



# 中国半导体晶圆代工：周期切换中的 2Q23 业绩思考

维持全球半导体行业周期下行预计今年二、三季度见底的判断，持续看好半导体晶圆代工行业标的：首先，我们维持此前判断，即半导体行业处于下行与上行切换的阶段。半导体行业基本面在今年二、三季度有望触底，估值面已经完成触底并形成向上趋势，半导体行业上行机会大于下行风险。其次，我们看到半导体不同环节不同玩家各自所处行业周期阶段有所不同。中芯国际相较于华虹半导体，收入增速更早完成触底，也因此中芯国际估值相对华虹半导体处于更前端的位置。另外，从毛利率指标看，中芯、华虹、台积电等在二、三季度仍处于下行阶段，而三、四季度有望触底。根据半年报业绩和三季度指引，在行业基本面下行阶段，我们下调中芯和华虹盈利预测及目标，但是重申这两家公司的“买入”评级。鉴于华虹半导体估值相对性价比更高，维持优先推荐的判断。

**中芯国际 2Q23 业绩：**中芯国际 2Q23 业绩大体符合预期。公司一、二季度收入同比增速分别为-21%、-18%，我们预测三季度为-12%，呈现逐步收窄的趋势，一季度收入增速为今年底部。公司一、二季度毛利率分别为 20.8%、20.3%，我们预测三季度为 19.1%，虽然仍在逐步下行，但是与去年三季度之前 30%以上的毛利率相比有明显底部徘徊迹象。我们认为中芯国际相对于半导体行业基本面有望更早触底，这主要得益于中国地区客户新产品拉货动能。

**华虹半导体 2Q23 业绩：**华虹半导体 2Q23 业绩表现优异，但是 3Q23 业绩指引低于我们此前预期。在连续四个季度维持约 6.3 亿美元的高点后，华虹三季度营收指引下降至 5.8 亿美元。受到产品价格下降以及新产能增加折旧影响，公司三季度毛利率指引大幅下降至 17%的中位数。但是，我们看到分立器件、工业及汽车等依然维持较强成长动能。同时，12 寸的新增产能可以持续满足细分品类的增长需求。

**估值：**中芯国际港股目标价为 21.6 港元，对应 2024 年 EV/EBITDA 为 8.7x，对应市盈率为 26x。华虹半导体目标价为 25.5 港元，对应 2024 年 EV/EBITDA 为 8.7x，对应市盈率为 13.2x。两家公司目前估值均低于历史均值。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，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	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中芯国际 (981.HK)	21.6	19%	(11%)	26%	30%	0%	(1%)	12%
中芯国际 (688981.CH)	56.3	20%	(11%)	26%	30%	0%	(1%)	12%
华虹半导体 (1347.HK)	25.5	22%	(1%)	8%	13%	(6%)	(10%)	(10%)

E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

沈岱

科技分析师

tony\_shen@spdbi.com  
(852) 2808 6435

黄佳琦

科技助理分析师

sia\_huang@spdbi.com  
(852) 2809 0355

2023 年 8 月 14 日

中芯国际 (981.HK)

买入

目标价 (港元) 21.6  
目前股价 (港元) 18.1  
潜在升幅 19%

中芯国际 (688981.CH)

买入

目标价 (人民币) 56.3  
目前股价 (人民币) 46.9  
潜在升幅 20%

华虹半导体 (1347.HK)

买入

目标价 (港元) 25.5  
目前股价 (港元) 20.8  
潜在升幅 22%

注：收盘价截至 2023 年 8 月 11 日

相关报告：

《中国半导体晶圆代工：估值面先于基本面触底，迎来 Beta 上行机遇期》  
(2023-06-07)



扫码关注  
浦银国际研究

# 目录

中国半导体晶圆代工：周期中的 2Q23 业绩思考 .....	4
中芯国际（981.HK，买入，目标价 21.6 港元；688981.CH，买入，目标价人民币 56.3 元） .....	7
业绩预览及预测调整 .....	7
估值 .....	10
SPDBI 乐观与悲观情景假设-H 股 .....	13
SPDBI 乐观与悲观情景假设-A 股 .....	15
财务报表 .....	17
华虹半导体（1347.HK，买入，目标价 25.5 港元） .....	18
业绩回顾及预测调整 .....	18
估值 .....	21
SPDBI 乐观与悲观情景假设 .....	23
财务报表 .....	24

## 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：营收同比增速（1Q20-4Q23E） .....	5
图表 3：中芯国际、华虹半导体、台积电：毛利率走势（1Q20-4Q23E） .....	5
图表 4：台积电、中芯国际、华虹半导体：市盈率估值（x） .....	5
图表 5：全球半导体销售额三个月移动平均值同比与费城半导体指数市盈率 .....	6
图表 6：中芯国际市盈率 vs 华虹半导体市盈率 vs 费城半导体指数市盈率 vs 全球半导体销售额同 比 .....	6
图表 7：中芯国际 2Q23 业绩详情 .....	8
图表 8：中芯国际历史及 3Q23 业绩指引 .....	8
图表 9：中芯国际财务预测：新预测 vs 前预测 .....	9
图表 10：中芯国际 EV/EBITDA 估值（2024 年） .....	10
图表 11：中芯国际港股市盈率：当前 19.6x vs.历史均值 38.3x vs 历史均值以下一个标准差 13.4x 11	
图表 12：中芯国际港股 EV/EBITDA：当前 10.5x vs.历史均值 9.8x vs.历史均值以上一个标准差 14.7x .....	11
图表 13：中芯国际 A 股市盈率：当前 37.4x vs.历史均值 84.2x vs 历史均值以下一个标准差 12.3x 11	
图表 14：中芯国际 A 股 EV/EBITDA：当前 10.2x vs.历史均值 13.0 vs.历史均值以下一个标准差 7.9x .....	11
图表 15：中芯国际 A 股股价相较于 H 股溢价 .....	12
图表 16：中芯国际 H 股市场普遍预期 .....	13
图表 17：中芯国际 H 股 SPDBI 情景假设 .....	13
图表 18：SPDBI 目标价：中芯国际 H 股 .....	14
图表 19：中芯国际 A 股市场普遍预期 .....	15
图表 20：中芯国际 A 股 SPDBI 情景假设 .....	15
图表 21：SPDBI 目标价：中芯国际 A 股 .....	16

图表 22: 华虹半导体 2Q23 业绩详情.....	19
图表 23: 华虹半导体历史及 3Q23 业绩指引.....	19
图表 24: 华虹半导体财务预测: 新预测 vs 前预测.....	20
图表 25: 华虹半导体 EV/EBITDA 估值 (2024 年) .....	21
图表 26: 华虹半导体市盈率: 当前 10.3x vs.历史均值 18.5x vs.历史均值以下一个标准差 5.4x .....	21
图表 27: 华虹半导体 EV/EBITDA: 当前 7.2x vs.历史均值 8.3x vs.历史均值以下一个标准差 2.3x....	21
图表 28: SPDBI 目标价: 华虹半导体 (1347.HK) .....	22
图表 29: 华虹半导体 (1347.HK) 市场普遍预期.....	23
图表 30: 华虹半导体 (1347.HK) SPDBI 情景假设.....	23
图表 31: SPDBI 科技行业覆盖公司.....	25

# 中国半导体晶圆代工：周期中的 2Q23 业绩思考

我们维持半导体行业趋势判断，即半导体行业的基本面即将触底，估值完成触底上扬，行业上行机会大于下行风险。

在[晶圆代工行业报告](#)以及[科技行业下半年展望](#)中，我们都表达出对于半导体行业相对乐观的判断。半导体行业周期正在处于从下行向上行切换的阶段，行业基本面都望在今年二、三季度触底。与此同时，半导体行业的估值面，作为基本面的领先指标，已经完成触底和上扬（图表 5）。因此，我们判断半导体行业，包括晶圆代工环节的玩家，上行空间大于下行风险。

首先，从估值角度看，无论是半导体行业估值或者是晶圆代工环节玩家的估值，确实大体在去年 9 月、10 月达到近两年的最低点。因此，到目前为止，半导体行业估值已经上行了 9-10 个月的时间。这也反映了市场对于半导体基本面切换基本形成了一致预期。

其次，从行业收入增速（基本面的指标之一）看，半导体基本面已经呈现触底迹象。在图表 5 中，全球半导体销售额三个月移动平均值同比在 6 月录得-17%，较 4 月、5 月的-22%、-21%，略微收窄。我们认为即使 6 月份的销售额同比增速不是最终的下行和上行切换的拐点，但是半导体月度销售额同比下行的幅度和持续的时间已经非常有限。这基本符合我们此前判断，即半导体基本面在二三季度触底的预期。

最后，根据半导体不同环节以及晶圆代工不同玩家半年报业绩来看，我们有两个判断。

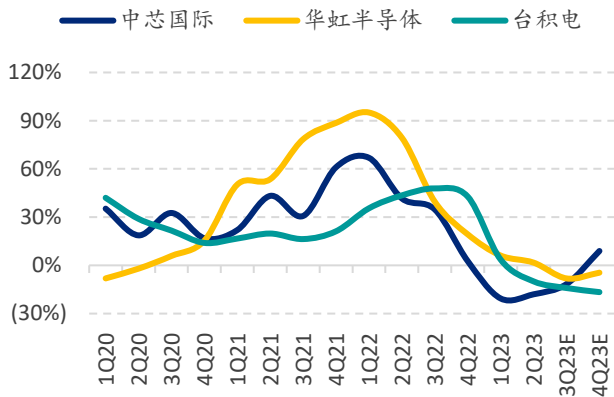
第一，不同玩家基本面触底时间存在差异，差异可能会有 1-2 个季度。从收入同比增速来看，全球半导体收入增速有一定可能在 6 月份触底。相较而言，中芯国际收入在今年一季度已经触底，在二、三、四逐步抬头向上，而华虹半导体与台积电则在三季度有望完成触底（图表 2）。

不同玩家周期节奏的差异主要来自于下游应用以及下游地区的差异。中国地区、智能手机等需求更早出现下滑，因而中芯国际等更早出现收入下滑，也因此更早呈现触底补库存等周期向上的迹象。另外，海外等半导体设计大厂，部分由于 LTA（Long term agreement，长期协议）等因素影响，更晚出现收入下滑迹象，也会造成更晚的收入增速触底。

与此相对应，各个公司以及行业指数等的估值，触底上行的速度和程度都有不同。费城半导体、台积电等市盈率估值目前处于 74%、53%的百分位处，相对位置并不便宜。中芯国际、华虹半导体的市盈率估值处于 43%、23%的历史百分位处。华虹半导体的估值在去年 10 月触底以来，上行的程度仍然处于相对初期的阶段。

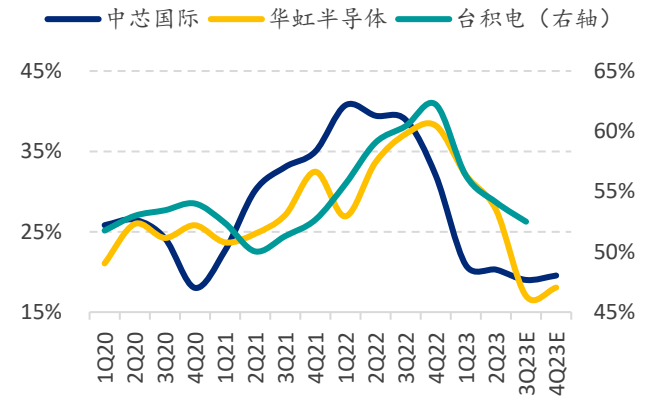
第二，相较于收入同比增速，毛利率可能是更加接近行业基本面的指标参考。中芯国际、华虹半导体、台积电三家晶圆代工厂商都指引三季度毛利率较二季度环比下行。我们认为收入同比增速会受到算力、新能源等增量市场带动，更早体现上行势头，而毛利率指标兼顾产品价格、产能利用率等因素，更好体现周期动能变化。因此，从毛利率角度看，行业触底更大可能发生在今年三季度。

图表 2：中芯国际、华虹半导体、台积电：营收同比增速（1Q20-4Q23E）



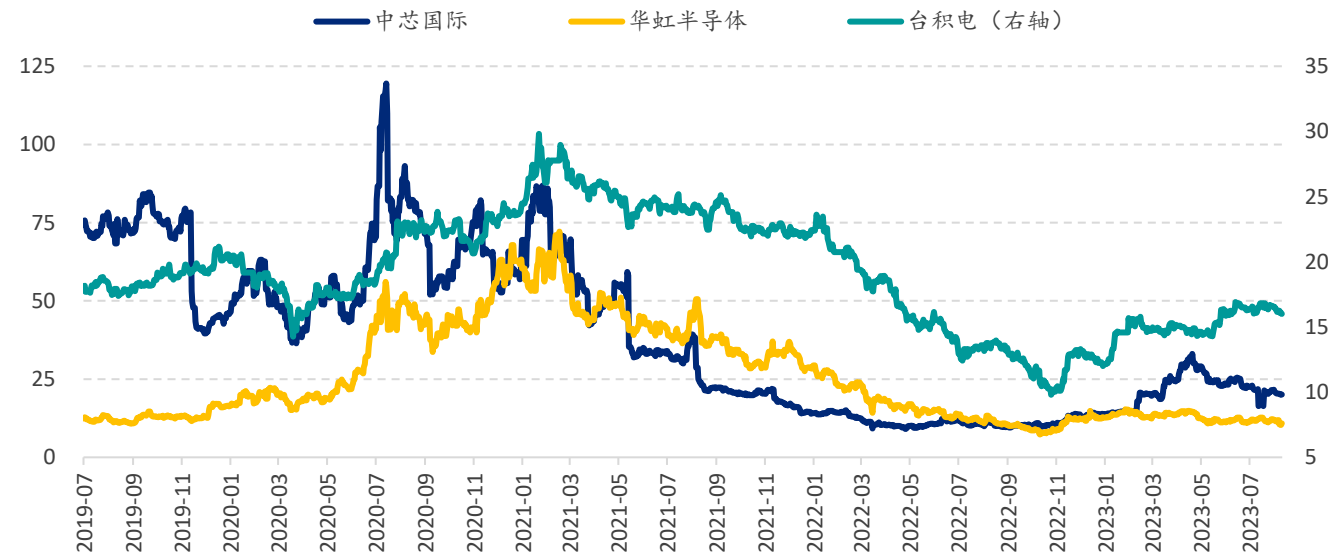
注：3Q23E=公司营收指引中位数计算可得，4Q23E=浦银国际预测（中芯、华虹）、全年营收指引数字推算（台积电）  
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：中芯国际、华虹半导体、台积电：毛利率走势（1Q20-4Q23E）



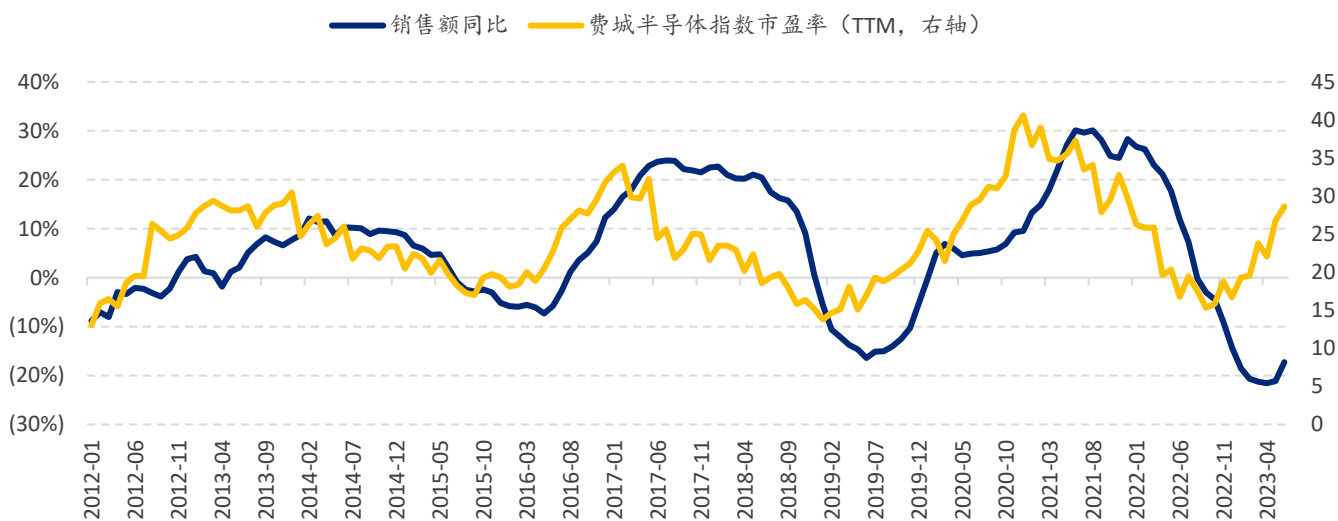
注：3Q23E=公司毛利率指引中位数，4Q23E=浦银国际预测（中芯、华虹）  
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 4：台积电、中芯国际、华虹半导体：市盈率估值 (x)



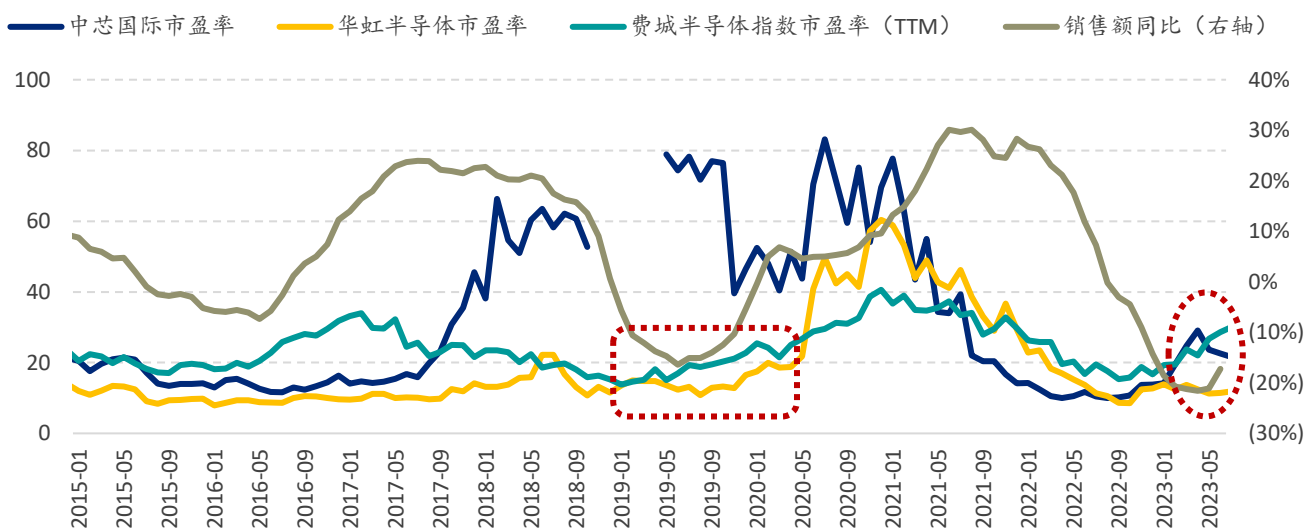
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：全球半导体销售额三个月移动平均值同比与费城半导体指数市盈率



资料来源：Wind、Bloomberg、美国半导体协会、费城证券交易所、浦银国际

图表 6：中芯国际市盈率 vs 华虹半导体市盈率 vs 费城半导体指数市盈率 vs 全球半导体销售额同比



资料来源：Bloomberg、Wind、美国半导体协会、浦银国际

# 中芯国际(981.HK, 买入, 目标价 21.6 港元; 688981.CH, 买入, 目标价人民币 56.3 元)

## 业绩预览及预测调整

### 中芯国际 2Q23 业绩:

- 营业收入为 15.6 亿美元, 同比下降 18%, 环比增长 7%, 落于此前指引区间上部, 略高于市场一致预期。量、价拆解来看, 付运晶圆数(折合 8 英寸) 环比增长 12%; 平均售价环比下降 6%, 主因价格调整和产品组合变化。
- 毛利率为 20.3%, 同比下降 19.2 个百分点, 环比微降 0.6 个百分点, 与此前指引中位数大致持平。毛利率环比微跌主要受到 ASP 下降和折旧上升因素影响。
- 营业费用率为 18.8%, 同比增长 2.2 个百分点, 环比持平。
- 净利润为 4.0 亿美元, 同比下降 22%, 环比增长 74%。净利润表现好于市场一致预期。

### 中芯国际 3Q23 业绩指引:

- 收入中位数同比下降 15%, 环比增长 4%, 不及市场一致预期。公司预计三季度将延续二季度量增价跌的情况, 出货量将继续上升, 折旧也将继续增加, 总体下半年的销售收入好于上半年。
- 毛利率区间预计为 18%-20%。指引中位数同比下降 19.9 个百分点, 环比下降 1.3 个百分点, 不及市场一致预期。

### 业绩会要点:

- **国内外景气周期存在时间差:** 管理层表示, 欧美客户的反应时间与中国本土设计公司相比, 相差两个季度。现在中国主要的设计公司产品库存逐步下降, 尤其是部分新产品在逐步建立库存。
- **CAPEX 投向:** 公司表示当前 CAPEX 最大宗仍是用来建设 12 英寸的产能, 做到经济规模的生产。另外还有天津、临港和北京的厂房建设, 以及考虑到购买设备需要审批流程导致交付时间略长而预留的时间冗余。
- **产能扩张方向:** 去年和今年产能在持续增加, 今年产能主要是满足客户对新产品的需要。8 英寸每年新增产能 4 万片, 到今年年底基本部署完成。未来的产能增长都是 12 英寸。12 英寸的主要产能增量主要来自北京第二个制造基地和深圳的 12 寸厂。

- **新增产能进度**：中芯京城今年在拉设备，已经进入量产；中芯东方正在建先导线；中芯西青正在建设厂房。

**图表 7：中芯国际 2Q23 业绩详情**

美元百万	2Q23	2Q22	同比	1Q23	环比
营业收入	1,560	1,903	(18%)	1,462	7%
毛利润	317	750	(58%)	305	4%
经营利润	23	434	(95%)	29	(20%)
净利润	403	514	(22%)	231	74%
基本每股收益 (美元)	0.05	0.07	(22%)	0.03	74%

利润率	2Q23	2Q22	同比 百分点	1Q23	环比 百分点
毛利率	20.3%	39.4%	(19.2)	20.8%	(0.6)
营业费用率	18.8%	16.6%	2.2	18.8%	(0.0)
营业利润率	1.5%	22.8%	(21.3)	2.0%	(0.5)
净利率	25.8%	27.0%	(1.2)	15.8%	10.0

资料来源：公司公告、浦银国际

**图表 8：中芯国际历史及 3Q23 业绩指引**

季度指引 美元百万	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E
<b>营业收入</b>	<b>1,922</b>	<b>1,640</b>	<b>1,443</b>	<b>1,550</b>	<b>1,623</b>
最低营收	1,903	1,621	1,427	1,535	1,607
最高营收	1,941	1,659	1,459	1,565	1,638
最低环比	0%	(15%)	(12%)	5%	3%
最高环比	2%	(13%)	(10%)	7%	5%
vs 实际营收	1,907	1,621	1,462	1,560	
<b>同比</b>	<b>36%</b>	<b>4%</b>	<b>(22%)</b>	<b>(19%)</b>	<b>(15%)</b>
环比	1%	(14%)	(11%)	6%	4%

<b>毛利率</b>	<b>39%</b>	<b>31%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>
最低毛利率	38%	30%	19%	19%	18%
最高毛利率	40%	32%	21%	21%	20%
vs 实际毛利率	38.9%	32.0%	20.8%	20.3%	
<b>同比百分点</b>	<b>5.9</b>	<b>(4.0)</b>	<b>(20.7)</b>	<b>(19.4)</b>	<b>(19.9)</b>
环比百分点	(0.4)	(7.9)	(12.0)	(0.8)	(1.3)

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 2Q23 业绩以及 3Q23 业绩指引，我们主要下调公司 2023 年、2024 年的毛利率，以反映半导体行业基本面周期下行的情况。

**图表 9：中芯国际财务预测：新预测 vs 前预测**

美元百万	2023E			2024E			2025E		
	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	<b>6,473</b>	6,453	0%	<b>8,124</b>	8,237	(1%)	<b>10,556</b>	9,437	12%
毛利润	<b>1,288</b>	1,361	(5%)	<b>1,747</b>	2,105	(17%)	<b>2,540</b>	2,709	(6%)
经营利润	<b>72</b>	134	(47%)	<b>246</b>	692	(64%)	<b>627</b>	1,095	(43%)
净利润	<b>868</b>	606	43%	<b>840</b>	1,106	(24%)	<b>1,176</b>	1,449	(19%)
基本每股收益 (美元)	<b>0.11</b>	0.08	43%	<b>0.11</b>	0.14	(24%)	<b>0.15</b>	0.18	(19%)
EBITDA (美元)	<b>4,127</b>	3,890	6%	<b>4,395</b>	4,859	(10%)	<b>5,073</b>	5,503	(8%)
<b>利润率</b>	<b>百分点</b>			<b>百分点</b>			<b>百分点</b>		
毛利率	<b>19.9%</b>	21.1%	(1.2)	<b>21.5%</b>	25.6%	(4.0)	<b>24.1%</b>	28.7%	(4.6)
营业费用率	<b>18.8%</b>	19.0%	(0.2)	<b>18.5%</b>	17.2%	1.3	<b>18.1%</b>	17.1%	1.0
营业利润率	<b>1.1%</b>	2.1%	(1.0)	<b>3.0%</b>	8.4%	(5.4)	<b>5.9%</b>	11.6%	(5.7)
净利率	<b>13.4%</b>	9.4%	4.0	<b>10.3%</b>	13.4%	(3.1)	<b>11.1%</b>	15.4%	(4.2)
EBITDA 率	<b>63.7%</b>	60.3%	3.5	<b>54.1%</b>	59.0%	(4.9)	<b>48.1%</b>	58.3%	(10.3)

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、8.7x、10.0x 的目标 EV/EBITDA。基础情景的 8.7x 目标估值，处于中芯国际港股 (981.HK) 2015 年以来均值 9.8x 和均值以上一个标准差 14.7x 之间。我们选取 7.8135 的美元兑港元汇率，得到 21.6 港元的目标价，潜在升幅 19%，维持“买入”评级。

对于中芯国际 A 股 (688981.CH)，上市以来 H 股的溢价区间在 131%-267% 之间 (图表 15)。我们假设 A 股相对于港股 (981.HK) 的溢价为 185%，并按照 0.9155 的港元对人民币汇率，得到人民币 56.3 元的目标价，潜在升幅 20%，维持“买入”评级。

图表 10: 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	3,494	4,395	4,834
EBITDA 增速	(15%)	7%	17%
EV/EBITDA(x)	7.0	8.7	10.0
<b>推算企业价值</b>	<b>24,458</b>	<b>38,236</b>	<b>48,344</b>
减: 净负债	6,413	6,413	6,413
<b>目标估值</b>	<b>18,045</b>	<b>31,823</b>	<b>41,932</b>
<b>目标估值</b> (港元百万)	<b>140,997</b>	<b>248,653</b>	<b>327,634</b>
A 股股数 (百万)	1,957	1,957	1,957
A 股相对 H 股溢价	185%	185%	185%
A 股折合 H 股股数	5,579	5,579	5,579
H 股股数	5,951	5,951	5,951
<b>折合 H 股总股数</b>	<b>11,530</b>	<b>11,530</b>	<b>11,530</b>
<b>981.HK 目标价</b> (港元)	<b>12.2</b>	<b>21.6</b>	<b>28.4</b>
<b>688981.CH 目标价</b> (人民币)	<b>31.9</b>	<b>56.3</b>	<b>74.1</b>
981.HK 潜在升幅	(32%)	19%	57%
688981.CH 潜在升幅	(32%)	20%	58%

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

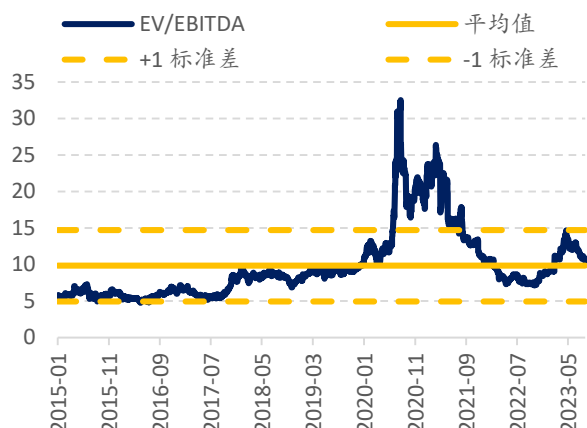
资料来源: 浦银国际预测

**图表 11: 中芯国际港股市盈率: 当前 19.6x vs. 历史均值 38.3x vs 历史均值以下一个标准差 13.4x**



注: 数据截至 2023 年 8 月 11 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 12: 中芯国际港股 EV/EBITDA: 当前 10.5x vs. 历史均值 9.8x vs. 历史均值以上一个标准差 14.7x**



注: 数据截至 2023 年 8 月 11 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 13: 中芯国际 A 股市盈率: 当前 37.4x vs. 历史均值 84.2x vs 历史均值以下一个标准差 12.3x**



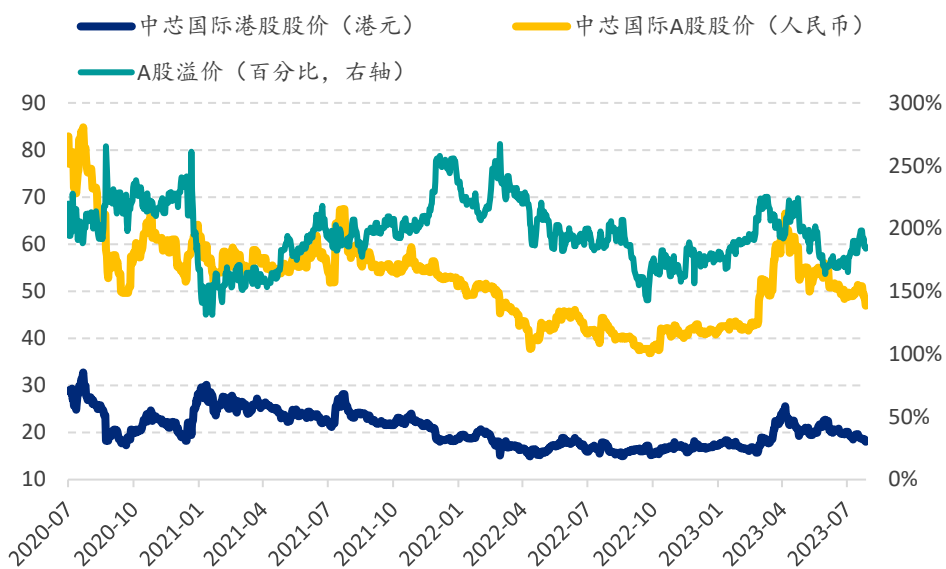
注: 数据截至 2023 年 8 月 11 日, 历史均值取自上市以来;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

**图表 14: 中芯国际 A 股 EV/EBITDA: 当前 10.2x vs. 历史均值 13.0 vs. 历史均值以下一个标准差 7.9x**



注: 数据截至 2023 年 8 月 11 日, 历史均值取自上市以来;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

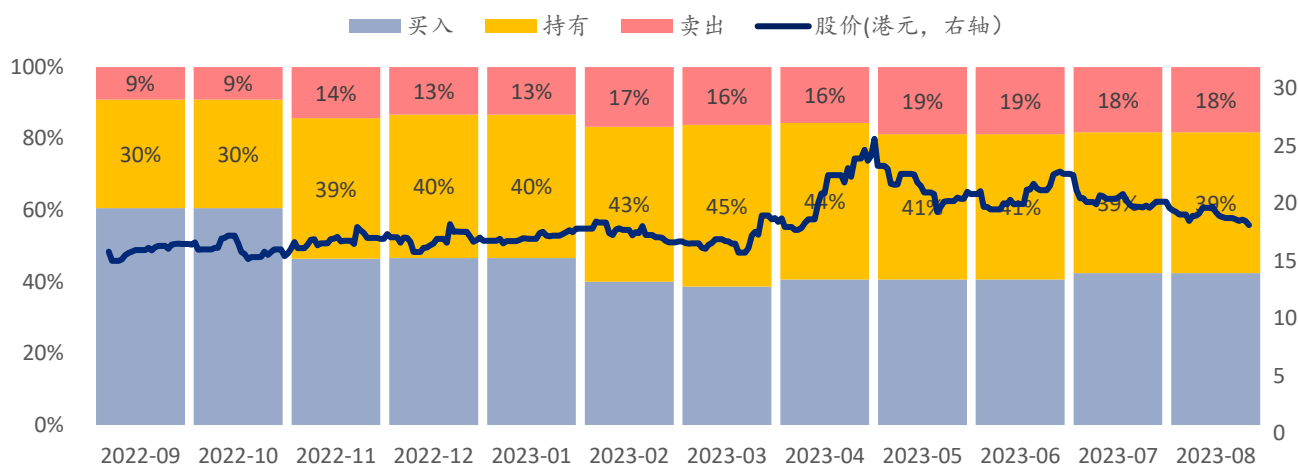
图表 15：中芯国际 A 股股价相较于 H 股溢价



注：数据截至 2023 年 8 月 11 日  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

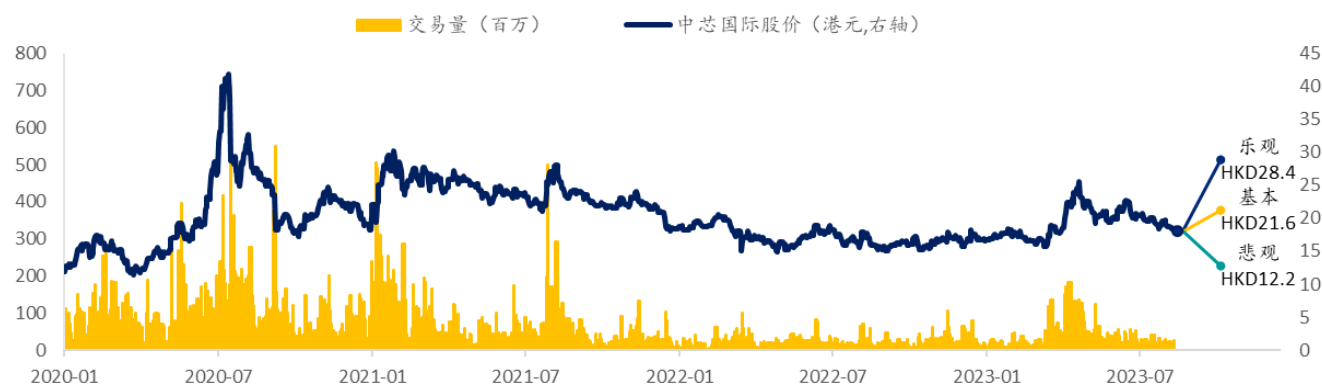
## SPDBI 乐观与悲观情景假设-H 股

图表 16: 中芯国际 H 股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 17: 中芯国际 H 股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 28.4 港元 (概率: 15%)

- 公司产能扩张速度较快, 带动收入增速高于基本情景假设;
- 半导体行业周期下行见底速度快于预期;
- 公司的产能利用率回升趋势延续良好, 利于提升收入表现。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 12.2 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。

资料来源: 浦银国际

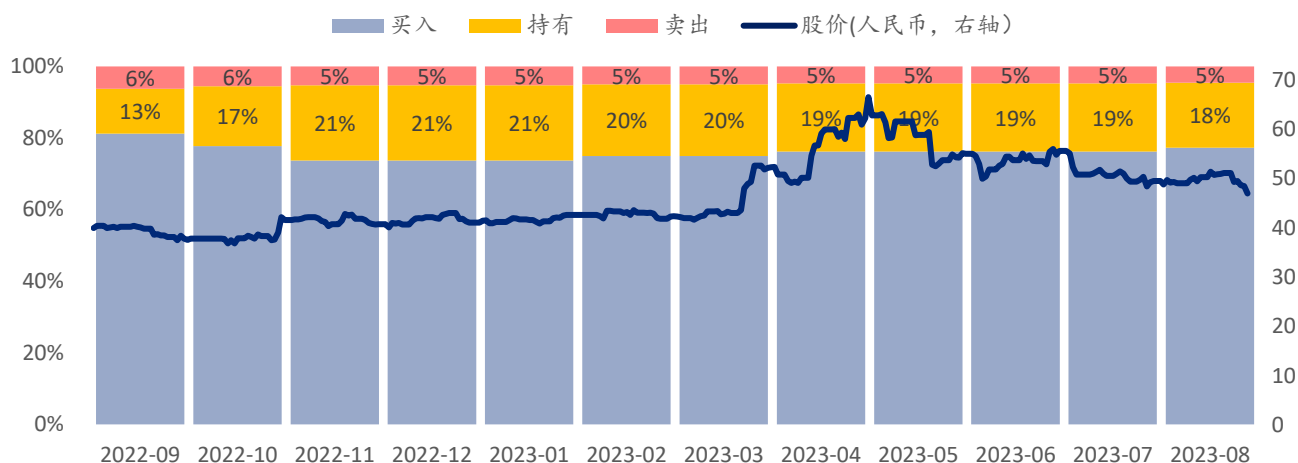
图表 18: SPDBI 目标价: 中芯国际 H 股



注: 截至 2023 年 8 月 11 收盘价  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

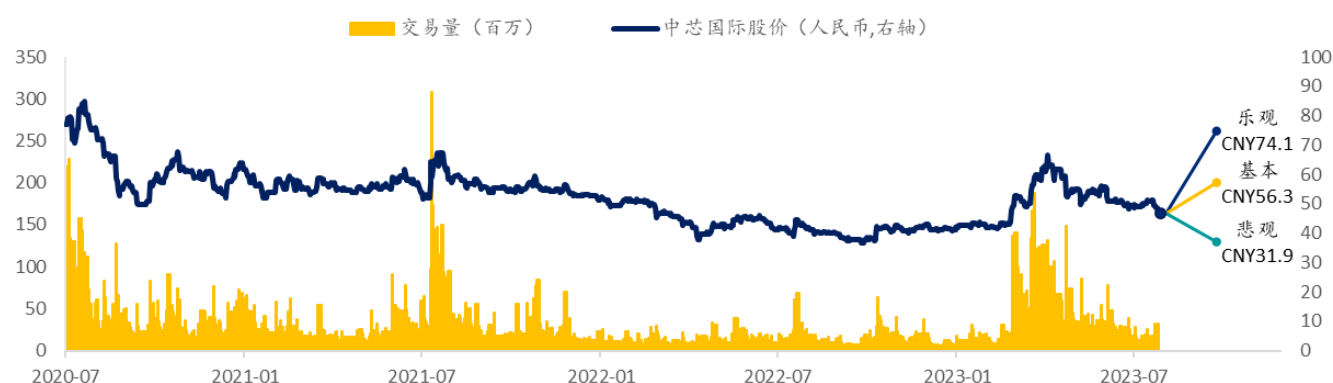
# SPDBI 乐观与悲观情景假设-A 股

图表 19: 中芯国际 A 股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 20: 中芯国际 A 股 SPDBI 情景假设



### 乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 74.1 人民币 (概率: 15%)

- 公司产能扩张速度较快, 带动收入增速高于基本情景假设;
- 半导体行业周期下行见底速度快于预期;
- 公司的产能利用率回升趋势延续良好, 利于提升收入表现。

### 悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 31.9 人民币 (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。

资料来源: 浦银国际

图表 21: SPDBI 目标价: 中芯国际 A 股



注: 截至 2023 年 8 月 11 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	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,443	7,273	6,473	8,124	10,556
营业成本	(3,767)	(4,512)	(5,185)	(6,377)	(8,016)
毛利	1,676	2,762	1,288	1,747	2,540
经营支出	(942)	(1,261)	(1,217)	(1,501)	(1,913)
销售费用	(28)	(34)	(33)	(42)	(52)
管理费用	(276)	(494)	(471)	(573)	(721)
研发费用	(639)	(733)	(713)	(886)	(1,139)
经营利润	734	1,501	72	246	627
非经营收入	1,107	713	1,097	892	864
财务费用	(110)	(126)	(163)	(139)	(139)
投资收益	253	122	135	135	135
其他	741	368	542	342	342
税前利润	1,840	2,214	1,169	1,138	1,492
所得税	(65)	(16)	(60)	(57)	(75)
税后利润含少数股东权益	1,775	2,198	1,109	1,081	1,417
少数股东权益	73	380	241	241	241
净利润	1,702	1,818	868	840	1,176
基本股数(百万)	7,898	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)	0.22	0.23	0.11	0.11	0.15
摊销每股收益(美元)	0.21	0.23	0.11	0.11	0.15

### 资产负债表

美元百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,582	6,933	6,594	4,252	2,232
限制性存款	214	677	677	677	677
短期投资	110	522	465	584	758
应收账款和应收票据	1,215	1,303	1,159	1,310	1,531
存货	1,194	1,911	2,197	2,432	3,057
其他流动资产	3,903	5,248	5,511	5,786	6,075
流动资产合计	15,218	16,594	16,603	15,040	14,330
物业、厂房及设备	14,261	18,856	22,337	25,371	27,957
使用权资产	554	530	530	530	530
无形资产	68	45	20	(5)	(30)
长期投资收益	5,877	7,716	8,487	9,336	10,270
其他非流动资产	134	67	67	67	67
总资产	36,111	43,808	48,044	50,339	53,124
短期借贷	789	1,268	3,551	3,906	4,101
应付账款和应付票据	1,830	3,217	3,697	4,092	5,042
其他流动负债	1,834	2,540	3,048	3,657	3,730
流动负债合计	4,454	7,025	10,296	11,656	12,873
长期借款	4,938	6,718	6,739	6,759	7,059
其他非流动负债	1,282	1,103	1,103	1,103	1,103
总负债	10,673	14,846	18,137	19,517	21,035
股本	32	32	32	32	32
储备	13,837	13,963	14,909	15,823	17,091
少数股东权益	8,288	9,811	9,811	9,811	9,811
其他	3,281	5,155	5,155	5,155	5,155
股东权益总额	25,438	28,961	29,907	30,821	32,089
总负债和股东权益	36,111	43,808	48,044	50,339	53,124

### 现金流量表

美元百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,012	5,348	4,324	4,376	4,596
税后利润含少数股东权益	1,775	2,198	1,109	1,081	1,417
折旧	1,844	2,252	2,769	3,092	3,417
摊销	25	19	25	25	25
营运资金变动	114	894	584	344	(114)
应收账款减少(增加)	(257)	(12)	143	(150)	(222)
库存减少(增加)	(360)	(782)	(285)	(235)	(625)
应付账款增加(减少)	79	792	480	395	949
其他经营资金变动	651	895	246	334	(216)
所得税	65	16	60	57	75
利息收入(支出)	(113)	(224)	(224)	(224)	(224)
其他	(699)	192	-	-	-
投资活动现金流	(6,655)	(10,392)	(6,965)	(7,093)	(7,112)
资本支出	(4,331)	(6,251)	(6,251)	(6,126)	(6,004)
取得或购买长期投资	(2,733)	(4,061)	(772)	(849)	(934)
短期投资	42	(320)	57	(119)	(175)
其他	367	241	-	-	-
融资活动现金流	2,357	3,614	2,303	375	495
借款	337	2,356	2,283	355	195
发行股份	6	58	-	-	-
发行债券	43	20	20	20	300
现金股利	-	-	-	-	-
其他	1,972	1,180	-	-	-
外汇损益	41	(220)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(1,245)	(1,649)	(339)	(2,342)	(2,021)
期初现金及现金等价物	9,827	8,582	6,933	6,594	4,252
期末现金及现金等价物	8,582	6,933	6,594	4,252	2,232

### 主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	39%	34%	(11%)	26%	30%
毛利润增速	82%	65%	(53%)	36%	45%
营业利润增速	(1502%)	105%	(95%)	244%	155%
净利润增速	138%	7%	(52%)	(3%)	40%
盈利能力					
净资产收益率	7.2%	6.7%	2.9%	2.8%	3.7%
总资产报酬率	5.0%	4.5%	1.9%	1.7%	2.3%
投入资本回报率	2.3%	4.0%	0.2%	0.6%	1.4%
利润率					
毛利率	30.8%	38.0%	19.9%	21.5%	24.1%
营业利润率	13.5%	20.6%	1.1%	3.0%	5.9%
净利润率	31.3%	25.0%	13.4%	10.3%	11.1%
EBITDA率	70.2%	63.4%	63.7%	54.1%	48.1%
营运能力					
现金循环周期	1	(15)	(29)	(35)	(34)
应收账款周转天数	73	63	69	55	49
存货周转天数	97	126	145	132	125
应付账款周转天数	169	204	243	223	208
净债务(净现金)	(2,855)	1,054	3,696	6,413	8,928
自由现金流	(1,640)	(1,596)	(2,805)	(2,430)	(2,080)

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

# 华虹半导体 (1347.HK, 买入, 目标价 25.5 港元)

## 业绩回顾及预测调整

### 华虹半导体 2Q23 业绩:

- 营业收入为 6.3 亿美元, 同比增长 2%, 环比持平, 略高于此前指引, 大致符合市场预期。量、价拆解来看, 付运晶圆数 (折合 8 英寸) 同比增长 1%, 环比增长 2%; 付运晶圆平均售价环比下降 1%。
- 毛利率为 27.7%, 同比下降 5.9 个百分点, 环比下降 4.3 个百分点, 高于此前指引, 主要受到 ASP 下降和折旧及动力成本上升的影响。
- 营业利润为 0.98 亿美元, 同比下降 29%, 环比下降 22%。营业费用率为 12.1%, 同比微增 0.8 个百分点, 环比微增 0.1 个百分点。
- 净利润为 0.79 亿美元, 同比下降 6%, 环比下降 48%。净利润表现高于市场预期。

### 华虹半导体 3Q23 经营指引:

- 营业收入区间预计为 5.6 亿-6.0 亿美元, 指引中位数同比下降 8%, 环比下降 8%, 不及市场一致预测。
- 毛利率区间预计为 16%-18%。指引中位数同比下降 20.2 个百分点, 环比下降 10.7 个百分点, 不及市场一致预测。这主要受到产品 ASP 下降以及新增产能带来的折旧影响。

### 业绩会要点:

- 对于三季度指引, 管理层有信心实现营收指引的上限的水平, 甚至超过指引。
- 公司预计今年全年 12 英寸厂的折旧费用为 3.8 亿-3.9 亿美元。到 2024 年, 9.5 万片产能全面投产, 届时全年该项折旧费用将达到约 4.5 亿美元。
- 公司预计今年付运晶圆 ASP 的降幅在 3%-5% 之间。1H23 公司 ASP 变化不大, 因此价格调整的影响在 Q2 和 Q3 开始计入损益, 并表示价格压力主要来自 eNVM 和 NOR Flash。
- 关于无锡二期 9.5 万片产能的分配, 管理层表示, 逾三分之一将用于分立器件, 特别是 IGBT 和 Super Junction; 30% 用于 NVM; 余下 20%-30% 则用于电源管理 IC。

- 近期募集的资金将会主要用于扩产。无锡二期第一阶段的 8.3 万片产能总共需要投入 67 亿美元。

图表 22: 华虹半导体 2Q23 业绩详情

美元百万	2Q23	2Q22	同比	1Q23	环比
营业收入	631	621	2%	631	0%
毛利润	175	209	(16%)	202	(13%)
营业利润	98	138	(29%)	126	(22%)
净利润	79	84	(6%)	152	(48%)
基本每股收益(美元)	0.060	0.064	(7%)	0.116	(48%)

利润率	2Q23	2Q22	同比 百分点	1Q23	环比 百分点
毛利率	27.7%	33.6%	(5.9)	32.1%	(4.3)
营业费用率	12.1%	11.4%	0.8	12.1%	0.1
营业利润率	15.6%	22.3%	(6.7)	20.0%	(4.4)
归母净利率	12.4%	13.5%	(1.1)	24.1%	(11.7)

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 23: 华虹半导体历史及 3Q23 业绩指引

季度指引	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E
<b>营业收入</b>	<b>625</b>	<b>630</b>	<b>630</b>	<b>630</b>	<b>580</b>
实际值	630	630	631	631	
同比	<b>38%</b>	<b>19%</b>	<b>6%</b>	<b>1%</b>	<b>(8%)</b>
环比	1%	0%	(0%)	(0%)	(8%)
<b>毛利率</b>	<b>33.5%</b>	<b>36.0%</b>	<b>33.0%</b>	<b>26.0%</b>	<b>17.0%</b>
最低毛利率	33.0%	35.0%	32.0%	25.0%	16.0%
最高毛利率	34.0%	37.0%	34.0%	27.0%	18.0%
实际值	37.2%	38.2%	32.1%	27.7%	
同比(百分点)	<b>6.4</b>	<b>3.5</b>	<b>6.1</b>	<b>(7.6)</b>	<b>(20.2)</b>
环比(百分点)	(0.1)	(1.2)	(5.2)	(6.1)	(10.7)

E=华虹半导体指引值

资料来源: 公司公告、浦银国际

根据 2Q23 业绩及 3Q23 业绩指引，我们下调华虹半导体 2023-2025 年的收入和利润预测，其他调整可以参考下方表格。

**图表 24：华虹半导体财务预测：新预测 vs 前预测**

美元百万	2023E			2024E			2025E		
	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	<b>2,442</b>	2,593	(6%)	<b>2,637</b>	2,927	(10%)	<b>2,987</b>	3,305	(10%)
毛利润	<b>585</b>	689	(15%)	<b>610</b>	743	(18%)	<b>780</b>	900	(13%)
经营利润	<b>307</b>	400	(23%)	<b>312</b>	419	(25%)	<b>447</b>	539	(17%)
净利润	<b>308</b>	369	(17%)	<b>322</b>	375	(14%)	<b>436</b>	475	(8%)
基本每股收益 (美元)	<b>0.24</b>	0.28	(17%)	<b>0.25</b>	0.29	(14%)	<b>0.33</b>	0.36	(8%)
EBITDA (美元)	<b>851</b>	959	(11%)	<b>905</b>	1,035	(13%)	<b>1,067</b>	1,186	(10%)
<b>利润率</b>	<b>百分点</b>			<b>百分点</b>			<b>百分点</b>		
毛利率	<b>23.9%</b>	26.6%	(2.7)	<b>23.1%</b>	25.4%	(2.3)	<b>26.1%</b>	27.2%	(1.1)
营业费用率	<b>11.4%</b>	11.1%	0.2	<b>11.3%</b>	11.1%	0.2	<b>11.1%</b>	10.9%	0.2
营业利润率	<b>12.6%</b>	15.4%	(2.9)	<b>11.8%</b>	14.3%	(2.5)	<b>15.0%</b>	16.3%	(1.3)
净利率	<b>12.6%</b>	12.4%	0.2	<b>12.2%</b>	12.8%	(0.6)	<b>14.6%</b>	14.4%	0.2
EBITDA 率	<b>34.9%</b>	37.0%	(2.1)	<b>34.3%</b>	35.4%	(1.0)	<b>35.7%</b>	35.9%	(0.2)

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 6.5x、8.7x、9.5x。我们选取 7.8153 的美元兑港元汇率，得到 25.5 港元的目标价，潜在升幅 22%，维持“买入”评级。

图表 25：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	679	905	996
EBITDA 增速	(20%)	6%	17%
EV/EBITDA(x)	6.5	8.7	9.5
<b>推算企业价值</b>	<b>4,414</b>	<b>7,877</b>	<b>9,461</b>
减：净负债	90	90	90
<b>目标估值</b>	<b>4,324</b>	<b>7,786</b>	<b>9,371</b>
<b>目标估值</b> (港元百万)	<b>33,782</b>	<b>60,840</b>	<b>73,219</b>
A 股股数 (百万)	408	408	408
A 股相对 H 股溢价	165%	165%	165%
A 股折合 H 股股数	1,081	1,081	1,081
H 股股数	1,307	1,307	1,307
<b>折合 H 股总股数</b>	<b>2,388</b>	<b>2,388</b>	<b>2,388</b>
<b>目标价 (港元)</b>	<b>14.1</b>	<b>25.5</b>	<b>30.7</b>
潜在升幅	(32%)	22%	47%

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 26：华虹半导体 市盈率：当前 10.3x vs. 历史均值 18.5x vs. 历史均值以下一个标准差 5.4x



注：数据截至 2023 年 8 月 11 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 27：华虹半导体 EV/EBITDA：当前 7.2x 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 2023 年 8 月 11 日，历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

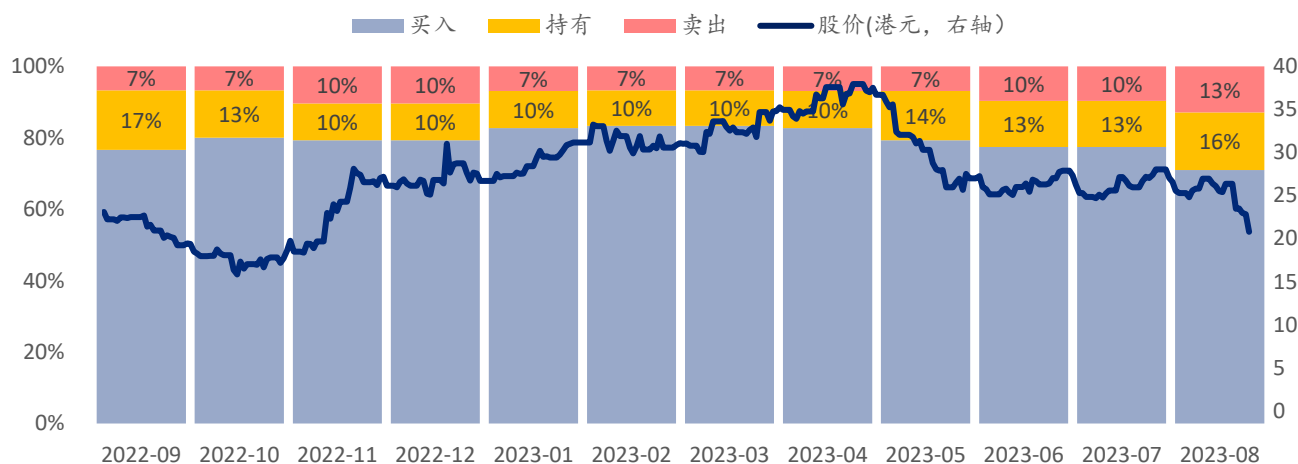
图表 28: SPDBI 目标价: 华虹半导体 (1347.HK)



注: 截至 2023 年 8 月 11 日收盘价  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

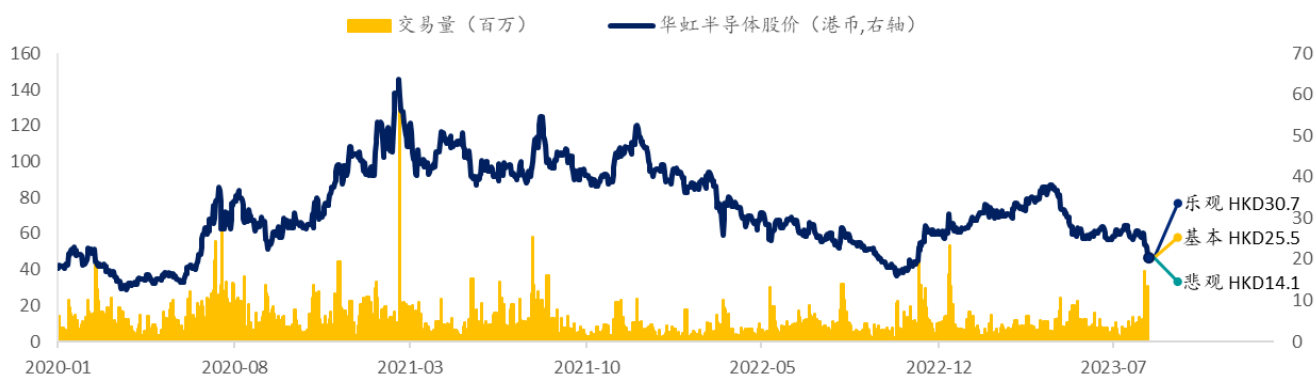
## SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 29: 华虹半导体 (1347.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 30: 华虹半导体 (1347.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 30.7 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;
- 半导体行业周期下行见底速度快于预期;
- 工业及汽车板块收入体量增长较快, 带动公司业绩加速增长。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 14.1 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。

资料来源: 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	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,631	2,475	2,442	2,637	2,987
营业成本	(1,179)	(1,632)	(1,858)	(2,027)	(2,207)
毛利润	452	844	585	610	780
经营支出	(210)	(279)	(278)	(297)	(332)
销售费用	(11)	(12)	(10)	(11)	(12)
管理费用	(92)	(106)	(109)	(117)	(128)
研发费用	(107)	(161)	(159)	(169)	(192)
经营利润	242	565	307	312	447
非经营收入	54	(68)	(52)	(51)	(50)
财务费用	(13)	(40)	(85)	(85)	(85)
投资收益	7	12	14	14	14
其他	61	(40)	20	20	22
税前利润	296	496	254	261	397
税务费用	(65)	(89)	(44)	(36)	(58)
税后利润含少数股东权益	231	407	210	225	339
少数股东权益	(31)	(43)	(97)	(97)	(97)
净利润	261	450	308	322	436
基本股数 (百万)	1,300	1,303	1,307	1,307	1,307
摊销股数 (百万)	1,320	1,314	1,319	1,319	1,319
基本每股收益 (美元)	0.20	0.35	0.24	0.25	0.33
摊销每股收益 (美元)	0.20	0.34	0.23	0.24	0.33

### 资产负债表

美元百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,610	2,009	2,128	2,352	2,876
限制性存款	2	1	1	1	1
短期投资	-	-	-	-	-
应收账款和应收票据	181	292	288	311	352
存货	434	578	658	718	782
其他流动资产	165	196	193	209	236
流动资产合计	2,392	3,076	3,268	3,591	4,248
物业、厂房及设备	3,117	3,368	3,874	4,383	4,846
使用权资产	75	78	78	78	78
无形资产	35	33	11	(10)	9
长期投资收益	122	131	144	158	174
其他非流动资产	462	370	370	370	370
总资产	6,203	7,055	7,745	8,570	9,726
短期借贷	195	427	640	960	1,440
应付账款和应付票据	194	237	270	294	321
其他流动负债	751	719	862	1,035	1,242
流动负债合计	1,140	1,382	1,772	2,289	3,003
长期借款	1,390	1,482	1,482	1,482	1,482
其他非流动负债	37	56	56	56	56
总负债	2,568	2,920	3,310	3,827	4,540
股本	1,986	1,994	2,000	2,005	2,011
储备	835	1,036	1,331	1,632	2,070
少数股东权益	815	1,105	1,105	1,105	1,105
其他	-	-	-	-	-
股东权益总额	3,636	4,135	4,436	4,743	5,185
总负债和股东权益	6,203	7,055	7,745	8,570	9,726

### 现金流量表

美元百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	518	751	909	959	1,122
税前利润	296	496	254	261	397
折旧	308	446	490	537	604
摊销	10	11	22	22	(20)
营运资金变动	(73)	(174)	103	99	100
应收账款减少 (增加)	(60)	(111)	4	(23)	(41)
库存减少 (增加)	(207)	(155)	(80)	(60)	(64)
应付账款增加 (减少)	63	43	33	25	26
其他经营资金变动	131	49	146	157	179
利息收入 (支出)	13	40	40	40	40
其他	(36)	(68)	-	-	-
投资活动现金流	(863)	(930)	(1,009)	(1,060)	(1,083)
资本支出	(939)	(996)	(996)	(1,046)	(1,067)
取得或购买长期投资	(17)	(9)	(13)	(14)	(16)
短期投资	-	-	-	-	-
其他	93	75	-	-	-
融资活动现金流	1,015	672	219	325	486
借款	1,019	323	213	320	480
发行股份	7	5	5	5	5
发行债券	-	-	-	-	-
现金股利	-	-	-	-	-
其他	(12)	344	-	-	-
外汇损益	17	(94)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	687	399	119	224	525
期初现金及现金等价物	923	1,610	2,009	2,128	2,352
期末现金及现金等价物	1,610	2,009	2,128	2,352	2,876

### 主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	70%	52%	(1%)	8%	13%
毛利润增速	92%	87%	(31%)	4%	28%
营业利润增速	(801%)	133%	(46%)	2%	43%
净利润增速	163%	72%	(32%)	5%	36%
盈利能力					
净资产收益率	7.5%	11.6%	7.2%	7.0%	8.8%
总资产报酬率	4.9%	6.8%	4.2%	3.9%	4.8%
投入资本回报率	3.6%	7.7%	3.9%	3.7%	4.7%
利润率					
毛利率	27.7%	34.1%	23.9%	23.1%	26.1%
营业利润率	14.8%	22.8%	12.6%	11.8%	15.0%
净利润率	16.0%	18.2%	12.6%	12.2%	14.6%
EBITDA率	38.5%	40.1%	34.9%	34.3%	35.7%
营运能力					
现金循环周期	86	100	115	115	114
应收账款周转天数	34	35	43	41	41
存货周转天数	102	113	121	124	124
应付账款周转天数	50	48	50	51	51
净债务 (净现金)	(25)	(100)	(6)	90	46
自由现金流	(505)	(251)	(128)	(120)	(0)

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测



图表 31: 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/目标价/预测 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	11.9	买入	15.4	2023/3/30	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	130.0	买入	130.8	2023/5/2	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	29.1	买入	30.8	2023/7/17	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	46.4	买入	62.1	2023/5/3	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	33.1	买入	34.5	2022/5/27	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	12.1	买入	11.0	2022/5/27	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	16.8	买入	17.5	2022/5/27	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	69.0	买入	97.8	2023/7/20	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	3.1	买入	5.0	2023/4/14	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	100.8	买入	133.7	2023/7/17	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	13.3	买入	9.4	2023/6/15	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	103.2	买入	73.9	2023/6/15	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	16.8	买入	10.2	2023/6/15	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	66.1	买入	40.1	2023/6/15	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	42.9	买入	53.4	2023/8/10	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	165.4	买入	208.6	2023/8/10	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	40.7	买入	47.6	2023/6/15	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	245.3	持有	275.1	2023/7/20	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	254.4	买入	340.7	2023/7/17	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	259.3	买入	361.3	2023/7/17	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	18.1	买入	21.6	2023/8/14	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	46.9	买入	56.3	2023/8/14	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	20.8	买入	25.5	2023/8/14	晶圆代工

注: A 股、港股截至 2023 年 8 月 11 日收盘价; 美股截至 2023 年 8 月 10 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

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

