

➤ **事件：**根据半导体行业观察 6 月 22 日报道，多家芯片厂商和晶圆代工厂陆续宣布价格调整，或将启动新一轮涨价。

➤ **稼动率持续回暖，价格有望止跌回升。**根据 TrendForce，中国大陆 6.18 促销节、下半年智能手机新机发布有望带动库存回补，正面影响产能利用率。受益于 IC 国产替代，产能利用率复苏进度较快，甚至部分制程产能已满载。下半年进入传统备货旺季，产能吃紧情境可能延续至年底，中国大陆 Foundry 有望止跌回升，甚至进一步酝酿特定制程涨价。

➤ **全球晶圆厂及产能动态：**2024 年一季度，稼动率持续复苏，各大晶圆厂第一季度财报表示，行业回暖显著，台积电和华虹均预期价格回升。

台积电：下半年产能利用率有望破 100%，计划对先进制程调涨价格。5/4nm 和 3nm 下半年产能利用率有望突破 100%，能见度已延伸至 2025 年；台积电计划针对需求畅旺的先进制程调涨价格。

华虹半导体：产能利用率 Q1 显著回升，公司预期价格有望回升。24 第一季度产能利用率、销售收入、毛利率均实现环比提升，8 英寸和 12 英寸接近满载，公司认为价格下降趋势接近尾声。同时，公司认为 CIS 需求强劲，当前并无减弱迹象。

中芯国际：Q2 预计环比增长，需求持续回暖。一季度收入超越指引，二季度预计将继续成长，稼动率修复好于预期，下游客户需求持续回暖。12 英寸产线利用率目前接近瓶颈，价格稳定，公司预计稼动率持续满载，需求明显看到好转，展望二季度，客户的拉货需求仍将持续。

晶合集成：稼动率维持高位，营收显著增长。24Q1 营业收入同期增长 104.44%，整体稼动率维持高位。

芯联集成：产线开工率稳步提升，收入稳定增长，净利润同比大幅减亏。24Q1 营业收入同比增长 17.2%，归母净利润同比减亏 2.57 亿元。

晶圆厂估值对比分析：挑选格芯、联华电子作为华虹、中芯国际的可比公司讨论目前估值。从剔除现金 PE 来看，华虹剔除现金 2024PE 仅为 3.0x，显著低于全球可比公司，具备投资价值。从剔除现金 PB 来看，中芯国际已经跃升为全球第三大芯片代工巨头，仍然和可比公司具有显著的估值差距，建议重点关注。

➤ **投资建议：**晶圆制造行业逐步复苏，市场需求回暖，各企业稼动率持续提高，我们建议关注国内龙头公司华虹半导体、中芯国际、芯联集成、晶合集成等。

➤ **风险提示：**下游需求复苏不及预期；先进工艺研发不及预期；地缘政治加剧

推荐

维持评级



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 李萌

执业证书：S0100522080001

邮箱：limeng@mszq.com

相关研究

- 电子行业 2024 年中期投资策略：AI 产业的新范式-2024/06/18
- 电子行业点评：WWDC 召开，三大视角探索苹果端侧 AI 创新-2024/06/12
- 电子行业点评：基于全球视角，探讨 MLCC 的 AI 驱动力-2024/06/02
- 电子行业点评：苹果携手 OpenAI，揭开 AI Phone 的面纱-2024/05/28
- 半导体行业点评：大基金三期成立，国产替代加速-2024/05/28

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
0981.HK	中芯国际	18.62	0.81	0.50	0.74	22	48	29
1347.HK	华虹半导体	24.55	1.16	0.49	0.94	15	49	26
688469.SH	芯联集成	3.96	-0.28	-0.17	-0.10	/	/	/
688249.SH	晶合集成	15.82	0.11	0.43	0.67	164	37	24

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2024 年 06 月 21 日收盘价；未覆盖公司数据采用 iFinD 一致预期；汇率选取 1 美元：7.261 元，1 港币：0.93 元)

目录

1 晶圆厂稼动率回暖酝酿涨价	3
1.1 全球晶圆厂及产能动态.....	3
1.2 晶圆厂估值对比分析.....	4
2 投资建议	5
3 风险提示	6

1 晶圆厂稼动率回暖酝酿涨价

TrendForce 预估中国大陆 Foundry 稼动率回暖，甚至进一步酝酿特定制程涨价，价格有望止跌回升。根据 TrendForce，中国大陆 6.18 促销节、下半年智能手机新机发布有望带动供应链启动库存回补，对 Foundry 产能利用率亦带来正面影响，运营正式度过低谷。受益于 IC 国产替代，中国大陆 Foundry 产能利用率复苏进度较其他同业更快，甚至部分制程产能无法满足客户需求，已呈满载情况。另一方面，通常下半年进入传统备货旺季，产能吃紧情境可能延续至年底，使得中国大陆 Foundry 有望止跌回升，甚至进一步酝酿特定制程涨价。

1.1 全球晶圆厂及产能动态

2024 年一季度，稼动率持续复苏，各大晶圆厂第一季度财报表示，行业回暖显著。台积电和华虹均预期价格回升，各大晶圆厂均对行业持看好态势，酝酿涨价。

台积电：下半年产能利用率有望破 100%，计划对先进制程调涨价格。台积电在 AI 应用、PC 新平台等 HPC 应用及智能手机高端新品推动下，5/4nm 满载，需求主要来自智能手机与 AI 芯片在内的 HPC 客户。同时 3nm 工艺的订单量也优于预期，产能利用率从 2023 年底的 75% 拉升至现在的 95%。5/4nm 和 3nm 今年下半年产能利用率有望突破 100%，且能见度已延伸至 2025 年；随着海外扩厂、电费涨价等成本压力，台积电计划针对需求畅旺的先进制程调涨价格。

华虹半导体：产能利用率 Q1 显著回升，预期价格有望回升。24 年第一季度的产能利用率、销售收入、毛利率均实现环比提升。一季度营收 4.6 亿美元，环比增长 1%，毛利率 6.4%，环比改善 2.4pcts，略高于指引。华虹半导体预计二季度销售收入约在 4.7 亿美元至 5.0 亿美元之间，对应环比增长 2%-9%，毛利率在 6% 至 10% 之间。当季产能利用率达到 91.7%，环比增加 7.6pcts，其中 8 英寸产能利用率为 100.3%，12 英寸为 84.2%。公司第一条十二英寸生产线 2024 年全年将在月产能 9.45 万片的基础上运行，第二条十二英寸生产线也正在建设过程中，预计将于年底建成投产。目前无论 8 英寸还是 12 英寸都接近满载，价格下降的趋势已经接近尾声，公司预计未来几个季度价格可能会开始回升。同时公司认为 CIS 有强劲的需求，而且从目前来看，需求并无减弱的迹象。

中芯国际：Q2 预计环比增长，需求持续回暖。24 一季度收入超越指引，二季度预计将继续成长，二季度收入指引预计环比增长 5-7%。上半年公司收入预计较去年同期增长接近两成，24Q1 营业收入为 17.5 亿美元，环比增长 4.3%，同比增长 19.7%，实现连续四个季度爬升；毛利率为 13.7%，好于指引。稼动率修复好于预期，24Q1 稼动率约 80.8%，环比增加 4.0pcts，同比提高 12.7pcts，下游客户需求持续回暖，客户备货意愿有所上升，环比增长 7%。12 英寸产线利用率目前接近瓶颈，价格稳定，公司预计 12 寸稼动率持续满载，需求明显看到好转：1) 国际消费市场部分恢复，开始补单；2) 体育年导致机顶盒、电视销售增加，明显比

去年多；3) 对中国智能手机厂商供不应求。展望二季度，部分客户的拉货需求仍将持续。

晶合集成：稼动率维持高位，营收显著增长。24Q1 营业收入 22.28 亿元，较上年同期增长 104.44%，2024 年 Q1 整体稼动率维持高位。主要系公司持续优化产品结构，强化技术实力，产品市场竞争力提升，同时半导体行业景气度回升，市场整体需求有所回暖所致。

芯联集成：产线开工率稳步提升，收入稳定增长，归母净利润同比大幅减亏。2024 年 Q1 营业收入 13.53 亿元，同比增长 17.2%，一季度公司归母净利润为-2.42 亿元，同比减亏 2.57 亿元。

1.2 晶圆厂估值对比分析

考虑到华虹半导体作为中国大陆特色工艺最具代表性的企业，中芯国际目前仍以成熟制程为主，特从全球选取格芯、联电两家专注于成熟工艺与特色工艺的晶圆厂作为可比公司讨论估值情况。

现金及借款、净资产等数据参考 2024 年一季报，格芯、联华电子盈利预测参考彭博一致预期，华虹、中芯国际盈利预测参考 iFinD 一致预期。现金的计算公式为：货币资金+交易性金融资产-短期借款。市值选取 6 月 21 日收盘价，汇率选取 1 美元:7.261 人民币，1 港币:0.93 人民币，美股以短期投资科目作为交易性金融资产。

从 PE 估值来看，统计以上四家剔除现金市值，华虹、中芯国际、联华电子、格芯分别为 24/1682/1376/1801 亿元人民币。并以 2024 年预测净利润计算得到剔除现金 PE(2024E)，华虹、中芯国际、联电、格芯分别为 3.0/58.9/12.9/33.6x，对比而言，华虹半导体显著低于可比公司，中芯数值偏大可能受到当期折旧影响。

从 PB 估值上来看，当前 PB(MRQ)华虹、中芯国际、联华电子、格芯分别为 1.00/1.38/1.89/2.50x，华虹和中芯显著低于可比公司。进一步从剔除现金 PB 来看，华虹、中芯国际、联华电子、格芯分别为 0.05/1.15/1.61/2.22，国产晶圆厂估值优势更为显著。

图1：晶圆厂估值对比（单位：亿元人民币；汇率选取1美元：7.261元，1港币：0.93元）

【民生电子】晶圆厂估值对比					
可比公司		华虹半导体	中芯国际	联电	格芯
证券代码		1347.HK	0981.HK	UMC.N	GFS.O
现金及借款	现金及现金等价物	443	388	270	162
	交易性金融资产	0	17	1	80
	短期借款	17	108	58	39
市值	总市值	450	1978	1590	2004
	剔除现金市值	23.9	1681.8	1376.3	1800.6
PE	净利润2023	20.0	64.3	138.4	72.4
	净利润2024E	8.0	28.5	107.0	53.6
	剔除现金PE2023	1.2	26.2	9.9	24.9
	剔除现金PE2024E	3.0	58.9	12.9	33.6
PB	净资产	459	1459	855	812
	PB (MRQ)	1.00	1.38	1.89	2.50
	剔除现金PB	0.05	1.15	1.61	2.22

资料来源：iFinD，彭博，民生证券研究院（市值选取6月21日收盘价）

2 投资建议

晶圆制造行业正在逐步复苏，市场需求回暖，行业的景气度将带动各企业稼动率的提高，从而促进业绩的持续增长。因此，我们建议关注国内龙头公司华虹半导体、中芯国际、芯联集成、晶合集成等。

3 风险提示

1) 下游需求复苏不及预期。如果下游需求达不到当前预期水平，可能使得公司销售收入增长放缓，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

2) 先进工艺研发不及预期。先进工艺的研发是推动晶圆厂技术进步和竞争力提升的关键，若技术研发进度缓慢，公司销售收入和产值可能会受到影响。

3) 地缘政治加剧。地缘政治的不稳定因素可能会对公司的供应链、运营成本等多个方面造成冲击，从而对公司发展带来潜在风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026