晶圆代工：营收同比增速	5
图表 3：中芯国际、华虹半导体、台积电、全球晶圆代工：毛利率走势	5
图表 4：中国台湾地区晶圆代工收入同比增速 vs 全球晶圆代工指数估值 vs 华虹市盈率 vs 中芯市盈率	6
图表 5：我们预计中芯的营收增速将会呈现“double-U”形复苏的态势	6
图表 6：华虹半导体 4Q23 业绩详情	7
图表 7：华虹半导体历史及 4Q23 业绩指引	8
图表 8：华虹半导体财务预测：新预测 vs 前预测	8
图表 9：华虹半导体 EV/EBITDA 估值（2024 年）	9
图表 10：华虹半导体 H 股市盈率：当前 23.8x vs.历史均值 18.5x vs.历史均值以下一个标准差 5.6x	10
图表 11：华虹半导体 H 股 EV/EBITDA：当前 6.4x vs.历史均值 8.3x vs.历史均值以下一个标准差 2.3x	10
图表 12：华虹 A 股股价相较于 H 股溢价	10
图表 13：华虹半导体 H 股（1347.HK）市场普遍预期	11
图表 14：华虹半导体 H 股 SPDBI 情景假设	11
图表 15：SPDBI 目标价：华虹半导体 H 股（1347.HK）	12
图表 16：华虹公司 A 股（688347.CH）SPDBI 情景假设	12
图表 17：SPDBI 目标价：华虹公司 A 股（688347.CH）	13
图表 18：中芯国际 4Q23 业绩详情	16
图表 19：中芯国际历史及 1Q24 业绩指引	16
图表 20：中芯国际财务预测：新预测 vs 前预测	17
图表 21：中芯国际 EV/EBITDA 估值（2024 年）	18

图表 22: 中芯国际港股市盈率: 当前 18.3x vs.历史均值 36.6x vs 历史均值以下一个标准差 12.5x	19
图表 23: 中芯国际港股 EV/EBITDA: 当前 10.2x vs.历史均值 9.9x vs.历史均值以上一个标准差 14.7x	19
图表 24: 中芯国际 A 股市盈率: 当前 52.1x vs.历史均值 79.2x vs 历史均值以下一个标准差 13.4x	19
图表 25: 中芯国际 A 股 EV/EBITDA: 当前 10.2x vs.历史均值 12.8 vs.历史均值以下一个标准差 8.0x	19
图表 26: 中芯国际 A 股股价相较于 H 股溢价	20
图表 27: 中芯国际 H 股 (981.HK) 市场普遍预期	21
图表 28: 中芯国际 H 股 (981.HK) SPDBI 情景假设	21
图表 29: SPDBI 目标价: 中芯国际 H 股 (981.HK)	22
图表 30: 中芯国际 A 股 (688981.CH) 市场普遍预期	23
图表 31: 中芯国际 A 股 (688981.CH) SPDBI 情景假设	23
图表 32: SPDBI 目标价: 中芯国际 A 股 (688981.CH)	24
图表 33: SPDBI 科技行业覆盖公司	26

投资要点

我们仍然对中国晶圆代工行业保持乐观判断，即半导体晶圆代工行业的基本面正在处于周期上行的阶段，收入同比增速将持续改善，利润率也有望跟随收入增速趋势先触底，再上行。

在此前的[晶圆代工行业报告](#)和[2024年科技展望报告](#)中，我们对于中国晶圆代工行业有两个基本面判断，基本在本次中芯和华虹的业绩中得到验证。

第一，我们预期2024年中国晶圆代工行业收入增速会经历比较缓和的改善反弹，会延续2023年三季度已经出现的触底迹象。这在中芯、华虹2023年四季度业绩以及2024年一季度指引有所体现。

第二，我们预期中国晶圆代工行业利润触底落后于收入增速，但是仍然会在今年上半年触底。华虹的毛利率已经在2023年四季度和2024年一季度呈现触底反弹迹象，比较符合我们的预期。而中芯国际的毛利率还在探底过程中。

我们认为半导体晶圆代工行业会遵循这样的发展路径，即下游需求回暖、代工晶圆出货量提升，在产能利用率改善后，产品价格就有望回到上升周期，从而推动毛利率的增长，最后带动经营利润的大幅改善。中国晶圆代工厂商目前正处于这样的上行周期中。

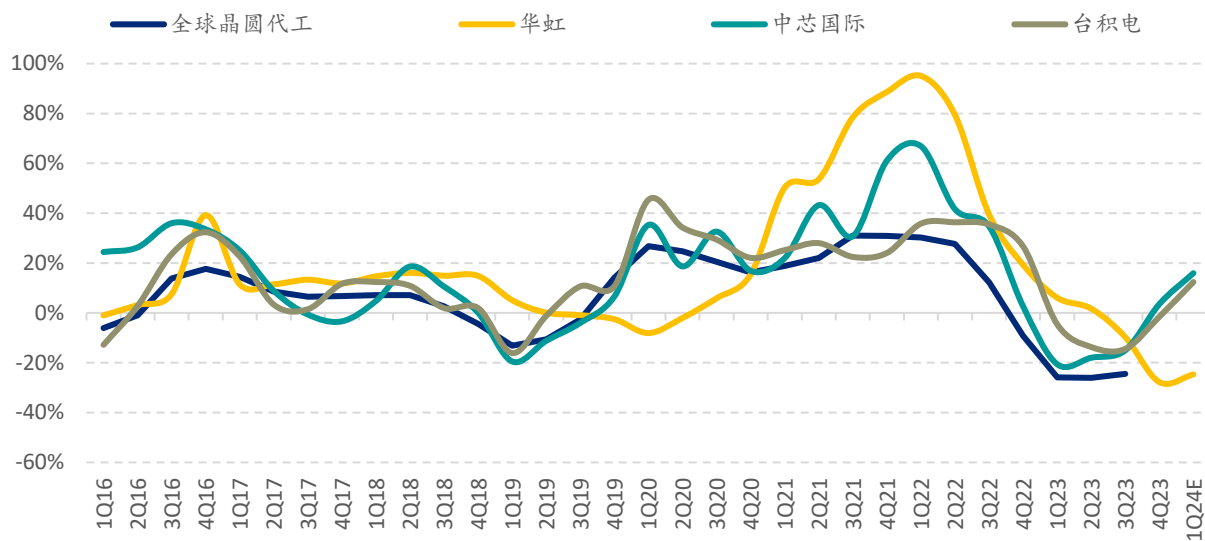
虽然[台积电在其业绩会上](#)指引今年收入增速20%+，快于其他成熟制程厂商的玩家收入增速仍然在向正增速靠拢的步伐，但是晶圆代工行业的基本面上行比较明显。中国台湾地区晶圆代工行业（不含台积电）月度收入同比也持续改善，在2023年4月-9月磨底期间同比下滑25%-29%，在10月、11月、12月连续收窄为-23%、-18%、-14%（图表4）。

进一步看，全球半导体晶圆代工指数估值也在经历缓和的上行过程，在2023年10月、11月、12月分别攀升至16.2x、17.8x、18.7x。我们认为这会带动华虹和中芯的估值再回上升通道。

最后，从晶圆代工个股来看，我们更加偏好华虹半导体，这主要基于华虹在收入增速触底上行的同时，毛利率已经稳步触底并呈现上行态势。在今年上半年，华虹毛利率触底时机可能快于中芯国际。这主要由于中芯收入增量更多来自于智能手机等消费应用的产品升级换代带动的急单需求。中芯的收入增速可能呈现“double-U”的二次探底形态（图表5）。

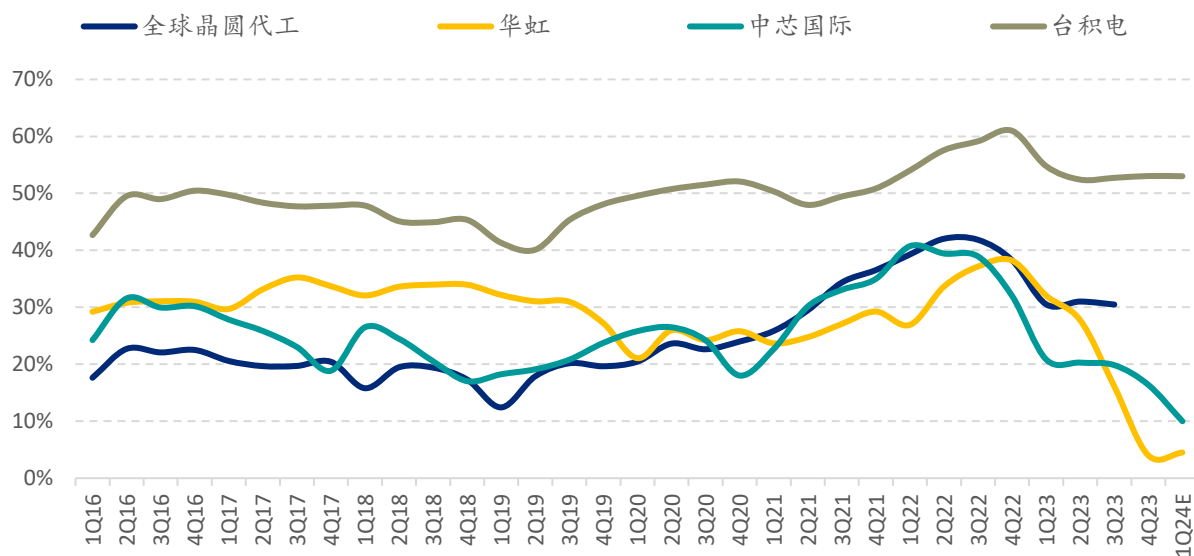
同时，华虹的估值相较于中芯有一定的折价。但是，我们认为中芯在基本面利润在完成第二个“U”形态后，也具备可观的上行空间。

图表 2：中芯国际、华虹半导体、台积电、全球晶圆代工：营收同比增速



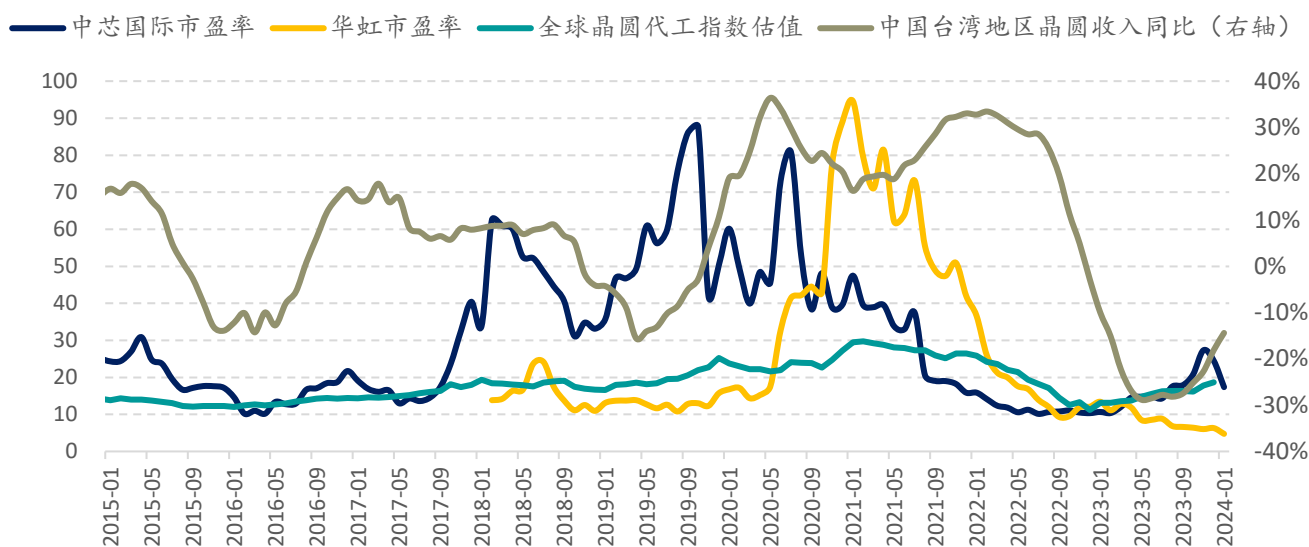
注：4Q23E=公司营收指引中位数计算可得，全球晶圆代工指数包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆、高塔；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：中芯国际、华虹半导体、台积电、全球晶圆代工：毛利率走势



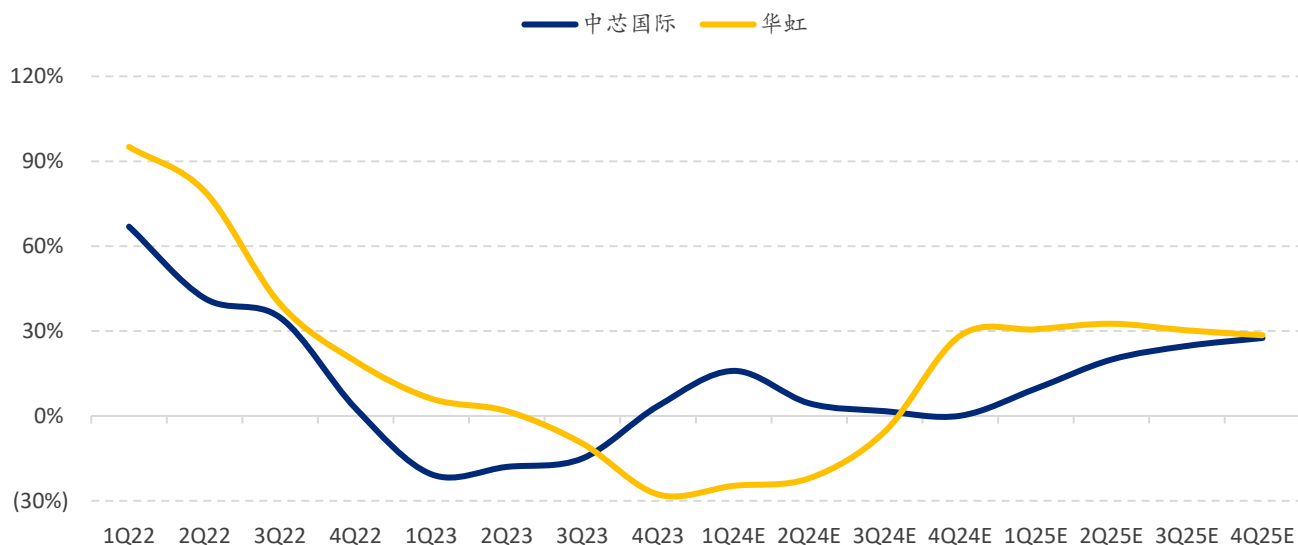
注：4Q23E=公司营收指引中位数计算可得，全球晶圆代工指数包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆、高塔；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 4：中国台湾地区晶圆代工收入同比增速 vs 全球晶圆代工指数估值 vs 华虹市盈率 vs 中芯市盈率



注：全球晶圆代工指数包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆、高塔
资料来源：Factset、Wind、美国半导体协会、浦银国际

图表 5：我们预计中芯的营收增速将会呈现“double-U”形复苏的态势



资料来源：公司公告、Wind

华虹半导体 (1347.HK, 买入, 目标价 20.6 港元; 688347.CH, 买入, 目标价人民币 43.6 元)

业绩回顾及预测调整

华虹半导体 4Q23 业绩:

- 营业收入为 4.55 亿美元, 同比下滑 28%, 环比下滑 20%; 略高于指引下限, 符合市场一致预期。营收下滑主要由于营收占比 55% 的消费电子收入同比下滑 35%。此外, 工业及汽车收入同比下滑 18%, 主要由于超级结和 IGBT 产品需求减弱。
- 毛利率为 4.0%, 同比下滑 34.2 个百分点, 环比下滑 12.1 个百分点。
- 营业利润为 -7700 万美元, 同比和环比均由正转负。营业费用率为 20.9%, 同比上升 11.4 个百分点, 环比上升 5.9 个百分点。
- 净利润为 0.35 亿美元, 同比下滑 78%, 环比增长 155%。

华虹半导体 1Q24 经营指引:

- 收入及毛利率: 公司预计一季度销售收入在 4.5-5 亿美元之间, 毛利率在 3%-6% 之间。收入指引符合市场一致预期, 毛利率指引低于市场一致预期 2.8 个百分点。ASP 下降是收入和毛利率环比下降的主要原因。公司认为 2023 年四季度是业绩最低点, 2024 年将会逐渐复苏。

业绩会要点:

- 毛利率: 公司一季度毛利率下滑, 主要来自于 ASP 下降, 存货减值影响 3.9 个百分点。
- 2024 年展望: 公司表示当前在手订单开始复苏, 特别是 CIS 芯片。公司预计分立器件和 MCU 将会在二季度和今年下半年迎来复苏。公司预计 2024 年将会前低后高, 整体表现较好。

图表 6: 华虹半导体 4Q23 业绩详情

美元百万	4Q23	4Q22	同比	3Q23	环比
营业收入	455	630	(28%)	569	(20%)
毛利润	18	241	(92%)	92	(80%)
营业利润	(77)	181	N/A	7	N/A
净利润	35	159	(78%)	14	155%
基本每股收益(美元)	0.022	0.122	(82%)	0.009	155%
利润率	4Q23	4Q22	同比 百分点	3Q23	环比 百分点
毛利率	4.0%	38.2%	(34.2)	16.1%	(12.1)
营业费用率	20.9%	9.5%	11.4	15.0%	5.9
营业利润率	(16.9%)	28.7%	(45.6)	1.2%	(18.0)
归母净利率	7.8%	25.3%	(17.5)	2.4%	5.3

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 7：华虹半导体历史及 4Q23 业绩指引

季度指引	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E
营业收入	630	630	580	475	475
最低			560	500	500
最高			600	450	450
实际值	631	631	569	455	
同比	6%	1%	(8%)	(25%)	(25%)
环比	(0%)	(0%)	(8%)	(16%)	4%
毛利率	33.0%	26.0%	17.0%	3.5%	4.5%
最低毛利率	32.0%	25.0%	16.0%	2.0%	3.0%
最高毛利率	34.0%	27.0%	18.0%	5.0%	6.0%
实际值	32.1%	27.7%	16.1%	4.0%	
同比百分点	6.1	(7.6)	(20.2)	(34.7)	(27.6)
环比百分点	(5.2)	(6.1)	(10.7)	(12.6)	0.5

E=华虹半导体指引值

资料来源：公司公告、浦银国际

根据 4Q23 业绩及 1Q24 业绩指引，我们下调了华虹半导体 2024 年的收入和利润预测，其他调整可以参考下方表格。

图表 8：华虹半导体财务预测：新预测 vs 前预测

美元百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	2,089	2,148	(3%)	2,723	2,641	3%	2,921	2,920	0%
毛利润	213	313	(32%)	620	559	11%	721	932	(23%)
经营利润	(148)	60	(345%)	223	228	(2%)	310	556	(44%)
净利润	66	120	(45%)	401	234	71%	490	592	(17%)
基本每股收益 (美元)	0.04	0.07	(40%)	0.25	0.14	81%	0	0.37	(17%)
EBITDA (美元)	602	560	8%	1,024	947	8%	1,148	1,348	(15%)
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	10.2%	14.6%	(4.4)	22.8%	21.2%	1.6	24.7%	31.9%	(7.2)
营业费用率	17.3%	11.8%	5.5	14.6%	12.5%	2.1	14.1%	12.9%	1.2
营业利润率	(7.1%)	2.8%	(9.9)	8.2%	8.6%	(0.5)	10.6%	19.1%	(8.4)
净利率	3.2%	5.6%	(2.4)	14.7%	8.9%	5.9	16.8%	7.9%	8.9
EBITDA 率	28.8%	26.1%	2.8	37.6%	35.9%	1.7	39.3%	46.2%	(6.9)

资料来源：浦银国际预测

估值

我们采用 EV/EBITDA（企业价值倍数法）对华虹半导体进行估值预测。我们给予华虹 2024 年在悲观、基础、乐观情景下的 EV/EBITDA 分别为 7.0x、8.5x、11x。基础情景的 8.5x 目标估值，处于华虹半导体（1347.HK）2015 年以来均值 8.3x 和均值以上一个标准差 14.3x 之间。我们选取 7.8228 的美元兑港元汇率，得到 20.6 港元的目标价，潜在升幅 32%；维持“买入”评级。

对于华虹公司 A 股（688347.CH），上市以来 A 股股价相对 H 股股价的溢价区间在 129%-183%之间（图表 12）。我们假设 A 股相对于港股（1347.HK）的溢价为 130%，我们选取 0.9193 的港元兑人民币汇率，得到人民币 43.6 元的目标价，潜在升幅 31%；维持“买入”评级。

图表 9：华虹半导体 EV/EBITDA 估值（2024 年）

美元百万	悲观情景	基础情景	乐观情景
EBITDA	452	602	663
EBITDA 增速	(43%)	(24%)	(16%)
EV/EBITDA (x)	7.0	8.5	11.0
推算企业价值	3,163	5,121	7,290
减：净负债	(800)	(800)	(800)
目标估值	3,963	5,921	8,090
目标估值 (港元百万)	31,000	46,317	63,283
A 股股数 (百万)	408	408	408
A 股相对 H 股溢价	130%	130%	130%
A 股折合 H 股股数	938	938	938
H 股股数	1,309	1,309	1,309
H 股折合 A 股股数	569.07	569.07	569.07
折合 H 股总股数	2,247	2,247	2,247
目标价 (港元)	13.8	20.6	28.2
潜在升幅	(12%)	32%	80%
折合 A 股总股数	977	977	977
目标价 (人民币)	29.2	43.6	59.6
潜在升幅	(12%)	31%	80%

注：EV/EBITDA：企业价值/EBITDA，即 Enterprise Value/ Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

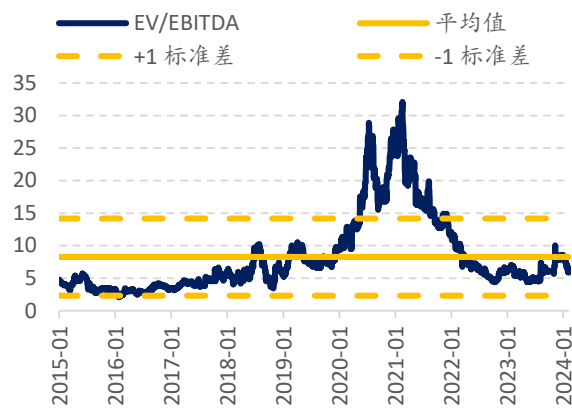
资料来源：浦银国际预测

图表 10: 华虹半导体 H 股市盈率: 当前 23.8x vs. 历史均值 18.5x vs. 历史均值以下一个标准差 5.6x



注: 数据截至 2024 年 2 月 6 日, 历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 华虹半导体 H 股 EV/EBITDA: 当前 6.4x vs. 历史均值 8.3x vs. 历史均值以下一个标准差 2.3x



注: 数据截至 2024 年 2 月 6 日, 历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

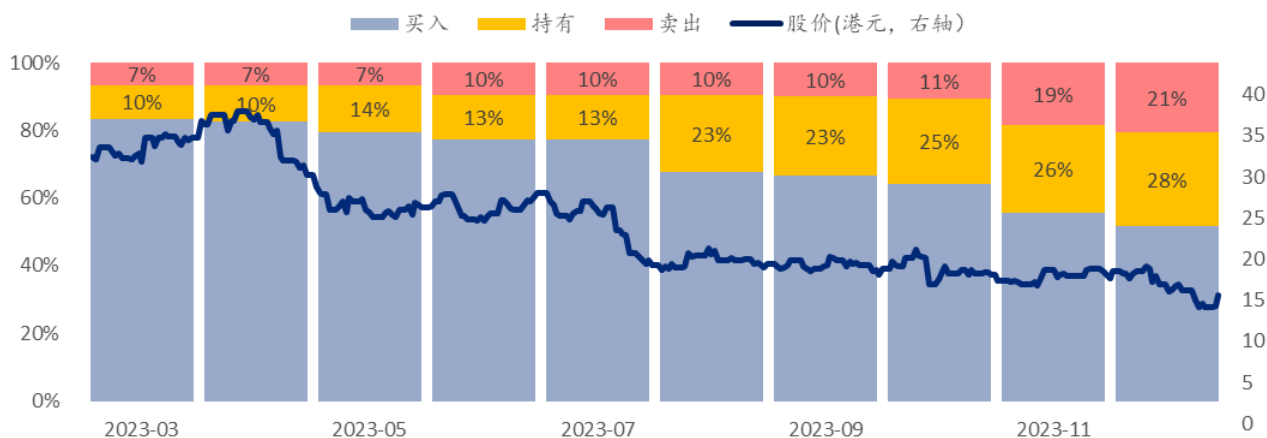
图表 12: 华虹 A 股股价相较于 H 股溢价



注: 数据截至 2024 年 2 月 6 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设-H 股

图表 13: 华虹半导体 H 股 (1347.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 14: 华虹半导体 H 股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 28.2 港元 (概率: 20%)

- 无锡 12 英寸厂的产能爬坡速度快于预期, 带动收入增速高于基本情景假设;
- 半导体行业周期见底回升速度快于预期;
- MCU、IGBT 等功率需求订单好于预期, 带动收入成长。

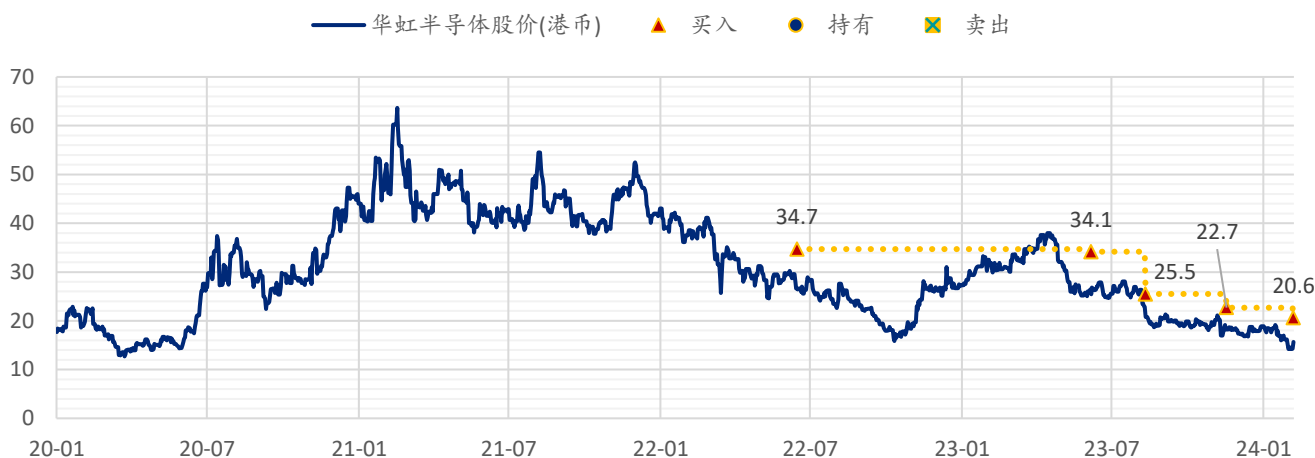
悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 13.8 港元 (概率: 15%)

- 半导体行业下游需求 (智能手机、新能源汽车、工业等) 进一步走弱, 拖累公司业绩增长;
- 晶圆代工产能利用率下降, 盈利能力持续下滑;
- 行业竞争加剧, 拖累公司利润率表现。
- 折旧持续带来盈利压力。

资料来源: 浦银国际

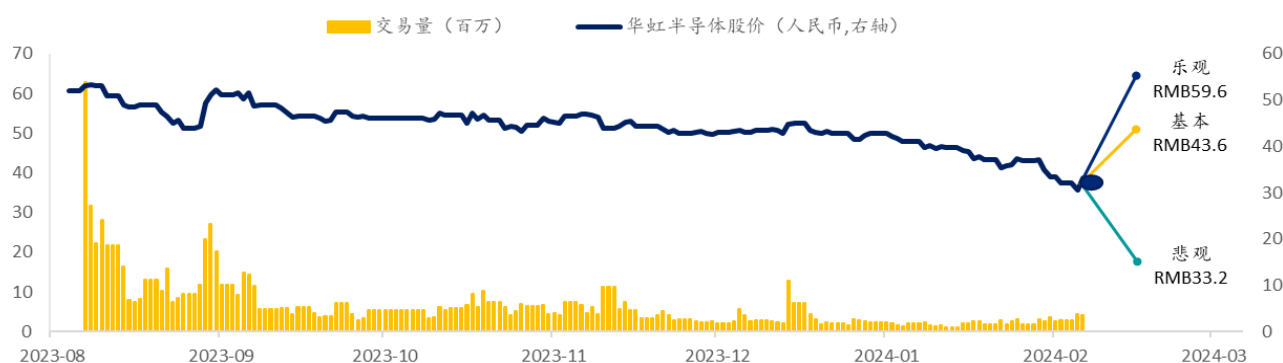
图表 15: SPDBI 目标价: 华虹半导体 H 股 (1347.HK)



注: 截至 2024 年 2 月 6 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设-A 股

图表 16: 华虹公司 A 股 (688347.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 59.6 元 (概率: 20%)

- 无锡 12 英寸厂的产能爬坡速度快于预期, 带动收入增速高于基本情景假设;
- 半导体行业周期见底回升速度快于预期;
- MCU、IGBT 等功率需求订单好于预期, 带动收入成长。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 33.2 元 (概率: 15%)

- 半导体行业下游需求 (智能手机、新能源汽车、工业等) 进一步走弱, 拖累公司业绩增长;
- 晶圆代工产能利用率下降, 盈利能力持续下滑;
- 行业竞争加剧, 拖累公司利润率表现。
- 折旧持续带来盈利压力。

资料来源: 浦银国际

图表 17: SPDBI 目标价: 华虹公司 A 股 (688347.CH)



注: 截至 2024 年 2 月 6 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表

财务报表分析与预测

利润表

美元百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,631	2,475	2,286	2,089	2,723	2,921
营业成本	(1,179)	(1,632)	(1,799)	(1,876)	(2,103)	(2,199)
毛利润	452	844	487	213	620	721
经营支出	(210)	(279)	(333)	(361)	(398)	(411)
销售费用	(11)	(12)	(10)	(10)	(12)	(12)
管理费用	(92)	(106)	(151)	(182)	(198)	(203)
研发费用	(107)	(161)	(172)	(169)	(188)	(196)
经营利润	242	565	154	(148)	223	310
非经营收入	54	(68)	20	83	92	94
财务费用	(13)	(40)	(100)	(100)	(100)	(100)
投资收益	7	12	9	9	9	9
其他	61	(40)	111	175	183	185
税前利润	296	496	174	(65)	315	404
税务费用	(65)	(89)	(47)	(22)	(67)	(67)
税后利润含少数股东权益	231	407	126	(87)	247	336
少数股东权益	(31)	(43)	(154)	(154)	(154)	(154)
净利润	261	450	280	66	401	490
基本股数 (百万)	1,300	1,303	1,580	1,580	1,580	1,580
摊销股数 (百万)	1,320	1,314	1,587	1,587	1,587	1,587
基本每股收益 (美元)	0.20	0.35	0.18	0.04	0.25	0.31
摊销每股收益 (美元)	0.20	0.34	0.18	0.04	0.25	0.31

资产负债表

美元百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,610	2,009	5,585	8,403	11,491	14,892
限制性存款	2	1	32	32	32	32
短期投资	-	-	-	-	-	-
应收账款和应收票据	181	292	279	255	332	356
存货	434	578	450	469	526	550
其他流动资产	165	196	224	205	267	286
流动资产合计	2,392	3,076	6,570	9,363	12,647	16,116
物业、厂房及设备	3,117	3,368	3,519	3,926	4,301	4,654
使用权资产	75	78	79	79	79	79
无形资产	35	33	50	28	16	9
长期投资收益	122	131	139	153	168	185
其他非流动资产	462	370	587	587	587	587
总资产	6,203	7,055	10,943	14,136	17,798	21,630
短期借贷	195	427	193	290	434	651
应付账款和应付票据	194	237	235	245	275	288
其他流动负债	751	719	542	650	780	937
流动负债合计	1,140	1,382	970	1,185	1,490	1,876
长期借款	1,390	1,482	1,907	1,907	1,907	1,907
其他非流动负债	37	56	52	52	52	52
总负债	2,568	2,920	2,929	3,144	3,448	3,834
股本	1,986	1,994	4,934	7,876	10,817	13,759
储备	835	1,036	1,367	1,403	1,819	2,323
少数股东权益	815	1,105	1,714	1,714	1,714	1,714
其他	-	-	-	-	-	-
股东权益总额	3,636	4,135	8,015	10,992	14,350	17,796
总负债和股东权益	6,203	7,055	10,943	14,136	17,798	21,630

现金流量表

美元百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	518	751	779	745	987	1,249
税前利润	296	496	174	(65)	315	404
折旧	308	446	500	545	596	637
摊销	10	11	14	22	12	7
营运资金变动	(73)	(174)	-	143	(37)	101
应收账款减少 (增加)	(60)	(111)	-	24	(77)	(24)
库存减少 (增加)	(207)	(155)	-	(19)	(57)	(24)
应付账款增加 (减少)	63	43	-	10	30	13
其他经营资金变动	131	49	-	128	68	137
利息收入 (支出)	13	40	100	100	100	100
其他	(36)	(68)	(9)	-	-	-
投资活动现金流	(863)	(930)	(833)	(966)	(986)	(1,007)
资本支出	(939)	(996)	(907)	(952)	(971)	(990)
取得或购买长期投资	(17)	(9)	(8)	(14)	(15)	(17)
短期投资	-	-	-	-	-	-
其他	93	75	82	-	-	-
融资活动现金流	1,015	672	3,782	3,038	3,087	3,159
借款	1,019	323	191	97	145	217
发行股份	7	5	2,942	2,942	2,942	2,942
发行债券	-	-	-	-	-	-
现金股利	-	-	-	-	-	-
其他	(12)	344	649	-	-	-
外汇损益	17	(94)	(14)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	687	399	3,714	2,818	3,088	3,401
期初现金及现金等价物	923	1,610	2,009	5,722	8,540	11,628
期末现金及现金等价物	1,610	2,009	5,722	8,540	11,628	15,029

主要财务比率

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营运指标增速						
营业收入增速	70%	52%	(8%)	(9%)	30%	7%
毛利润增速	92%	87%	(42%)	(56%)	191%	16%
营业利润增速	(801%)	133%	(73%)	(196%)	(250%)	39%
净利润增速	163%	72%	(38%)	(76%)	503%	22%
盈利能力						
净资产收益率	7.5%	11.6%	4.6%	0.7%	3.2%	3.0%
总资产报酬率	4.9%	6.8%	3.1%	0.5%	2.5%	2.5%
投入资本回报率	3.6%	7.7%	1.1%	(1.5%)	1.0%	1.3%
利润率						
毛利率	27.7%	34.1%	21.3%	10.2%	22.8%	24.7%
营业利润率	14.8%	22.8%	6.7%	(7.1%)	8.2%	10.6%
净利润率	16.0%	18.2%	12.2%	3.2%	14.7%	16.8%
EBITDA率	38.5%	40.1%	34.5%	28.8%	37.6%	39.3%
营运能力						
现金循环周期	86	100	102	89	80	86
应收账款周转天数	34	35	46	47	39	43
存货周转天数	102	113	104	89	86	89
应付账款周转天数	50	48	48	47	45	47
净债务 (净现金)	(25)	(100)	(3,486)	(6,207)	(9,150)	(12,334)
自由现金流	(505)	(251)	(280)	(442)	(224)	13

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

中芯国际(981.HK, 买入, 目标价 17.9 港元; 688981.CH, 买入, 目标价人民币 52.6 元)

业绩回顾及预测调整

中芯国际 4Q23 业绩:

- 营业收入 16.78 亿美元, 同比增长 4%, 环比增长 4%; 略高于指引中位数, 符合市场一致预期。
- 毛利率为 16.4%, 同比下滑 15.6 个百分点, 环比下滑 3.5 个百分点。毛利率下滑主要由于大宗标准化产品价格下降及产品组合变化带动公司平均晶圆单价下滑。毛利率略高于指引下限, 符合市场一致预期。
- 经营利润为-0.71 亿美元, 同比环比由正转负。营业费用率为 20.6%, 同比上升 0.1 个百分点, 环比上升 1.5 个百分点。
- 净利润为 1.75 亿美元, 同比下滑 55%, 环比增长 86%。

中芯国际 1Q24 业绩指引:

- 收入及毛利率: 公司预计一季度收入环比上涨 0%-2%, 毛利率在 9%-11%之间。收入指引符合市场一致预期, 毛利率指引低于一致预期 6.6 个百分点。
- 2024 年指引及资本开支: 公司预计 2024 年全年营收温和增长, 呈现量增价跌趋势。公司将会通过管控成本、提升效率、提高产能利用率的方式来提振毛利率。公司表示将会在 2024 年继续推进此前公布的 12 寸产能计划, 资本开支与上一年基本持平。

业绩会要点:

- 毛利率: 公司预计 2024 年将会呈现量增价跌的趋势, 叠加过去两年高投入带来的高折旧, 对毛利率较为不利。公司希望通过加强成本控制和提升效率的方法来抵消价格下滑对毛利率的负面影响。公司预计今年价格下滑趋势将会趋向平缓, 三季度开始价格有望企稳。
- CAPEX: 公司表示虽然当前半导体周期处于底部, 产能扩张仍然将会按照计划进行。公司的产能扩张主要基于对市场的长期本土化需求判断, 不会太过关注短期的市场变化。

图表 18: 中芯国际 4Q23 业绩详情

美元百万	4Q23	4Q22	同比	3Q23	环比
营业收入	1,678	1,621	4%	1,621	4%
毛利润	275	519	(47%)	322	(15%)
经营利润	(71)	186	N/A	11	N/A
净利润	175	386	(55%)	94	86%
基本每股收益 (美元)	0.02	0.05	(55%)	0.01	86%

利润率	4Q23	4Q22	同比 百分点	3Q23	环比 百分点
毛利率	16.4%	32.0%	(15.6)	19.8%	(3.5)
营业费用率	20.6%	20.5%	0.1	19.2%	1.5
营业利润率	(4.3%)	11.5%	(15.7)	0.7%	(4.9)
净利率	10.4%	23.8%	(13.4)	5.8%	4.6

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 19: 中芯国际历史及 1Q24 业绩指引

季度指引 美元百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E
营业收入	1,443	1,550	1,623	1,653	1,695
最低营收	1,427	1,535	1,607	1,637	1,678
最高营收	1,459	1,565	1,638	1,669	1,712
最低环比	(12%)	5%	3%	1%	0%
最高环比	(10%)	7%	5%	3%	2%
vs 实际营收	1,462	1,560	1,621	1,678	
同比	(22%)	(19%)	(15%)	2%	16%
环比	(11%)	6%	4%	2%	1%
毛利率	20%	20%	19%	17%	10%
最低毛利率	19%	19%	18%	16%	9%
最高毛利率	21%	21%	20%	18%	11%
vs 实际毛利率	20.8%	20.3%	19.8%	16.4%	
同比百分点	(20.7)	(19.4)	(19.9)	(15.0)	(10.8)
环比百分点	(12.0)	(0.8)	(1.3)	(2.8)	(6.4)

E=中芯国际指引值

资料来源: 公司公告、浦银国际

根据中芯国际 4Q23 业绩以及 1Q24 业绩指引，我们主要下调公司 2024 年、2025 年的营收及毛利率，以反映半导体行业基本面周期下行的情况。

图表 20：中芯国际财务预测：新预测 vs 前预测

美元百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	6,643	7,016	(5%)	8,000	8,905	(10%)	9,118	10,191	(11%)
毛利润	926	1,373	(33%)	1,716	2,264	(24%)	2,549	2,879	(11%)
经营利润	(332)	63	N/A	228	633	(64%)	929	1,092	(15%)
净利润	404	696	(42%)	903	1,207	(25%)	1,588	1,663	(5%)
基本每股收益 (美元)	0.05	0.09	(42%)	0.11	0.15	(25%)	0.20	0.21	(4%)
EBITDA (美元)	3,685	3,949	(7%)	4,496	4,773	(6%)	5,595	5,631	(1%)
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	13.9%	19.6%	(5.6)	21.4%	25.4%	(4.0)	28.0%	28.2%	(0.3)
营业费用率	18.9%	18.7%	0.3	18.6%	18.3%	0.3	17.8%	17.5%	0.2
营业利润率	(5.0%)	0.9%	(5.9)	2.9%	7.1%	(4.3)	10.2%	10.7%	(0.5)
净利率	6.1%	9.9%	(3.8)	11.3%	13.6%	(2.3)	17.4%	16.3%	1.1
EBITDA 率	55.5%	56.3%	(0.8)	56.2%	53.6%	2.6	61.4%	55.3%	6.1

资料来源：浦银国际预测

估值

我们采用 EV/EBITDA (企业价值倍数法) 对中芯国际进行估值预测。在悲观、基础、乐观三种情景下，我们分别给予中芯国际 2024 年 7.0x、9.5x、11.0x 的目标 EV/EBITDA。基础情景的 9.5x 目标估值，处于中芯国际港股 (981.HK) 2015 年以来均值 9.9x 和均值以下一个标准差 5.1x 之间。我们选取 7.8228 的美元兑港元汇率，得到 17.9 港元的目标价，潜在升幅 16%；维持“买入”评级。目标价下调主要由于 1Q24 毛利率指引持续下滑，公司预计当前正处在 double-U 复苏的第一个 U 形中，因而给予更低估值。

对于中芯国际 A 股 (688981.CH)，过去一年 A 股股价相较于 H 股股价的溢价区间在 153%-237% 之间 (图表 26)。我们假设 A 股相对于港股 (981.HK) 的溢价为 220%，并按照 0.9193 的港元对人民币汇率，得到人民币 52.6 元的目标价，潜在升幅 17%；维持“买入”评级。

图表 21：中芯国际 EV/EBITDA 估值 (2024 年)

美元百万	悲观情景	基础情景	乐观情景
EBITDA	2,929	3,685	4,053
EBITDA 增速	(28%)	(9%)	0%
EV/EBITDA(x)	7.0	9.5	11.0
推算企业价值	20,506	35,006	44,586
减：净负债	7,107	7,107	7,107
目标估值	13,399	27,899	37,479
目标估值	104,816	218,245	293,192
(港元百万)			
A 股股数 (百万)	1,957	1,957	1,957
A 股相对 H 股溢价	220%	220%	220%
A 股折合 H 股股数	6,264	6,264	6,264
H 股股数	5,951	5,951	5,951
折合 H 股总股数	12,215	12,215	12,215
981.HK 目标价	8.6	17.9	24.0
(港元)			
688981.CH 目标价	25.2	52.6	70.6
(人民币)			
981.HK 潜在升幅	-44%	16%	56%
688981.CH 潜在升幅	-44%	17%	57%

注：EV/EBITDA：企业价值/EBITDA，即 Enterprise Value/ Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

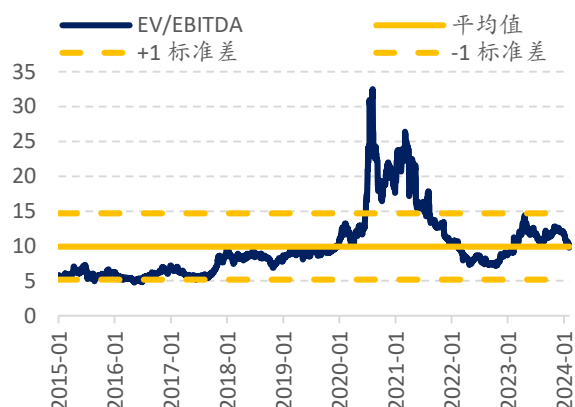
资料来源：浦银国际预测

图表 22: 中芯国际港股市盈率: 当前 18.3x vs. 历史均值 36.6x vs 历史均值以下一个标准差 12.5x



注: 数据截至 2024 年 2 月 6 日, 历史均值取自 2019 年 7 月 1 日以来;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 23: 中芯国际港股 EV/EBITDA: 当前 10.2x vs. 历史均值 9.9x vs. 历史均值以上一个标准差 14.7x



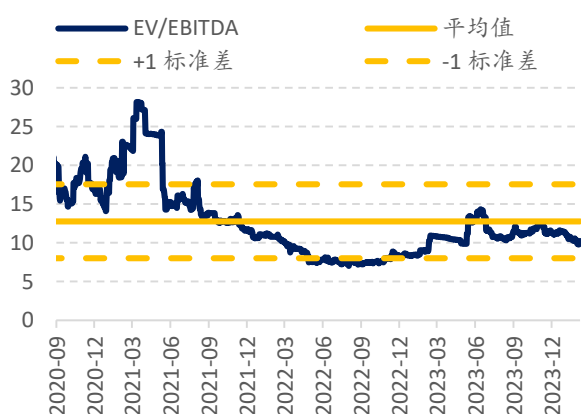
注: 数据截至 2024 年 2 月 6 日, 历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 24: 中芯国际 A 股市盈率: 当前 52.1x vs. 历史均值 79.2x vs 历史均值以下一个标准差 13.4x



注: 数据截至 2024 年 2 月 6 日, 历史均值取自上市以来;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 25: 中芯国际 A 股 EV/EBITDA: 当前 10.2x vs. 历史均值 12.8 vs. 历史均值以下一个标准差 8.0x



注: 数据截至 2024 年 2 月 6 日, 历史均值取自上市以来;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

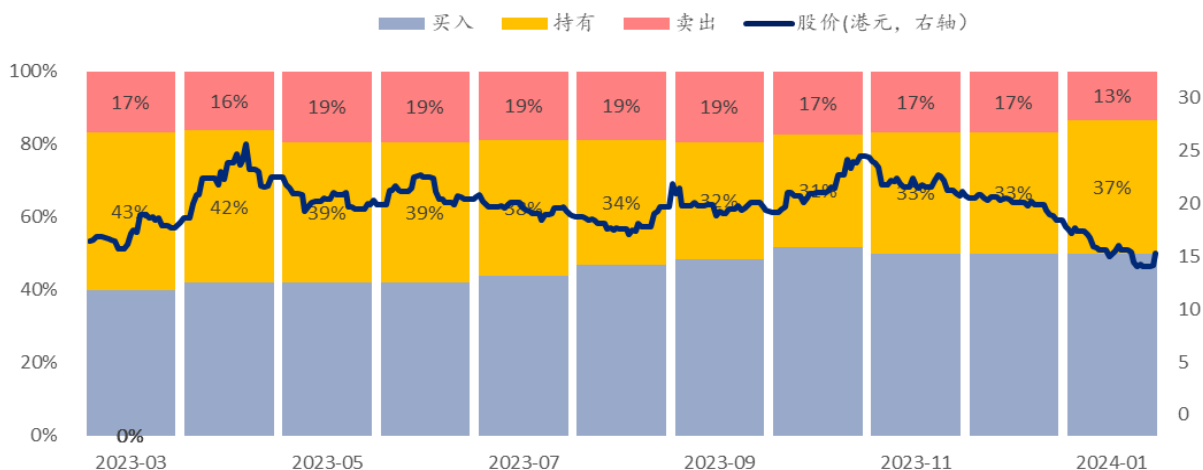
图表 26：中芯国际 A 股股价相较于 H 股溢价



注：数据截至 2024 年 2 月 6 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设-H 股

图表 27: 中芯国际 H 股 (981.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 28: 中芯国际 H 股 (981.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 24.0 港元 (概率: 15%)

- 公司产品价格企稳回升速度快于基本情景假设;
- 半导体行业周期回升速度快于预期;
- 公司的产能利用率回升趋势延续良好, 利于提升收入表现。
- 下半年订单需求增长持续, 带动全年增长。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 8.6 港元 (概率: 15%)

- 半导体行业下游需求 (智能手机、新能源汽车、工业等) 进一步走弱, 拖累公司业绩增长;
- 晶圆代工产能利用率下降, 盈利能力持续下滑;
- 行业竞争加剧, 拖累公司利润率表现。
- 产品价格持续承压, 价格修复速度不及基本情景假设。

资料来源: 浦银国际

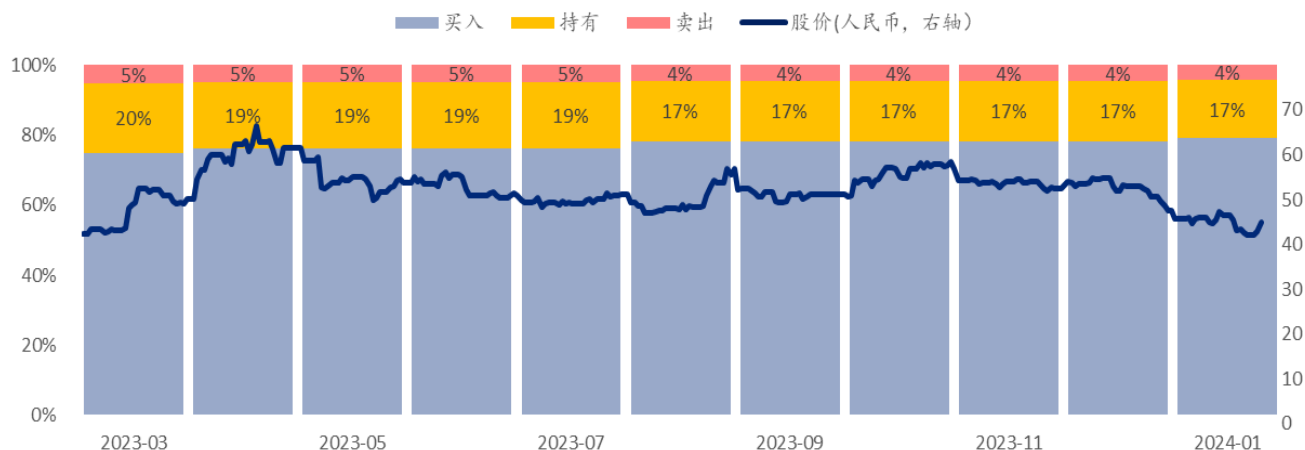
图表 29: SPDBI 目标价: 中芯国际 H 股 (981.HK)



注: 截至 2024 年 2 月 6 收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

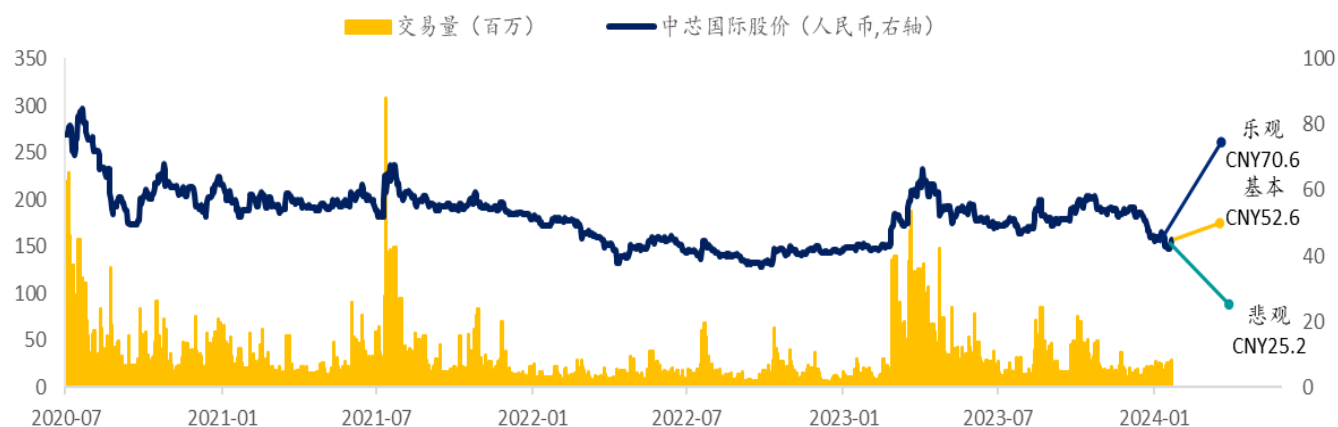
SPDBI 乐观与悲观情景假设-A 股

图表 30：中芯国际 A 股（688981.CH）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 31：中芯国际 A 股（688981.CH）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：人民币 70.6 元（概率：15%）

- 公司产品价格企稳回升速度快于基本情景假设；
- 半导体行业周期回升速度快于预期；
- 公司的产能利用率回升趋势延续良好，利于提升收入表现。
- 下半年订单需求增长持续，带动全年增长。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：人民币 25.2 元（概率：15%）

- 半导体行业下游需求（智能手机、新能源汽车、工业等）进一步走弱，拖累公司业绩增长；
- 晶圆代工产能利用率下降，盈利能力持续下滑；
- 行业竞争加剧，拖累公司利润率表现。
- 产品价格持续承压，价格修复速度不及基本情景假设。

资料来源：浦银国际

图表 32: SPDBI 目标价: 中芯国际 A 股 (688981.CH)



注: 截至 2024 年 2 月 6 收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表

财务报表分析与预测

利润表

美元百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,273	6,322	6,643	8,000	9,118
营业成本	(4,512)	(5,104)	(5,718)	(6,284)	(6,569)
毛利润	2,762	1,218	926	1,716	2,549
经营支出	(1,261)	(1,226)	(1,257)	(1,487)	(1,620)
销售费用	(34)	(36)	(38)	(43)	(40)
管理费用	(494)	(482)	(487)	(571)	(586)
研发费用	(733)	(707)	(733)	(873)	(995)
经营利润	1,501	(8)	(332)	228	929
非经营收入	713	1,195	992	957	957
财务费用	(126)	(209)	(176)	(176)	(176)
投资收益	122	24	24	24	24
其他	368	644	444	444	444
税前利润	2,214	1,187	660	1,185	1,885
所得税	(16)	(63)	(33)	(59)	(75)
税后利润含少数股东权益	2,198	1,125	627	1,126	1,810
少数股东权益	380	222	222	222	222
净利润	1,818	903	404	903	1,588
基本股数 (百万)	7,909	7,909	7,909	7,909	7,909
摊销股数 (百万)	7,934	7,934	7,934	7,934	7,934
基本每股收益 (美元)	0.23	0.11	0.05	0.11	0.20
摊销每股收益 (美元)	0.23	0.11	0.05	0.11	0.20

资产负债表

美元百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,933	6,488	3,558	875	(436)
限制性存款	677	677	677	677	677
短期投资	522	454	477	575	655
应收账款和应收票据	1,303	1,132	1,071	1,161	1,190
存货	1,911	2,162	2,180	2,396	2,254
其他流动资产	5,248	5,511	5,786	6,075	6,379
流动资产合计	16,594	16,424	13,749	11,759	10,719
物业、厂房及设备	18,856	22,477	25,779	28,674	31,043
使用权资产	530	530	530	530	530
无形资产	45	20	(5)	(30)	(49)
长期投资收益	7,716	8,487	9,336	10,270	11,297
其他非流动资产	67	67	67	67	67
总资产	43,808	48,005	49,456	51,269	53,607
短期借贷	1,268	3,551	3,906	4,101	4,306
应付账款和应付票据	3,217	3,639	3,669	3,952	4,049
其他流动负债	2,540	3,048	3,657	3,730	3,805
流动负债合计	7,025	10,238	11,233	11,784	12,160
长期借款	6,718	6,739	6,759	7,059	7,359
其他非流动负债	1,103	1,103	1,103	1,103	1,103
总负债	14,846	18,080	19,094	19,946	20,622
股本	32	32	32	32	32
储备	13,963	14,927	15,364	16,325	17,987
少数股东权益	9,811	9,811	9,811	9,811	9,811
其他	5,155	5,155	5,155	5,155	5,155
股东权益总额	28,961	29,925	30,362	31,323	32,985
总负债和股东权益	43,808	48,005	49,456	51,269	53,607

现金流量表

美元百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,348	4,206	3,692	3,857	5,174
税后利润含少数股东权益	2,198	1,125	627	1,126	1,810
折旧	2,252	2,630	2,824	3,109	3,514
摊销	19	25	25	25	19
营运资金变动	894	587	408	(239)	(21)
应收账款减少 (增加)	(12)	170	61	(90)	(30)
库存减少 (增加)	(782)	(251)	(18)	(216)	142
应付账款增加 (减少)	792	422	30	283	96
其他经营资金变动	895	246	334	(216)	(229)
所得税	16	63	33	59	75
利息收入 (支出)	(224)	(224)	(224)	(224)	(224)
其他	192	-	-	-	-
投资活动现金流	(10,392)	(6,954)	(6,998)	(7,035)	(6,991)
资本支出	(6,251)	(6,251)	(6,126)	(6,004)	(5,883)
取得或购买长期投资	(4,061)	(772)	(849)	(934)	(1,027)
短期投资	(320)	68	(23)	(97)	(80)
其他	241	-	-	-	-
融资活动现金流	3,614	2,303	375	495	505
借款	2,356	2,283	355	195	205
发行股份	58	-	-	-	-
发行债券	20	20	20	300	300
现金股利	-	-	-	-	-
其他	1,180	-	-	-	-
外汇损益	(220)	-	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(1,649)	(445)	(2,930)	(2,682)	(1,312)
期初现金及现金等价物	8,582	6,933	6,488	3,558	875
期末现金及现金等价物	6,933	6,488	3,558	875	(436)

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营运指标增速					
营业收入增速	34%	(13%)	5%	20%	14%
毛利润增速	65%	(56%)	(24%)	85%	49%
营业利润增速	105%	(101%)	4070%	(169%)	307%
净利润增速	7%	(50%)	(55%)	123%	76%
盈利能力					
净资产收益率	6.7%	3.1%	1.3%	2.9%	4.9%
总资产报酬率	4.5%	2.0%	0.8%	1.8%	3.0%
投入资本回报率	4.0%	(0.0%)	(0.8%)	0.5%	2.0%
利润率					
毛利率	38.0%	19.3%	13.9%	21.4%	28.0%
营业利润率	20.6%	(0.1%)	(5.0%)	2.9%	10.2%
净利润率	25.0%	14.3%	6.1%	11.3%	17.4%
EBITDA率	63.4%	64.1%	55.5%	56.2%	61.4%
营运能力					
现金循环周期	(15)	(29)	(34)	(38)	(46)
应收账款周转天数	63	70	61	51	47
存货周转天数	126	146	139	133	129
应付账款周转天数	204	245	233	221	222
净债务 (净现金)	1,054	3,802	7,107	10,285	12,102
自由现金流	(1,596)	(3,016)	(3,185)	(2,891)	(1,480)

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

图表 33: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	12.9	买入	15.4	15/5/2023	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	150.1	买入	177.7	13/10/2023	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	28.5	买入	44.5	18/10/2023	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	32.4	买入	49.9	26/10/2023	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	28.2	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	11.0	买入	11.4	29/5/2022	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	17.6	买入	17.5	29/5/2022	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	48.5	买入	80.8	10/11/2023	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	2.7	买入	5.1	10/11/2023	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	84.1	买入	127.9	10/11/2023	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	6.0	买入	9.4	15/6/2023	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	44.7	买入	73.9	15/6/2023	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	8.8	买入	20.3	7/12/2023	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	33.5	买入	79.5	7/12/2023	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	31.0	买入	46.0	7/12/2023	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	119.0	买入	179.9	7/12/2023	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	22.4	买入	47.5	7/12/2023	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	185.1	持有	202.9	26/1/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	180.9	买入	280.4	3/11/2023	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	175.9	买入	302.9	3/11/2023	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	15.3	买入	17.9	7/2/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	45.0	买入	52.6	7/2/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	15.7	买入	20.6	7/2/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	33.2	买入	43.6	7/2/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	39.4	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	17.3	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	38.5	买入	43.4	25/10/2023	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气	33.7	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气	19.7	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	131.8	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	28.8	买入	44.4	20/9/2023	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	25.0	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体

注: A 股、港股截至 2024 年 2 月 6 日收盘价; 美股截至 2024 年 2 月 6 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com
852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

