



中国半导体晶圆代工：行业利润率紧随收入增速进入触底阶段，周期上行可期

维持对中国半导体晶圆代工行业乐观看法：首先，半导体晶圆代工三季度收入同比增速触底回暖迹象明显。我们预期 2024 年上半年该行业收入增速会经历比较缓和的触底反弹，而 2024 年下半年收入增速则有望加速抬头向上。晶圆代工行业利润/利润率触底则落后于收入增速，但依然会在明年上半年触底回暖，在下半年抬头。其次，晶圆代工行业市盈率估值为 14.0x，仍然处于底部区域，且估值大幅抬升时机迫近。因此，我们看到该行业明年基本面和估值面都有较大上升空间。我们重申中芯（981.HK/688981.CH）和华虹半导体（1347.HK）的“买入”评级，首次覆盖华虹公司（688347.CH），给予“买入”评级。

首次覆盖华虹公司（688347.CH）：华虹半导体有望受益于：1）半导体制造中晶圆代工的国产需求，2）新能源车等半导体价值量快速增长需求。公司在无锡 12 英寸厂的产能有望从今年年底的 8 万片/月，攀升至明年上半年的约 9.5 万片/月。我们预期公司进一步调降产品价格的可能和幅度都比较有限。我们预计公司明年下半年 EBITDA 将同比增长 33.0%。公司有望在明年经历基本面、估值面的双重提升。我们对于华虹的港股和 A 股标的都保持乐观。由于公司处于半导体周期偏滞后的位置，因而基本面和估值面更加接近底部，潜在上行空间更大。

中芯国际 2024 展望：我们比较看好中芯国际比较稳健的产能扩张步伐。在半导体行业库存水位已经大幅下降以及新品新技术不断上市过程中，中芯国际明年上半年和下半年有望呈现缓和复苏以及加速抬头的态势。这与晶圆代工行业基本趋势保持一致。我们预计公司明年下半年 EBITDA 将同比增长 9.4%。中芯基本面的成长将进一步推动公司估值提升。

估值：中芯国际港股目标价为 26.7 港元，对应 2024 年 EV/EBITDA 为 11.7x，对应市盈率为 39.0x。中芯国际 A 股目标价为 69.6 元，对应 2024 年 EV/EBITDA 为 11.7x，对应市盈率为 109.1x。华虹港股目标价为 22.7 港元，对应 2024 年 EV/EBITDA 为 11.7x，对应市盈率为 59.3x。华虹 A 股目标价为 55.9 元，对应 2024 年 EV/EBITDA 为 11.7x，对应市盈率为 63.8x。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)	26.7	23%	(13%)	11%	27%	0%	(7%)	0%
中芯国际 (688981.CH)	69.6	30%	(13%)	11%	27%	0%	(7%)	0%
华虹半导体 (1347.HK)	22.7	25%	(7%)	(11%)	25%	(2%)	(24%)	(8%)
华虹公司 (688347.CH)	55.9	26%	(7%)	(11%)	25%	(2%)	(24%)	(8%)

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、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 11 月 20 日

中芯国际 (981.HK)

买入

目标价 (港元) 26.7

目前股价 (港元) 21.6

潜在升幅 23%

中芯国际 (688981.CH)

买入

目标价 (人民币) 69.6

目前股价 (人民币) 53.7

潜在升幅 30%

华虹半导体 (1347.HK)

买入

目标价 (港元) 22.7

目前股价 (港元) 18.2

潜在升幅 25%

华虹公司 (688347.CH)

买入

目标价 (人民币) 55.9

目前股价 (人民币) 44.3

潜在升幅 26%

注：收盘价截至 2023 年 11 月 17 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

投资要点	4
华虹半导体 (1347.HK, 买入, 目标价 22.7 港元; 首次覆盖 688347.CH, 买入, 目标价人民币 55.9 元)	10
中国晶圆代工国产替代空间巨大	10
产能扩张: 张弛有度, 逐步攀升	13
汽车半导体需求增长迅速, 有望成为成长动能	17
华虹的营收增速及估值均处于周期底部	19
业绩回顾及预测调整	21
估值	23
SPDBI 乐观与悲观情景假设-H 股	25
SPDBI 乐观与悲观情景假设-A 股	26
财务报表	28
中芯国际 (981.HK, 买入, 目标价 26.7 港元; 688981.CH, 买入, 目标价人民币 69.6 元)	29
业绩回顾及预测调整	29
估值	32
SPDBI 乐观与悲观情景假设-H 股	35
SPDBI 乐观与悲观情景假设-A 股	37
财务报表	39

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: 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 3: 中芯国际、华虹半导体、台积电、全球晶圆代工: 营收同比增速 (1Q20-4Q23E)	6
图表 4: 中芯国际、华虹半导体、台积电、全球晶圆代工: 毛利率走势 (1Q20-4Q23E)	6
图表 5: 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	7
图表 6: 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	7
图表 7: 全球主要晶圆厂市盈率 vs 台积电市盈率 vs 费城半导体指数市盈率 vs A 股半导体指数市盈率	8
图表 8: 中芯国际市盈率 vs 华虹半导体市盈率 vs 台积电市盈率 vs 全球主要晶圆厂市盈率	8
图表 9: 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	9
图表 10: 华虹半导体晶圆厂介绍	11
图表 11: 华虹半导体工艺平台和主要产品介绍	11
图表 12: 华虹半导体现有产能	12
图表 13: 华虹收入拆分: 按地区	12
图表 14: 华虹收入拆分: 按客户类型	12
图表 15: 华虹收入拆分: 按下游应用	12
图表 16: 分立器件市场规模	12
图表 17: MCU 市场规模	13
图表 18: PMIC 市场规模	13

图表 19: 图像传感器市场规模	13
图表 20: RF IC 市场规模	13
图表 21: 大基金华虹投资	14
图表 22: 华虹无锡平台扩产计划	14
图表 23: 华虹半导体产品布局	15
图表 24: 全球主要晶圆厂产能	16
图表 25: 华虹半导体汽车产品布局	18
图表 26: 华虹半导体 IGBT 产品布局	18
图表 27: 中芯国际、华虹半导体、台积电、联电: EV/EBITDA	20
图表 28: 中芯国际、华虹半导体: EBITDA 利润率	20
图表 29: 华虹半导体 3Q23 业绩详情	21
图表 30: 华虹半导体历史及 4Q23 业绩指引	22
图表 31: 华虹半导体财务预测: 新预测 vs 前预测	22
图表 32: 华虹半导体 EV/EBITDA 估值 (2024 年)	23
图表 33: 华虹半导体 H 股市盈率: 当前 18.9x vs. 历史均值 18.4x vs. 历史均值以下一个标准差 5.4x	24
图表 34: 华虹半导体 H 股 EV/EBITDA: 当前 6.1x vs. 历史均值 8.3x vs. 历史均值以下一个标准差 2.2x	24
图表 35: 华虹 A 股股价相较于 H 股溢价	24
图表 36: 华虹半导体 H 股 (1347.HK) 市场普遍预期	25
图表 37: 华虹半导体 H 股 SPDBI 情景假设	25
图表 38: SPDBI 目标价: 华虹半导体 H 股 (1347.HK)	26
图表 39: 华虹公司 A 股 (688347.CH) SPDBI 情景假设	26
图表 40: SPDBI 目标价: 华虹公司 A 股 (688347.CH)	27
图表 41: 中芯国际 3Q23 业绩详情	30
图表 42: 中芯国际历史及 4Q23 业绩指引	30
图表 43: 中芯国际财务预测: 新预测 vs 前预测	31
图表 44: 中芯国际 EV/EBITDA 估值 (2024 年)	32
图表 45: 中芯国际港股市盈率: 当前 27.0x vs. 历史均值 37.4x vs 历史均值以下一个标准差 13.0x	33
图表 46: 中芯国际港股 EV/EBITDA: 当前 12.6x vs. 历史均值 9.9x vs. 历史均值以上一个标准差 14.7x	33
图表 47: 中芯国际 A 股市盈率: 当前 64.9x vs. 历史均值 80.5x vs 历史均值以下一个标准差 12.8x	33
图表 48: 中芯国际 A 股 EV/EBITDA: 当前 11.2x vs. 历史均值 12.9 vs. 历史均值以下一个标准差 8.0x	33
图表 49: 中芯国际 A 股股价相较于 H 股溢价	34
图表 50: 中芯国际 H 股市场普遍预期	35
图表 51: 中芯国际 H 股 SPDBI 情景假设	35
图表 52: SPDBI 目标价: 中芯国际 H 股 (981.HK)	36
图表 53: 中芯国际 A 股市场普遍预期	37
图表 54: 中芯国际 A 股 (688981.CH) SPDBI 情景假设	37
图表 55: SPDBI 目标价: 中芯国际 A 股	38
图表 56: SPDBI 科技行业覆盖公司	40

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三季度触底抬升迹象明显，行业上行机会大于下行风险。

在[晶圆代工行业 2Q23 业绩报告](#)中，我们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，行业基本面望在今年二、三季度触底。目前，行业以及三季报数据基本证实这一判断。

展望未来，我们预期 2024 年上半年半导体晶圆代工行业收入增速会经历比较缓和的触底反弹，紧跟着行业利润率也会触底回暖，而 2024 年下半年收入增速以及行业利润有望加速抬头向上。

结合估值，半导体晶圆代工估值已经抬头，但是当前仍然处于偏底部的位置，因此周期推动的估值上行空间仍然巨大。因此，我们对于半导体晶圆代工的两家中国厂商中芯国际与华虹保持乐观判断。其中，华虹在半导体周期处于偏后的位置，因此更加接近底部，也就是潜在的上行空间更大。

首先，半导体不同领域周期触底的节奏存在差异。晶圆代工基本面复苏速度是慢于半导体行业，明年成长空间较大。

全球半导体月度销售额同比已经在今年 4 月份录得最低值，同比下降 22%，并且在今年 8 月、9 月进一步收窄至-7%、-4%（图表 2）。半导体行业基本面触底抬头趋势和幅度都较为明显。我们预期明年上半年全球半导体销售额同比有望转正。

与此相比较，根据我们跟踪的中国台湾地区的晶圆代工厂月度销售额显示，虽然月度收入同比增速低点同样出现在今年 4 月份，但是，行业同比增速向上改善的力度较为缓和。今年 10 月，中国台湾地区的晶圆代工厂商月度销售同比下滑 23%（图表 3），较 4 月份低点的 29%收敛，但是收敛幅度慢于半导体行业收敛的速度。

晶圆代工收入增速在今年 4 月份触底，当前在筑底中。行业利润的触底晚于收入增速。中芯、华虹、台积电等四季度的毛利率指引会较三季度继续有环比下探（图表 4）。这主要由于下游疲软需求向晶圆厂传递需要时间，因而存在延后。

我们认为当前是全球晶圆代工基本面的低点，主要厂商的产能利用率以及晶圆价格都位于低位。从产能利用率来看，主要厂商都主动控制资本开支，或者延迟新增产能上线，因而产能利用率有望从明年一季度开始在今年四季度的基础有所提升。同时，鉴于老的半导体产品库存见底，价格调降也会在今年四季度处于底部，明年新产品价格有望较老产品提升，帮助整体价格提升。

因此，展望明年，我们预期明年上半年半导体晶圆代工基本面会在今年三四季度基本面基础上缓和改善，并在明年下半年持续抬头向上。在今年全球较低需求（包括智能手机出货量等）以及较低库存水位的基础上，明年的需求缓和复苏以及新品补库存有望给增量提供基础空间。

其次，晶圆代工行业估值仍然处于底部区域，估值大幅抬升时机迫近。

费城半导体指数和 A 股半导体指数的市盈率从今年低点的 16.7x 和 35.4x，猛烈抬升至 31.0x 和 74.0x，反弹幅度达 85.6% 和 109.0%。与全球/中国半导体指数估值相比，晶圆代工行业指数仍然处于偏底部的区域位置。晶圆代工行业指数和台积电的市盈率今年低点为 10.9x 和 11.4x，而当前的市盈率为 14.0x 和 16.6x，都处于相对低位的状况。

从指数成份分析判断，我们认为英伟达等海外 AI 算力相关的标的受到 ChatGPT 等大语言模型需求刺激。这些标的的估值溢价大幅提升是今年半导体行业指数估值大幅抬升的最重要推动力。除 AI 算力以外半导体标的，虽然估值有明显形成底部，但是抬头幅度相对有限。

因此，我们认为半导体晶圆代工行业，伴随明年的需求基本面的增长，估值有较大的提升空间。借鉴估值周期领先于基本面周期 6-12 个月的历史，我们认为估值大幅提升的时机已经迫近。

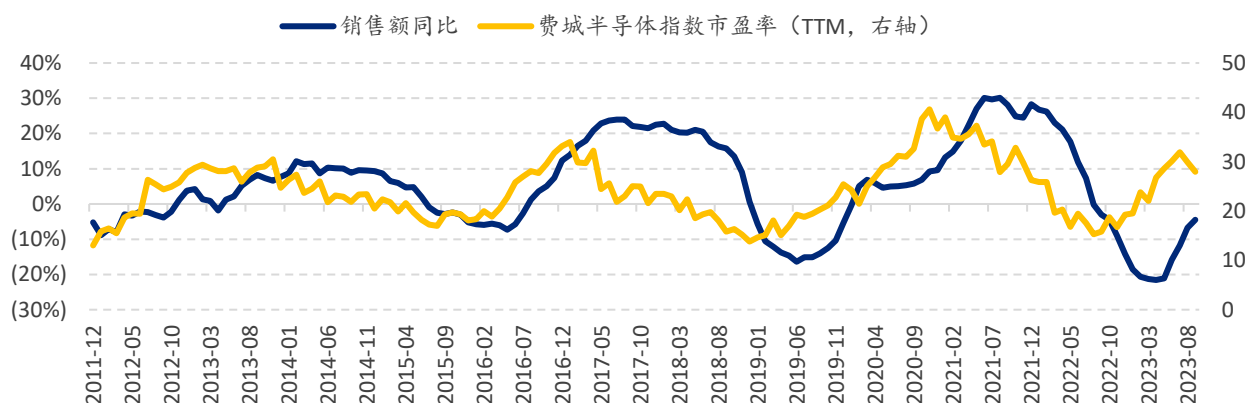
在近期的[光学行业报告](#)中，我们看到近期小米 14 系列以及华为 Mate 60 系列等旗舰机型的需求都超过手机品牌此前预期。短期需求，尤其是高端手机需求有所回暖。同时，明年整体来看，我们也认为全球智能手机市场单位数的增长，提供成长动能。例如，图像传感器等需求，也会因为新品拉货动能，带动整体的增长。

最后，从晶圆代工个股来看，中芯国际和华虹半导体的基本面和估值，与全球晶圆代工行业并没有明显差异（图表 5 和图表 6）。因此，我们对这两个标的明年的潜在增长空间保持乐观的态度。

伴随着全球半导体销售额的复苏增长，费城半导体指数的市盈率今年快速上扬。但是，我们看到，虽然全球半导体销售额同比依然处于同比改善的上扬通道，但是费城半导体指数市盈率由较高点的 32.0x 小幅回调至 31.0x。估值快速上扬，也大幅减少潜在上升空间。

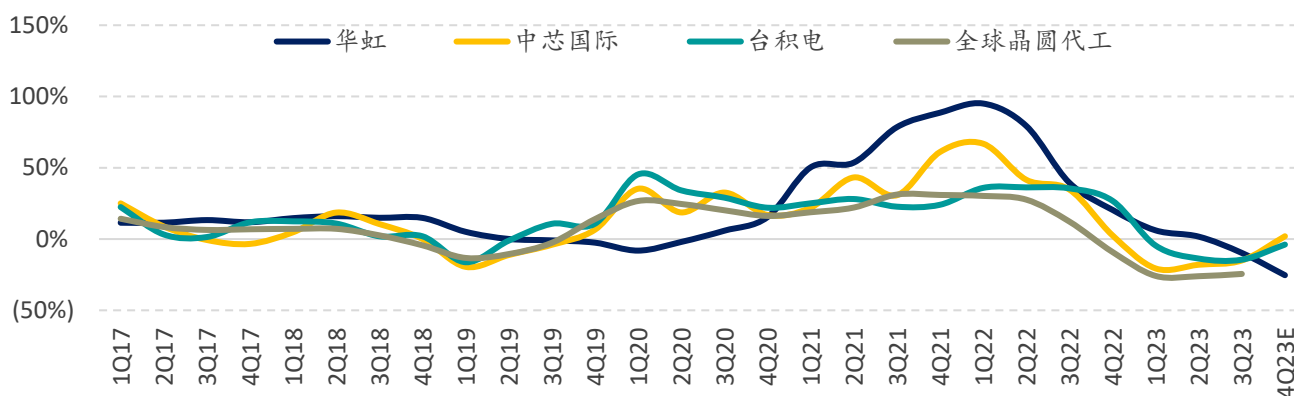
从潜在抬升空间上限来看，我们更加看好华虹半导体。这主要因为华虹半导体在半导体周期处于偏滞后的位置，基本面和估值面更加接近底部，因此明年潜在上升空间会更大。

图表 2：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



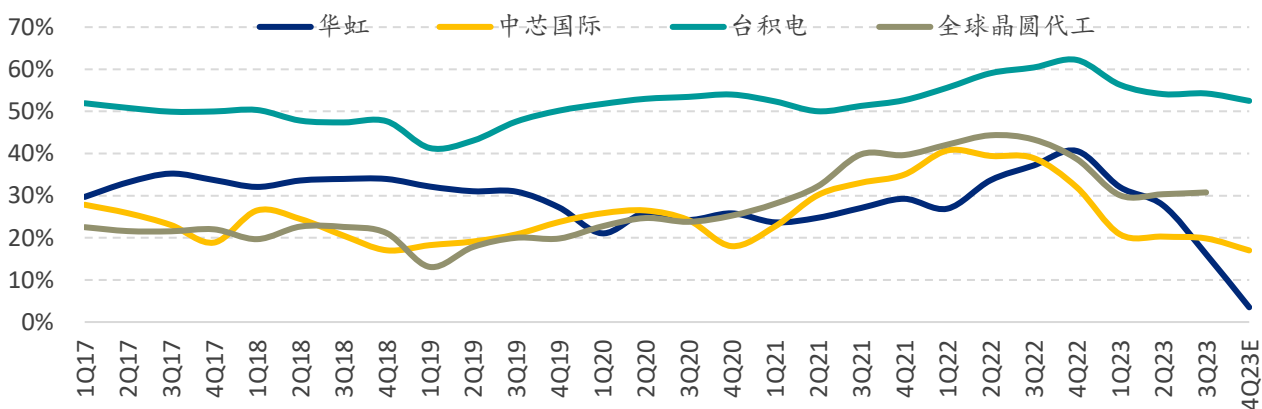
资料来源：Wind、Bloomberg、美国半导体协会、费城证券交易所、浦银国际

图表 3：中芯国际、华虹半导体、台积电、全球晶圆代工：营收同比增速（1Q20-4Q23E）



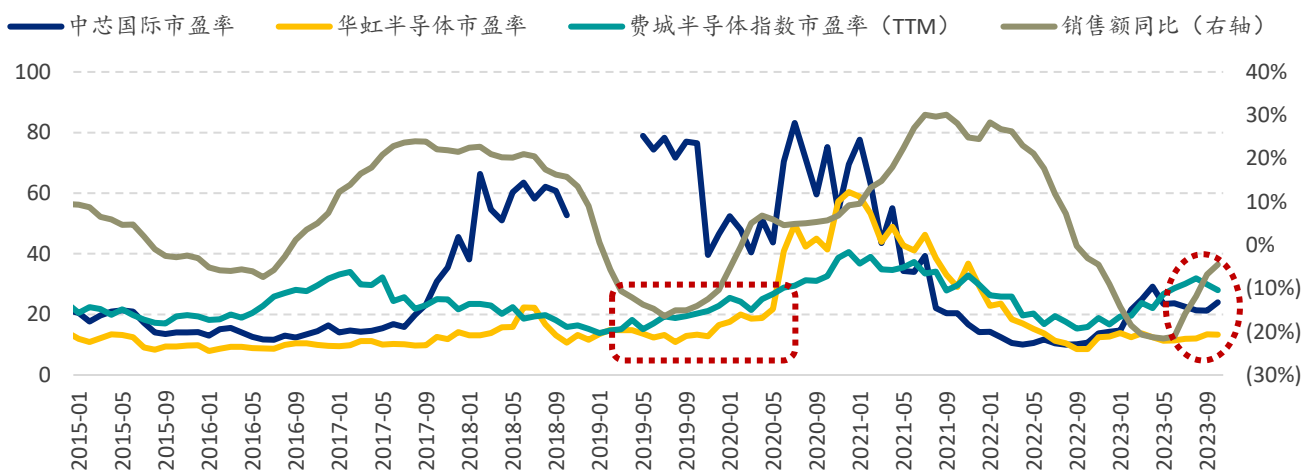
注：4Q23E=公司营收指引中位数计算可得，全球晶圆代工指数包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆、高塔
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 4：中芯国际、华虹半导体、台积电、全球晶圆代工：毛利率走势（1Q20-4Q23E）



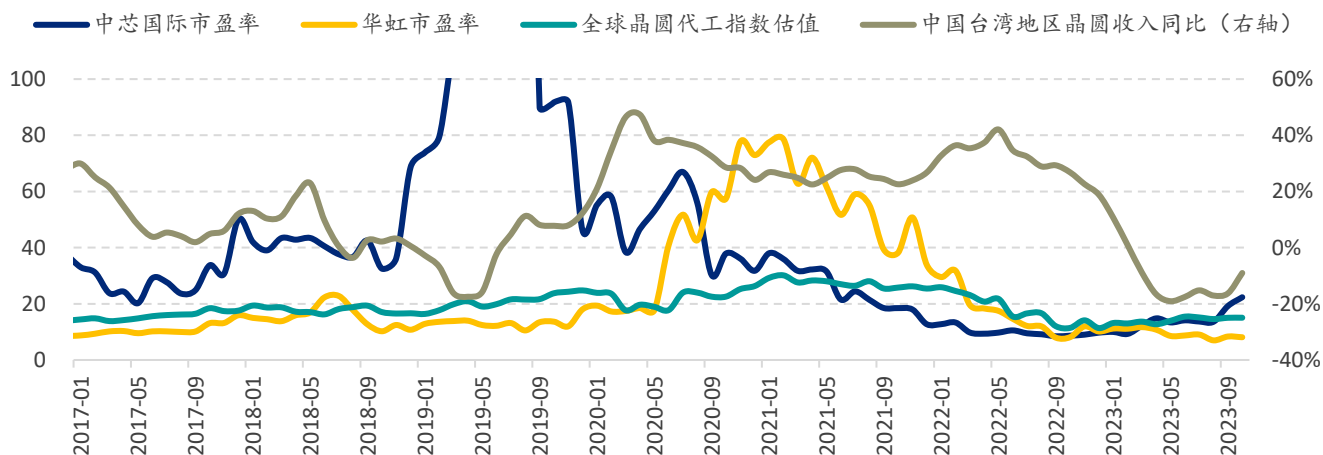
注：4Q23E=公司营收指引中位数计算可得，全球晶圆代工指数包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆、高塔
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 5: 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

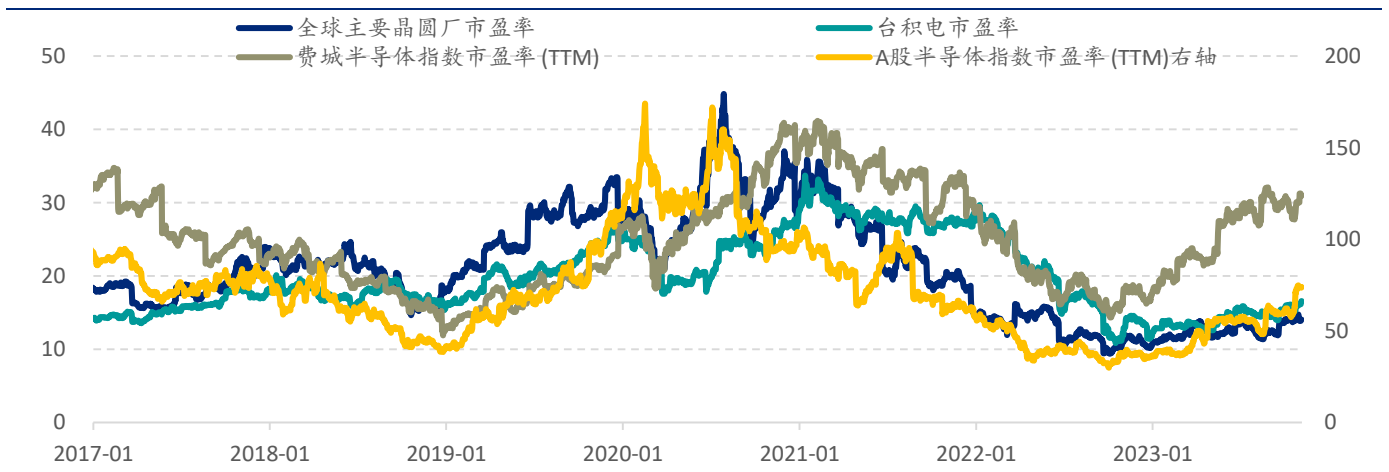
图表 6: 中国台湾地区晶圆代工收入同比增速 vs 全球晶圆代工指数估值 vs 华虹市盈率 vs 中芯市盈率



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

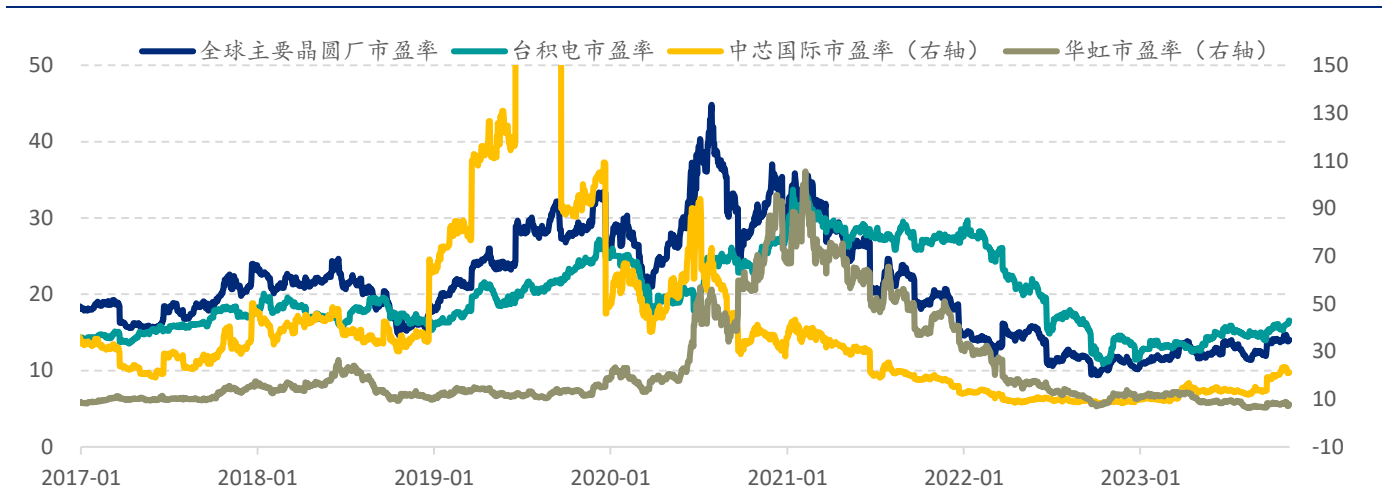
资料来源: Bloomberg、Wind、美国半导体协会、浦银国际

图表 7: 全球主要晶圆厂市盈率 vs 台积电市盈率 vs 费城半导体指数市盈率 vs A 股半导体指数市盈率



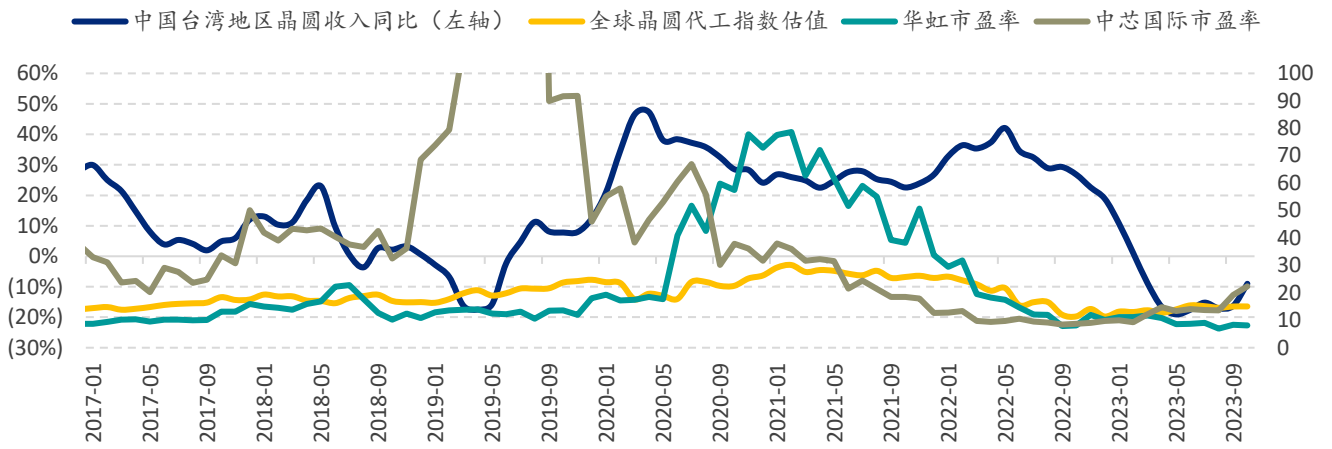
注: 全球晶圆代工指数包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆、高塔
资料来源: Bloomberg、Wind、美国半导体协会、浦银国际

图表 8: 中芯国际市盈率 vs 华虹半导体市盈率 vs 台积电市盈率 vs 全球主要晶圆厂市盈率



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: Bloomberg、Wind、美国半导体协会、浦银国际

图表 9: 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: Bloomberg、Wind、美国半导体协会、浦银国际

华虹半导体 (1347.HK, 买入, 目标价 22.7 港元;

首次覆盖 688347.CH, 买入, 目标价人民币 55.9 元)

华虹半导体是中国大陆相对稀缺的排名靠前的晶圆代工标的, 公司提供包括逻辑&射频、功率半导体等多种特色工艺平台。我们认为华虹半导体将会受益于半导体国产替代及下游车规应用的增长。当前晶圆代工产业正处在周期低点, 我们预期2024年上半年半导体晶圆代工行业会经历比较缓和的触底反弹, 紧跟着行业利润/利润率也会触底回暖, 而2024年收入增速以及行业利润有望加速抬头向上。华虹半导体将会受益于半导体行业周期触底上行。我们重申华虹半导体 (1347.HK) 的“买入”评级, 并首次覆盖华虹公司 (688981.CH), 给予“买入”评级, 目标价55.9元。

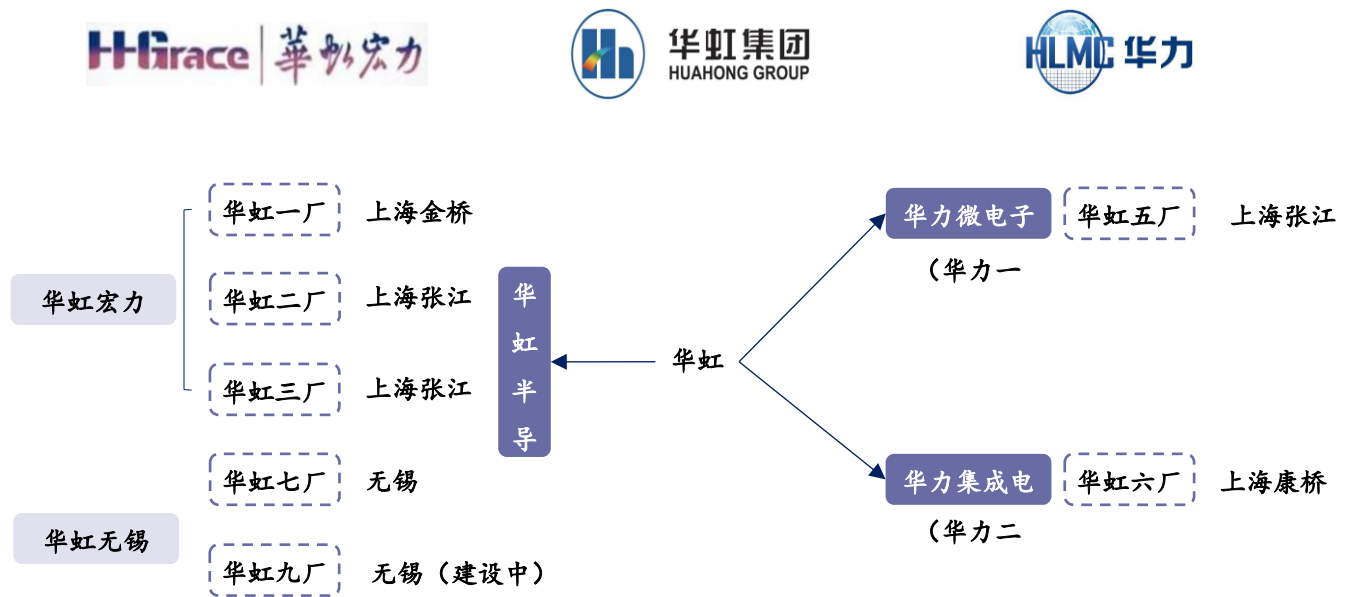
中国晶圆代工国产替代空间巨大

中国晶圆代工行业呈现本地化趋势, 国产替代空间巨大。中国半导体行业规模增长迅速, 但制造环节占比较小。IDC 预计, 中国半导体行业需求在 2020 年至 2026 年的复合增长率为 8.2%, 显示中国地区较为强劲的增长需求。同时, 中国地区半导体制造的多个环节的全球占比份额则比较小, 国产替代空间巨大。

在[半导体晶圆代工行业首次覆盖](#)中, 我们认为中国在地化的晶圆代工规模将维持高需求增长。全球各地政府都在争取晶圆代工龙头本地设厂, 以降低地区贸易摩擦风险。中国电子品牌、中国电子制造商也会有较强的意愿使用中国大陆本土的晶圆代工厂产品, 以避免潜在的地区贸易摩擦风险。我们认为这个趋势在 2023 年并没有发生改变, 并且随着地缘政治格局恶化、中国电子制造商实力提升而在加速进行。

从 2018 年至 2022 年, 华虹半导体来自中国的收入年均增速超过 40%, 远超同期半导体市场增速。我们认为华虹半导体作为中国排名靠前的晶圆代工厂, 未来将会持续受益于国产替代需求不断攀升。

图表 10: 华虹半导体晶圆厂介绍



资料来源: 公司官网、公司公告、公开资料整理、浦银国际

图表 11: 华虹半导体工艺平台和主要产品介绍

	8英寸				12英寸		
	≥0.25μm	0.18μm	0.13μm	90nm	90nm	65/55nm	40μm
逻辑(Logic): 主要为混合信号	■	■	■	■	■	■	■
模拟(Analog): 功率半导体、射频、混合信号	■	■	■	■	■	■	■
射频(RF): RF CMOS (标准CMOS+RF/PDK工艺设计包)、SOI RF (3G/LTE 射频前端模块)、RF LDMOS (蜂窝基站)	■	■	■	■	■	■	■
嵌入式非易失性存储器(NVM):	■	■	■	■	■	■	■
非易失性存储器(eNVM): SuperFlash (NOR Flash、SIM卡、银行卡、车用&工用MCU)、SONOS eNVM (智能卡、USB棒、信用卡安全码、MCU、触控控制器)、CE OTP/MTP (入门级 MCU)	■	■	■	■	■	■	■
功率半导体PowerIC: BCD & CDMOS (电源管理单元、LED驱动器、电源管理系统、D类放大器)	■	■	■	■	■	■	■
功率器件(Power Discrete): 功率MOSFET, SJ NFET & IGBT (家用电器、智慧电网、能源、交通运输)、车规级功率器件	■	■	■	■	■	■	■
传感器(Sensors): MEMS (MEMS器件与标准CMOS工艺及生产线的全兼容)、CIS	■	■	■	■	■	■	■
混合信号(Mixed Signal): SiGe HBT (功率放大器、低噪音放大器)	■	■	■	■	■	■	■
汽车电子(Automotive IC): TS16949系统、闪存(ECU闪存、安全气囊、车载娱乐系统)、车规级功率MOSFET	■	■	■	■	■	■	■

资料来源: 公司官网、公司报告、公开资料整理、浦银国际

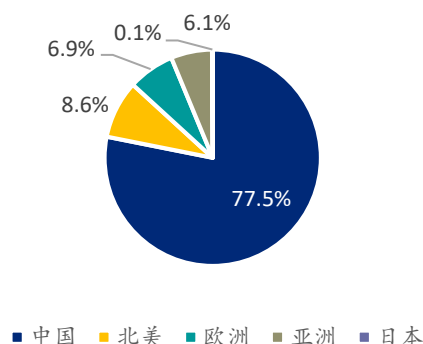
图表 12: 华虹半导体现有产能

投产时间	技术节点	8英寸等效产能 (万片/月)
HH Fab1	1999 8英寸95nm	6.5
HH Fab2	2007 8英寸0.18um	6
HH Fab3	2003 8英寸90nm	5.3
HH Fab7	2019 12英寸40nm	8

资料来源: 公司官网、公司报告、公开资料整理、浦银国际

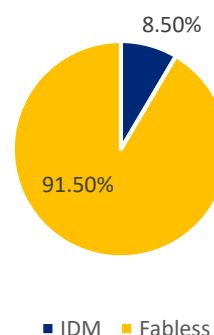
公司下游产品需求空间大、增速快。按照产品类型划分, 3Q23 华虹约 42% 的收入来自分立器件, 25% 的收入来自 eNVM (MCU 在其中占比较高), 18% 的收入来自逻辑及 PM IC, 9% 的收入来自逻辑及 RF IC。根据华虹公告, 全球分立器件市场规模有望从 2020 年的 253.6 亿美元增加至 298.3 亿美元, 期间 CAGR 为 17.6%。全球 MCU 的市场规模有望从 2020 年的 159.1 亿美元增长至 2024 年的 250 亿美元, 期间 CAGR 高达 57%。

图表 13: 华虹收入拆分: 按地区



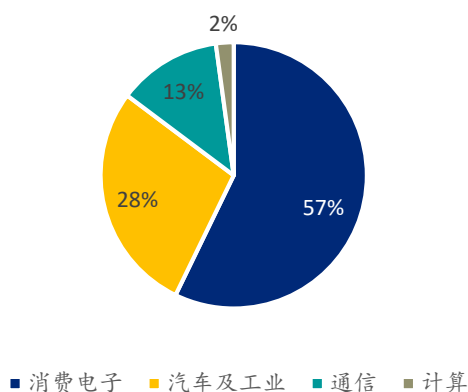
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 14: 华虹收入拆分: 按客户类型



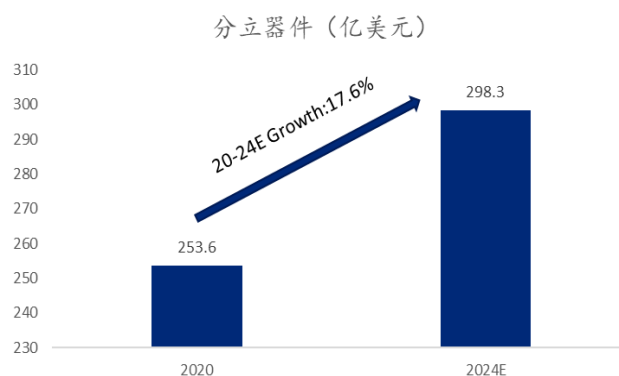
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 15: 华虹收入拆分: 按下游应用



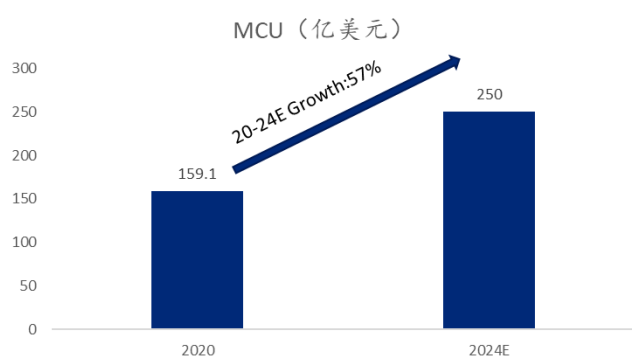
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 16: 分立器件市场规模



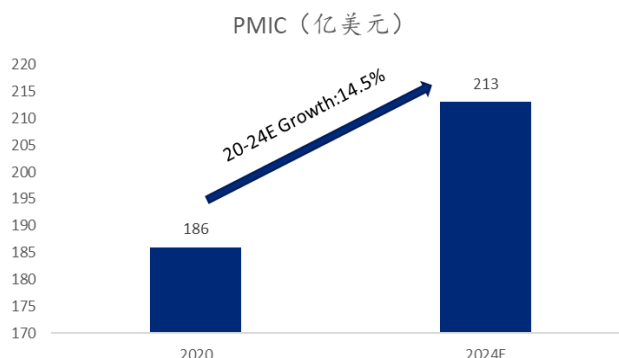
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 17: MCU 市场规模



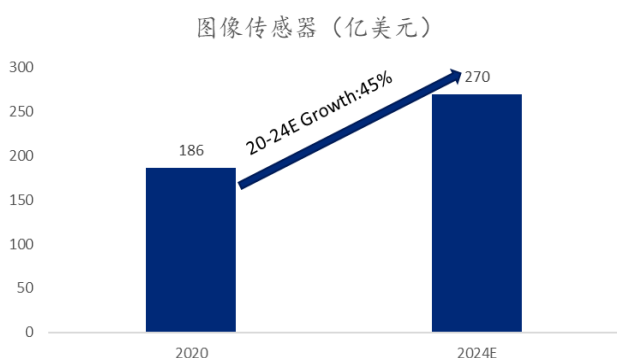
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 18: PMIC 市场规模



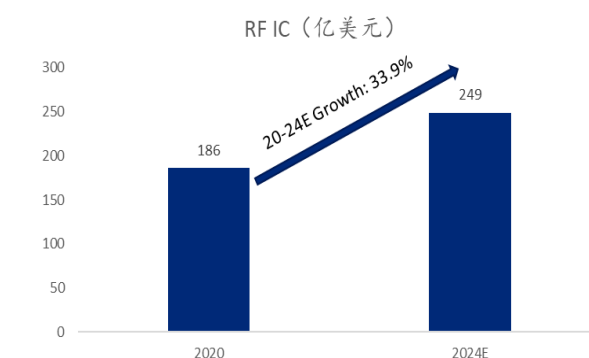
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 19: 图像传感器市场规模



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 20: RF IC 市场规模



资料来源: 公司公告、浦银国际

产能扩张: 张弛有度, 逐步攀升

华虹半导体主要重心在于半导体的特色工艺。公司产品布局完备, 通过五大特殊工艺平台布局功率半导体、存储、模拟等多下游产品。例如, IGBT 产品, 公司就有涉及汽车、工业、白电、高压电网等多个下游应用场景。

随着近两年新建的无锡12英寸产能的释放, 公司的产能(折合等效8英寸), 从2022年的7.7万片/月, 扩张到2023年年底的8.0万片/月。公司预计2024年上半年12寸产能有望增长至9.5万片/月(图表21)。同时, 无锡二期项目也在规划中。公司计划, 2025年新增产能总计18.7万片, 较现有产能增长超过60%。这在供应端给与公司基本面的重要支持。

同时，我们认为公司在产能扩张中有较强的把控力，有能力根据行业以及下游需求管理产能扩张的速度。在当前行业处于下行和低点的过程，公司控制新产能增长速度，以抵御新增折旧带来利润压力。

大基金二期助力无锡产能建设。作为国内仅次于中芯的晶圆代工厂，华虹也受到了大基金的青睐。根据公司公告及公开信息整理，大基金一期和二期，分别于2018年和2022年至2023年，向华虹投资31.3亿港元和超过人民币100亿元。这些资金大多帮助华虹更加稳定的进行产能扩张。

图表 21：大基金华虹投资

基金名称	资金进出	股份性质	时间	主体
大基金一期	投入31.27亿港元占比18.88%	H股	2018年1月3日	华虹半导体
大基金一期	退出股本1.96%占比16.92%	H股	截至2021年6月30日	华虹半导体
大基金一期	退出股本3.19%占比13.73%	H股	截至2021年12月31日	华虹半导体
大基金二期	投入2.32亿美元		2022年6月29日	华虹无锡
大基金二期	投入11.66亿美元		2023年1月18日	华虹无锡
大基金二期	投入30亿元人民币占比2.82%	A股	2023年6月28日	华虹公司
大基金一期	退出股本3.32%占比10.41%	H股	截至2023年9月30日	华虹半导体

资料来源：公司公告、公开信息、浦银国际

图表 22：华虹无锡平台扩产计划

华虹产能 (万片/月)	细分用途	2021	1H24
IC	电源管理	1.3	1.7
	逻辑、射频、CIS	2.1	2.3
	嵌入、独立闪存	1.3	2.2
功率半导体		1.8	2.8
背槽式工艺		0	0.5
合计		6.5	9.5

资料来源：公司公告、公开资料整理、浦银国际

图表 23: 华虹半导体产品布局

eNVM	
SuperFlash	Nor Flash, SIM 卡、IC 卡、车规/工业级 MCU
SONOS ENVM	智能卡、USB、安全卡、MCU、触碰面板控制
CE OTP/MTP	入门级 MCU
功率分立器件	
Trench MOSFET, SJ NFET&IGBT	家用电器、智能电网、能源、交运
PMIC 解决方案	
BCD&CDMOS	PMU, LED 驱动、电源管理、D 级 Amp
混合信号及 RF	
RF CMOS	标准 CMOS+RF model/PDK
SOI RF	3G/LTE RF FEM
SiGe HBT	PA, LNA
RF LDMOS	移动网络基站
汽车 IC	
通过 TS16949 系统验证	
Flash/eFlash	ECU, 空气气囊, 娱乐系统
Trench MOSFET	汽车应用
新技术	
MEMS	完全兼容 CMOS 过程
CIS	高性能, 高可靠

资料来源: 公司官网、公司公告、公开资料整理、浦银国际

图表 24: 全球主要晶圆厂产能

公司名称	产线地址	技术节点/应用	现有产能/万片 月(8英寸等效)	规划产能/万片 月(8英寸等效)	预计建成时间	合计/万片月	
台积电	台湾新竹Fab2	6英寸0.15-0.12um	5.4			298.0	
	台湾新竹Fab3	8英寸0.15um	9.7				
	台湾新竹Fab5	8英寸0.11um	4.1				
	台湾台南Fab6	8英寸0.11um	12.1				
	台湾新竹Fab8	8英寸0.11um	8.1				
	上海Fab10	8英寸0.25-0.11um	11.9				
	美国华盛顿Fab11	8英寸0.25-0.18um	3.8				
	台湾新竹Fab12	12英寸90/65/40nm	40.5				
	台湾台南Fab14	12英寸40/45/16nm	54.0				
	台湾Fab15	12英寸28/7nm	67.5				
	南京Fab16	12英寸28/16nm	27.0				
	台湾台南Fab18	12英寸5/4/3nm	54.0				
	美国亚利桑那州Fab21	12英寸N4			4.5		2025年
		12英寸N3			6.8		2026年
	台湾台南Fab18	12英寸3nm					32.6
	台湾高雄Fab22	12英寸7nm			2024年		
日本熊本县Fab21	12英寸22/28nm,12/16nm			12.4	2024年		
	12英寸28/22nm制程						
德国	CMOS, 16/12nm鳍式场效应晶体管			9.0	2027年		
格芯	美国纽约Malta	12英寸	7.3			46.4	
	美国Vermont	8英寸	4.3				
	德国Dresden	12英寸	12.1				
	美国纽约East Fishkill	12英寸	2.6				
	新加坡	8/12英寸	19.8				
	法国Crolles	12英寸FD-SOI		11.6	2026年		
美国纽约Malta Fab8	12英寸国防及航空用		2.8	2023年	14.4		
联电	WTK	6英寸5-0.15um	2.8			61.2	
	8A	8英寸3-0.11um	6.9				
	8C	8英寸0.35-0.11um	4.0				
	8D	8英寸0.18-0.09um	3.7				
	8E	8英寸0.6-0.14um	4.1				
	8F	8英寸0.18-0.11um	4.8				
	8S	8英寸0.18-0.11um	3.7				
	8N	8英寸0.5-0.11um	8.3				
	12A	12英寸0.13-0.014um	11.1				
	12i	12英寸0.13-0.040um	5.5				
	12X	12英寸0.080-0.022um	2.7				
	12M	12英寸0.13-0.040um	3.7				
	台湾台南Fab12A	12英寸28nm及以上		6.2	2023年		
	新加坡白沙Fab12i	12英寸22/28nm		6.8	2024年		
中芯国际	上海	8英寸0.35um-90nm	12.0			71.4	
	天津	8英寸0.35um-90nm	15.0				
	深圳	8英寸0.35um-0.15um	8.0				
	北京	12英寸0.18um-55nm	6.5				
	中芯北方(北京)	12英寸28nm	19.1				
	中芯京城(北京)	12英寸28nm	0.7				
	中芯东方(上海临港)	12英寸28nm	1.1				
	中芯南方(上海)	12英寸14nm	3.4				
	中芯深圳	12英寸28nm	5.6				
	中芯深圳	12英寸28nm		3.4	2023年		
中芯东方(上海临港)	12英寸28nm		22.5	2024年			
中芯京城(北京)	12英寸28nm		12.8	2025年			
中芯西青(天津)	12英寸28nm		22.5	2025年			
华虹	华虹一厂	8寸特色工艺	6.5			35.8	
	华虹二厂	8寸特色工艺	6.0				
	华虹三厂	8寸特色工艺	5.3				
	华虹七厂(无锡一期)	12英寸特色工艺	18.0				
	华虹七厂(无锡二期)	12英寸特色工艺		3.4	2024年		
华虹九厂(无锡二期)	12英寸特色工艺		18.7	2025年	22.0		
力积电	台湾工厂2座	8英寸	27.9			27.9	
	台湾P1,P2,P3厂	12英寸350nm-25nm					
	台湾新竹铜锣工厂P5	12英寸		7.9-11.3	2024年		
	台湾新竹铜锣工厂P6	12英寸		11.3	2025年开始建设		
	日本宫城县	12英寸28-55nm		2.3	2026年		
世界先进	台湾工厂4座	8英寸成熟制程	27.9			27.9	
	新加坡						
	台湾新竹	8英寸		4.0	2025年	4.0	
晶合集成	合肥	12英寸90nm-150nm	23.7			23.7	
	合肥	12英寸		9.0			

资料来源: 公司官网、公开信息、浦银国际

汽车半导体需求增长迅速，有望成为成长动能

随着新能源汽车的爆发式发展，汽车行业，尤其是新能源汽车，对于汽车电子化、智能化的需求大幅提升。根据 IHS Markit，全球汽车半导体行业规模在 2020 年至 2025 年的复合增长率为 10.1%。

公司汽车半导体布局全面。华虹已通过 TS16949 系统验证，具备供应车规级芯片的基础。同时，公司全面布局发动机控制、车辆动力、电动车逆变器、语音娱乐等多项汽车芯片产品。3Q23 公司 30% 的营收来自于汽车及工业需求，我们认为华虹在汽车半导体产品的全面布局将会助力其营收跟随汽车半导体需求快速增长。

中国功率半导体行业规模在 2018 年达到近几年高点约 183 亿美元，并在 2020 年疫情第一年达到上轮下行周期的低点，并开启了近两年的上行周期行情。这与中国半导体行业走势以及全球功率半导体行业走势都是大体一致的。

功率半导体器件方面，中国约占到全球需求的 30%-40%。该比例大于中国智能手机或汽车终端需求在全球的比例（约 25%-30%），主要因为中国有大量的消费电子和汽车的生产商，因而对于功率器件等上游半导体的需求量会更大。这是我们认为未来几年中国功率器件行业增速有望超过全球增速的原因之一。

受到美国对于中国半导体制造先进制程的制约，中国政府加大对于中国大陆晶圆制造在地化生产的支持。半导体制造环节既是高端制造增强产业链价值增量的重要部分，也是保持内循环自主可控的重要安全保障。因此，半导体产业多个环节都得到政府及资本市场青睐。

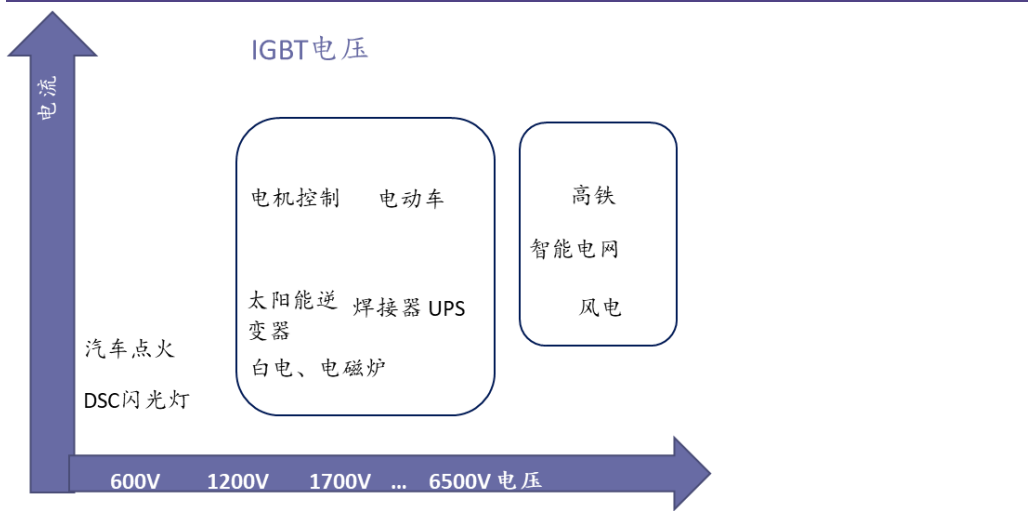
华虹半导体等功率半导体厂商都得到国家大基金的支持。华虹也是率先在国内实现 12 英寸 IGBT 芯片制造的厂家。其生产的 MOSFET、IGBT 等功率器件都有应用在新能源汽车中。主要晶圆代工产能都集中在华虹半导体和新洁能、斯达、宏微等中国排名靠前的功率器件设计厂商。因此，我们预期华虹有望跟随风光车储等新能源需求的增长而增长。

图表 25：华虹半导体汽车产品布局

产品	应用系统
0.25um eFlash	发动机及气囊控制
0.11um eFlash	车身控制/车身网络
0.13um 嵌入式 SONOS Flash	自动泊车
0.35um EEPROM	车辆动力/发动机数据
0.15/0.13um 逻辑	语音/导航/环境
0.35um 嵌入式 SONOS Flash	语音/导航/环境
Power MOSFET	加油/ESP 系统/电池管理
650V/750V/1200V IGBT	电动汽车逆变器
600V/650V SJNFET	电动汽车充电器
0.18um&0.11um 嵌入式 Flash	平台解决方案

资料来源：公司官网、浦银国际

图表 26：华虹半导体 IGBT 产品布局



资料来源：公司官网、公司公告、公开资料整理、浦银国际

华虹的营收增速及估值均处于周期底部

当前半导体行业周期处于基本面底部，估值处在低位。半导体晶圆代工行业的基本面三季度触底抬升迹象明显，行业上行机会大于下行风险。

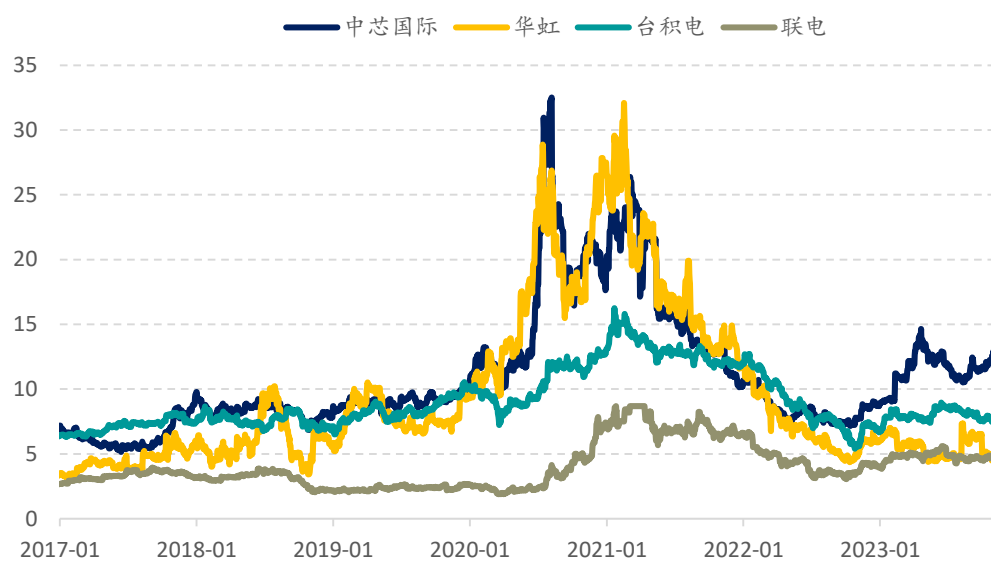
华虹在半导体周期所处位置靠后。根据公司指引，华虹四季度营收中位数同比增速为-25%，较三季度的-10%以及上半年的2%-6%，进一步下探。相比较而言，中芯国际的收入增速已经在今年一季度完成触底（图表3）。我们认为四季度将会是华虹本轮周期的底部，公司收入增速有望在明年上半年缓和触底反弹，并在明年下半年加速抬头向上。

但是，我们认为华虹的利润率触底时间将会和中芯大体保持一致。这主要受到行业周期波动以及竞争带来的价格和产能利用率的影响。我们认为今年是四季度以及明年一季度将会是半导体晶圆代工的利润/利润率的底部，然后行业利润也会经历缓和复苏到加速抬头的阶段。

从估值面看，今年年初中芯国际的EV/EBITDA率先走高。这与中芯国际收入增速率先触底大体一致。年初至今，中芯国际的EV/EBITDA，从8.9x增长至12.6x，而华虹半导体的EV/EBITDA仅仅从6.0x增长至6.1x。我们预期华虹半导体的估值有望跟随中芯，在收入增速触底之后，开始加速上扬。按照估值领先于基本面6-12个月的历史经验判断，我们认为华虹半导体的估值加速上扬阶段已经临近。

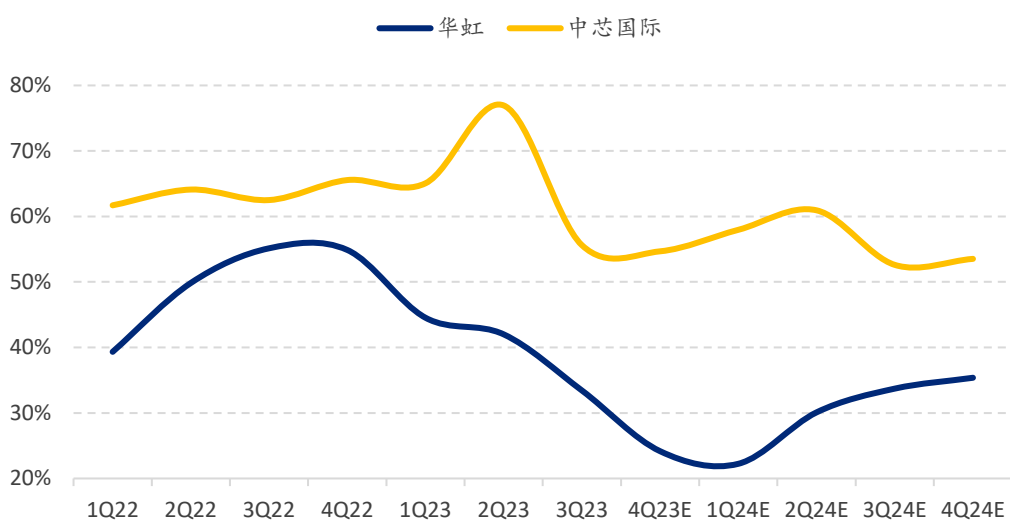
当前华虹半导体在半导体周期处于偏滞后的位置，基本面和估值面接近底部，我们预计明年华虹会有较大的潜在上升空间。

图表 27: 中芯国际、华虹半导体、台积电、联电: EV/EBITDA



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 28: 中芯国际、华虹半导体: EBITDA 利润率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

业绩回顾及预测调整

华虹半导体 3Q23 业绩:

- 营业收入为 5.69 亿美元，同比下滑 10%，环比下滑 10%。营收下滑主要由于营收占比 57.2% 的消费电子收入同比下滑 20.4%，但其中超级结产品需求有所增长。此外，工业及汽车收入同比增长 7%，主要得益于 IGBT 产品需求增加
- 毛利率为 16.1%，同比下滑 21.0 个百分点，环比下滑 11.6 个百分点。
- 营业利润为 700 万美元，同比下滑 96%，环比下滑 93%。营业费用率为 15.0%，同比上升 3.3 个百分点，环比上升 2.8 个百分点。
- 净利润为 0.14 亿美元，同比下滑 87%，环比下滑 82%。

华虹半导体 4Q23 经营指引:

- 收入及毛利率公司预计四季度销售收入在 4.5-5 亿美元之间，毛利率在 2%-5% 之间。ASP 下降是收入和毛利率环比下降的主要原因。公司认为四季度业绩有望触底，但同时也指出当前及 2024 年市场仍会较为疲软。

业绩会要点:

- 毛利率: 公司三季度毛利率下滑，主要来自于 ASP 下降影响 7-8 个百分点，存货减值影响 4 个百分点。
- 资本开支: 公司第三季度资本开支 1.94 亿美元，其中 1.12 亿美元用于无锡华虹，预计 12 英寸产线将于 2024 年底完成，并在随后三年实现月产量 8.3 万片。

图表 29: 华虹半导体 3Q23 业绩详情

美元百万	3Q23	3Q22	同比	2Q23	环比
营业收入	569	630	(10%)	631	(10%)
毛利润	92	234	(61%)	175	(48%)
营业利润	7	160	(96%)	98	(93%)
净利润	14	104	(87%)	79	(82%)
基本每股收益(美元)	0.009	0.080	(89%)	0.060	(85%)
利润率	3Q23	3Q22	同比 百分点	2Q23	环比 百分点
毛利率	16.1%	37.2%	(21.0)	27.7%	(11.6)
营业费用率	15.0%	11.7%	3.3	12.1%	2.8
营业利润率	1.2%	25.5%	(24.3)	15.6%	(14.4)
归母净利率	2.4%	16.5%	(14.1)	12.4%	(10.0)

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 30：华虹半导体历史及 4Q23 业绩指引

季度指引	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	630	630	630	580	475
最低				560	500
最高				600	450
实际值	630	631	631	569	
同比	19%	6%	1%	(8%)	(25%)
环比	0%	(0%)	(0%)	(8%)	(16%)
毛利率	36.0%	33.0%	26.0%	17.0%	3.5%
最低毛利率	35.0%	32.0%	25.0%	16.0%	2.0%
最高毛利率	37.0%	34.0%	27.0%	18.0%	5.0%
实际值	38.2%	32.1%	27.7%	16.1%	
同比百分点	3.5	6.1	(7.6)	(20.2)	(34.7)
环比百分点	(1.2)	(5.2)	(6.1)	(10.7)	(12.6)

E=华虹半导体指引值

资料来源：公司公告、浦银国际

根据 3Q23 业绩及 4Q23 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 31：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	2,305	2,360	(2%)	2,053	2,688	(24%)	2,573	2,798	(8%)
毛利润	485	538	(10%)	225	526	(57%)	451	674	(33%)
经营利润	181	236	(23%)	(44)	159	(128%)	117	337	(65%)
净利润	214	261	(18%)	78	190	(59%)	231	306	(25%)
基本每股收益 (美元)	0.14	0.17	(18%)	0.05	0.12	(58%)	0.15	0.20	(26%)
EBITDA (美元)	741	716	3%	623	688	(9%)	819	975	(16%)
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	21.1%	22.8%	(1.7)	11.0%	19.6%	(8.6)	17.5%	24.1%	(6.5)
营业费用率	13.2%	12.8%	0.4	13.1%	13.7%	(0.5)	13.0%	12.0%	1.0
营业利润率	7.9%	10.0%	(2.1)	(2.1%)	5.9%	(8.1)	4.5%	12.0%	(7.5)
净利率	9.3%	11.1%	(1.8)	3.8%	7.1%	(3.3)	9.0%	10.9%	(2.0)
EBITDA 率	32.1%	30.3%	1.8	30.3%	25.6%	4.8	31.8%	34.8%	(3.0)

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、11.7x、14x。基础情景的 11.7x 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 7.7968 的美元兑港元汇率，得到 22.7 港元的目标价，潜在升幅 25%，维持“买入”评级。

对于华虹公司 A 股（688347.CH），上市以来 H 股的溢价区间在 142%-183% 之间（图表 35）。我们假设 A 股相对于港股（1347.HK）的溢价为 165%，我们选取 0.9295 的港元兑人民币汇率，得到人民币 55.9 元的目标价，潜在升幅 26%；给予“买入”评级。

图表 32：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	467	623	685
EBITDA 增速	(37%)	(16%)	(7%)
EV/EBITDA (x)	7.0	11.7	14.0
推算企业价值	3,271	7,289	9,594
减：净负债	334	334	334
目标估值	2,936	6,955	9,260
目标估值（港元百万）	22,894	54,223	72,195
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	1,309	1,309	1,309
H 股折合 A 股股数	493.81	493.81	493.81
折合 H 股总股数	2,389	2,389	2,389
目标价（港元）	9.6	22.7	30.2
潜在升幅	(47%)	25%	66%
折合 A 股总股数	902	902	902
目标价（人民币）	23.6	55.9	74.4
潜在升幅	(47%)	26%	68%

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

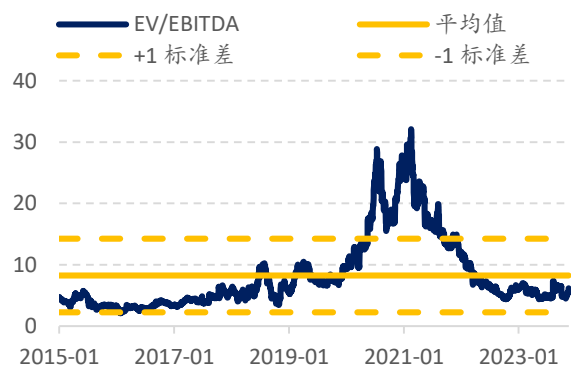
资料来源：浦银国际预测

图表 33: 华虹半导体 H 股市盈率: 当前 18.9x vs. 历史均值 18.4x vs. 历史均值以下一个标准差 5.4x



注: 数据截至 2023 年 11 月 17 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 34: 华虹半导体 H 股 EV/EBITDA: 当前 6.1x vs. 历史均值 8.3x vs. 历史均值以下一个标准差 2.2x



注: 数据截至 2023 年 11 月 17 日, 历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

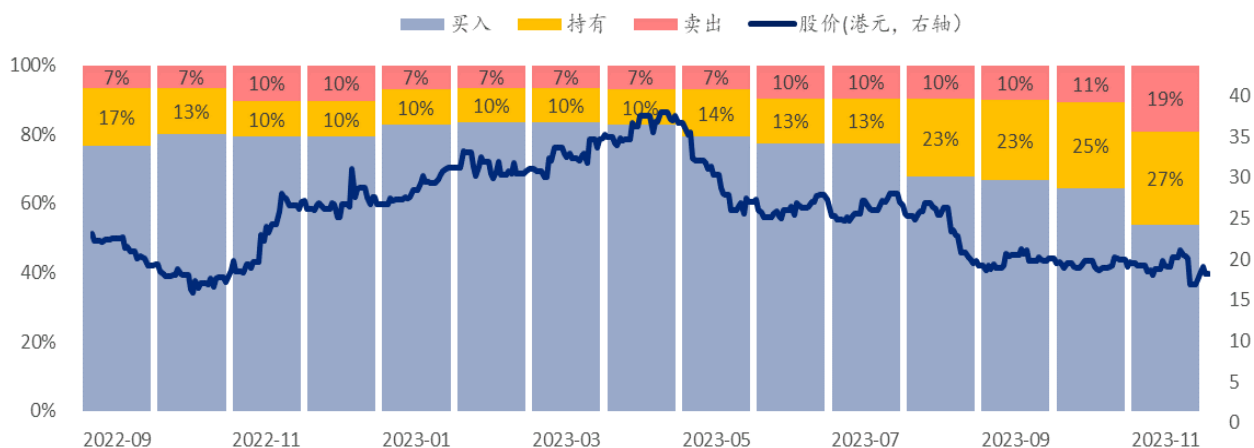
图表 35: 华虹 A 股股价相较于 H 股溢价



注: 数据截至 2023 年 11 月 17 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设-H 股

图表 36: 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 37: 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: 30.2 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: 9.6 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。

资料来源: 浦银国际

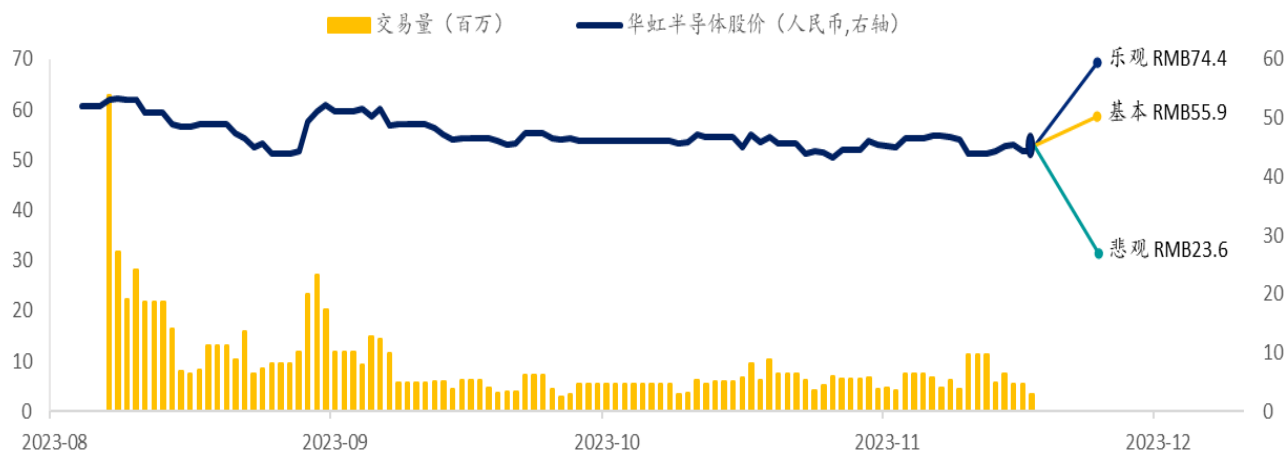
图表 38: SPDBI 目标价: 华虹半导体 H 股 (1347.HK)



注: 截至 2023 年 11 月 17 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 39: 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: 74.4 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。

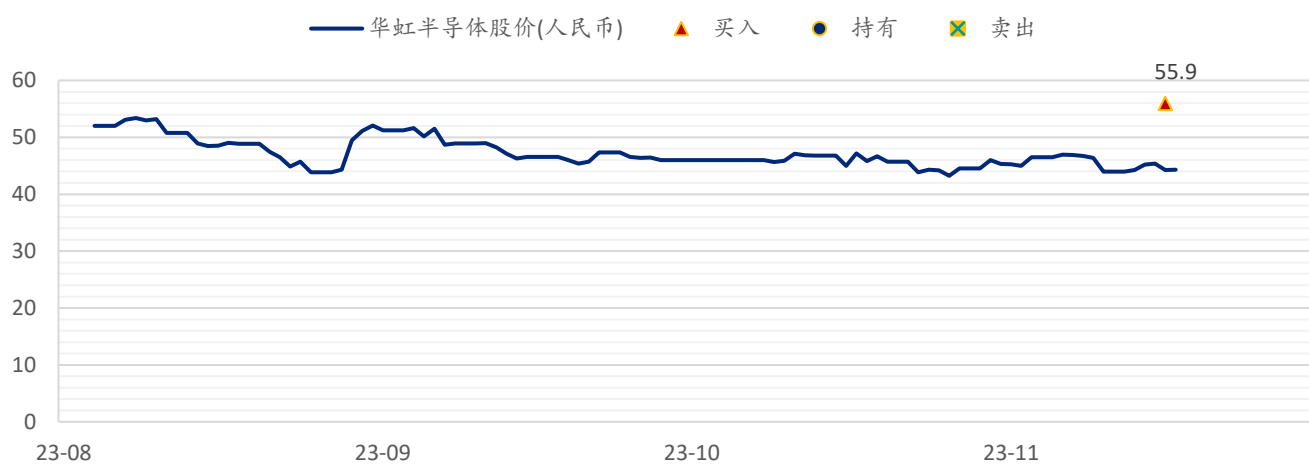
悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 23.6 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 40: SPDBI 目标价: 华虹公司 A 股 (688347.CH)



注: 截至 2023 年 11 月 17 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	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,631	2,475	2,305	2,053	2,573
营业成本	(1,179)	(1,632)	(1,819)	(1,828)	(2,122)
毛利润	452	844	485	225	451
经营支出	(210)	(279)	(305)	(269)	(334)
销售费用	(11)	(12)	(10)	(9)	(11)
管理费用	(92)	(106)	(138)	(120)	(149)
研发费用	(107)	(161)	(157)	(140)	(174)
经营利润	242	565	181	(44)	117
非经营收入	54	(68)	(29)	32	38
财务费用	(13)	(40)	(89)	(89)	(89)
投资收益	7	12	10	10	10
其他	61	(40)	51	112	117
税前利润	296	496	152	(12)	155
税务费用	(65)	(89)	(45)	(17)	(31)
税后利润含少数股东权益	231	407	107	(29)	124
少数股东权益	(31)	(43)	(107)	(107)	(107)
净利润	261	450	214	78	231
基本股数 (百万)	1,300	1,303	1,580	1,580	1,580
摊销股数 (百万)	1,320	1,314	1,587	1,587	1,587
基本每股收益 (美元)	0.20	0.35	0.14	0.05	0.15
摊销每股收益 (美元)	0.20	0.34	0.13	0.05	0.15

资产负债表

美元百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,610	2,009	2,048	2,108	2,323
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	272	242	303
存货	434	578	645	647	752
其他流动资产	165	196	182	163	204
流动资产合计	2,392	3,076	3,148	3,161	3,583
物业、厂房及设备	3,117	3,368	3,881	4,403	4,888
使用权资产	75	78	78	78	78
无形资产	35	33	17	(5)	1
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	7,638	8,165	9,095
短期借贷	195	427	640	960	1,440
应付账款和应付票据	194	237	264	265	308
其他流动负债	751	719	862	1,035	1,242
流动负债合计	1,140	1,382	1,767	2,261	2,990
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	3,304	3,798	4,528
股本	1,986	1,994	2,000	2,005	2,011
储备	835	1,036	1,228	1,257	1,452
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	4,333	4,367	4,567
总负债和股东权益	6,203	7,055	7,638	8,165	9,095

现金流量表

美元百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	518	751	830	794	813
税前利润	296	496	152	(12)	155
折旧	308	446	483	524	581
摊销	10	11	16	22	(6)
营运资金变动	(73)	(174)	138	220	43
应收账款减少 (增加)	(60)	(111)	20	30	(61)
库存减少 (增加)	(207)	(155)	(66)	(3)	(104)
应付账款增加 (减少)	63	43	27	1	43
其他经营资金变动	131	49	157	192	166
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	39	59	216
期初现金及现金等价物	923	1,610	2,009	2,048	2,108
期末现金及现金等价物	1,610	2,009	2,048	2,108	2,323

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%	(7%)	(11%)	25%
毛利润增速	92%	87%	(42%)	(54%)	100%
营业利润增速	(801%)	133%	(68%)	(124%)	(366%)
净利润增速	163%	72%	(52%)	(64%)	198%
盈利能力					
净资产收益率	7.5%	11.6%	5.1%	1.8%	5.2%
总资产报酬率	4.9%	6.8%	2.9%	1.0%	2.7%
投入资本回报率	3.6%	7.7%	2.0%	(1.6%)	1.3%
利润率					
毛利率	27.7%	34.1%	21.1%	11.0%	17.5%
营业利润率	14.8%	22.8%	7.9%	(2.1%)	4.5%
净利润率	16.0%	18.2%	9.3%	3.8%	9.0%
EBITDA率	38.5%	40.1%	32.1%	30.3%	31.8%
营运能力					
现金循环周期	86	100	117	122	110
应收账款周转天数	34	35	45	46	39
存货周转天数	102	113	123	129	120
应付账款周转天数	50	48	50	53	49
净债务 (净现金)	(25)	(100)	74	334	599
自由现金流	(505)	(251)	(231)	(386)	(355)

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 26.7 港元; 688981.CH, 买入, 目标价人民币 69.6 元)

业绩回顾及预测调整

中芯国际 3Q23 业绩:

- 营业收入 16.21 亿美元, 同比下滑 15%, 环比增长 4%。
- 毛利率 19.8%, 同比下滑 19.1 个百分点, 环比下滑 0.4 个百分点。毛利率下滑主要由于大宗标准化产品占比提升带动公司平均晶圆单价下滑。
- 经营利润为 0.11 亿美元, 同比下滑 97%, 环比下滑 52%。营业费用率为 19.2%, 同比上升 1.2 个百分点, 环比上升 0.4 个百分点。
- 净利润为 0.94 亿美元, 同比下滑 80%, 环比下滑 77%。

中芯国际 4Q23 业绩指引:

- **收入及毛利率:** 公司预计四季度收入环比上涨 1%-3%, 毛利率在 16%-18% 之间。公司预计半导体行业复苏将呈现 W 形, 下行周期或将长达两年, 当前正处于中间由于部分用户换机需求而带动的局部反弹阶段。

业绩会要点:

- **毛利率:** 公司认为四季度产能利用率将会小幅下降。公司预计明年在手机及汽车方面的产品价格将会企稳回升, 但大宗标准化产品 ASP 将会跟随市场变动仍有下滑空间。
- **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 41: 中芯国际 3Q23 业绩详情

美元百万	3Q23	3Q22	同比	2Q23	环比
营业收入	1,621	1,907	(15%)	1,560	4%
毛利润	322	742	(57%)	317	2%
经营利润	11	399	(97%)	23	(52%)
净利润	94	471	(80%)	403	(77%)
基本每股收益 (美元)	0.01	0.06	(80%)	0.05	(77%)

利润率	3Q23	3Q22	同比 百分点	2Q23	环比 百分点
毛利率	19.8%	38.9%	(19.1)	20.3%	(0.4)
营业费用率	19.2%	18.0%	1.2	18.8%	0.4
营业利润率	0.7%	20.9%	(20.2)	1.5%	(0.8)
净利率	5.8%	24.7%	(18.9)	25.8%	(20.0)

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 42: 中芯国际历史及 4Q23 业绩指引

季度指引 美元百万	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	1,640	1,443	1,550	1,623	1,653
最低营收	1,621	1,427	1,535	1,607	1,637
最高营收	1,659	1,459	1,565	1,638	1,669
最低环比	(15%)	(12%)	5%	3%	1%
最高环比	(13%)	(10%)	7%	5%	3%
vs 实际营收	1,621	1,462	1,560	1,621	
同比	4%	(22%)	(19%)	(15%)	2%
环比	(14%)	(11%)	6%	4%	2%
毛利率	31%	20%	20%	19%	17%
最低毛利率	30%	19%	19%	18%	16%
最高毛利率	32%	21%	21%	20%	18%
vs 实际毛利率	32.0%	20.8%	20.3%	19.8%	
同比百分点	(4.0)	(20.7)	(19.4)	(19.9)	(15.0)
环比百分点	(7.9)	(12.0)	(0.8)	(1.3)	(2.8)

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 3Q23 业绩以及 4Q23 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 43：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	6,297	6,325	(0%)	7,016	7,510	(7%)	8,905	8,947	(0%)
毛利润	1,229	1,263	(3%)	1,373	1,529	(10%)	2,264	2,032	11%
经营利润	27	312	(91%)	63	633	(90%)	633	1,060	(40%)
净利润	852	869	(2%)	696	813	(14%)	1,207	1,026	18%
基本每股收益 (美元)	0.11	0.11	(1%)	0.09	0.11	(17%)	0.15	0.15	(1%)
EBITDA (美元)	3,958	3,172	25%	3,949	3,949	0%	4,773	4,799	(1%)
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	19.5%	20.0%	(0.5)	19.6%	20.4%	(0.8)	25.4%	22.7%	2.7
营业费用率	19.1%	15.0%	4.1	18.7%	11.9%	6.7	18.3%	10.9%	7.4
营业利润率	0.4%	4.9%	(4.5)	0.9%	8.4%	(7.5)	7.1%	11.8%	(4.7)
净利率	13.5%	13.7%	(0.2)	9.9%	10.8%	(0.9)	13.6%	11.5%	2.1
EBITDA 率	62.9%	50.2%	12.7	56.3%	52.6%	3.7	53.6%	53.6%	(0.0)

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、11.7x、14.0x 的目标 EV/EBITDA。基础情景的 11.7x 目标估值，处于中芯国际港股 (981.HK) 2015 年以来均值 9.9x 和均值以上一个标准差 14.7x 之间。我们选取 7.7968 的美元兑港元汇率，得到 26.7 港元的目标价，潜在升幅 24%，维持“买入”评级。目标价上调主要由于三季度收入增速触底抬头趋势明显，明年周期上行确定性提升，因而给予更高估值。

对于中芯国际 A 股 (688981.CH)，过去一年 H 股的溢价区间在 153%-237% 之间 (图表 49)。我们假设 A 股相对于港股 (981.HK) 的溢价为 180%，并按照 0.9295 的港元对人民币汇率，得到人民币 69.6 元的目标价，潜在升幅 30%，维持“买入”评级。

图表 44：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	3,140	3,949	4,344
EBITDA 增速	(21%)	(0%)	10%
EV/EBITDA(x)	7.0	11.7	14.0
推算企业价值	21,977	46,205	60,817
减：净负债	7,001	7,001	7,001
目标估值	14,976	39,204	53,816
目标估值	116,766	305,667	419,592
(港元百万)			
A 股股数 (百万)	1,957	1,957	1,957
A 股相对 H 股溢价	180%	180%	180%
A 股折合 H 股股数	5,481	5,481	5,481
H 股股数	5,951	5,951	5,951
折合 H 股总股数	11,432	11,432	11,432
981.HK 目标价	10.2	26.7	36.7
(港元)			
688981.CH 目标价	26.6	69.6	95.5
(人民币)			
981.HK 潜在升幅	-53%	24%	70%
688981.CH 潜在升幅	-50%	30%	78%

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

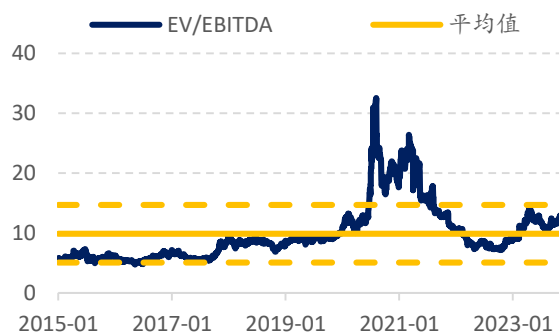
资料来源：浦银国际预测

图表 45: 中芯国际港股市盈率: 当前 27.0x vs. 历史均值 37.4x vs 历史均值以下一个标准差 13.0x



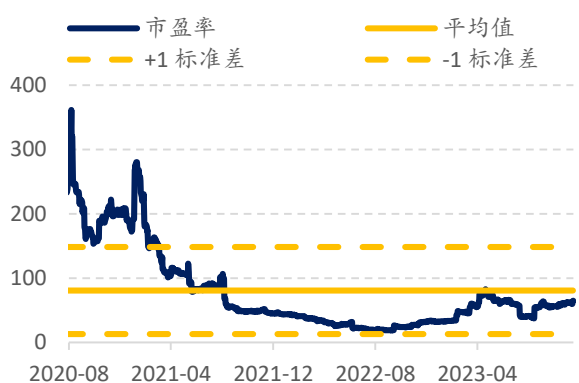
注: 数据截至 2023 年 11 月 17 日, 历史均值取自 2019 年 7 月 1 日以来;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 46: 中芯国际港股 EV/EBITDA: 当前 12.6x 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 2023 年 11 月 17 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 47: 中芯国际 A 股市盈率: 当前 64.9x vs. 历史均值 80.5x vs 历史均值以下一个标准差 12.8x



注: 数据截至 2023 年 11 月 17 日, 历史均值取自上市以来;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 48: 中芯国际 A 股 EV/EBITDA: 当前 11.2x vs. 历史均值 12.9x vs. 历史均值以下一个标准差 8.0x



注: 数据截至 2023 年 11 月 17 日, 历史均值取自上市以来;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

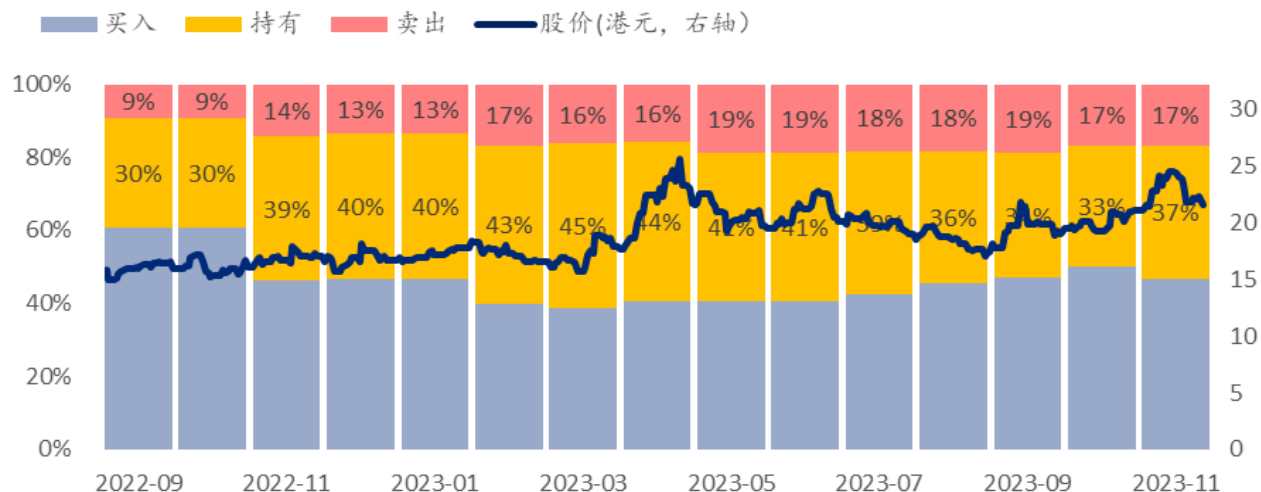
图表 49：中芯国际 A 股股价相较于 H 股溢价



注：数据截至 2023 年 11 月 17 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

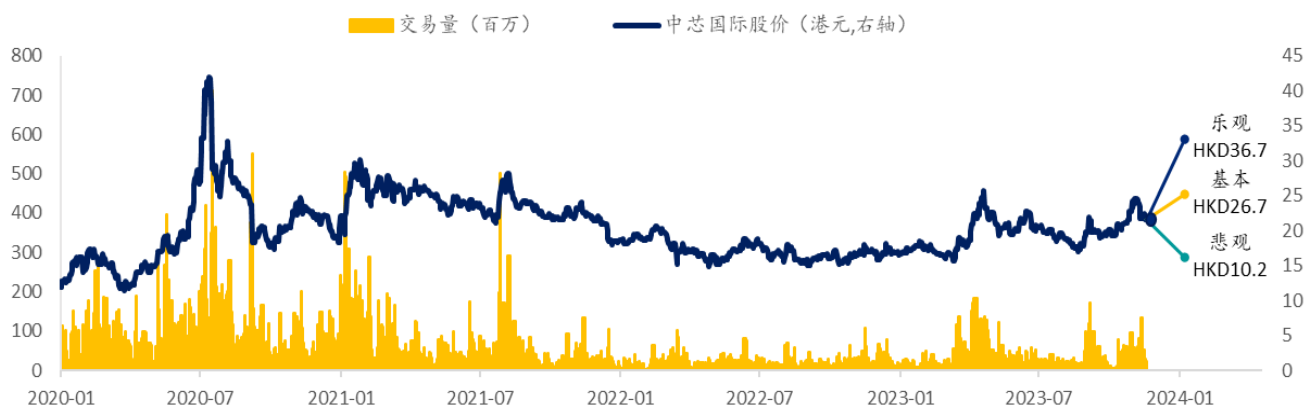
SPDBI 乐观与悲观情景假设-H 股

图表 50: 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 51: 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: 36.7 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。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 10.2 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

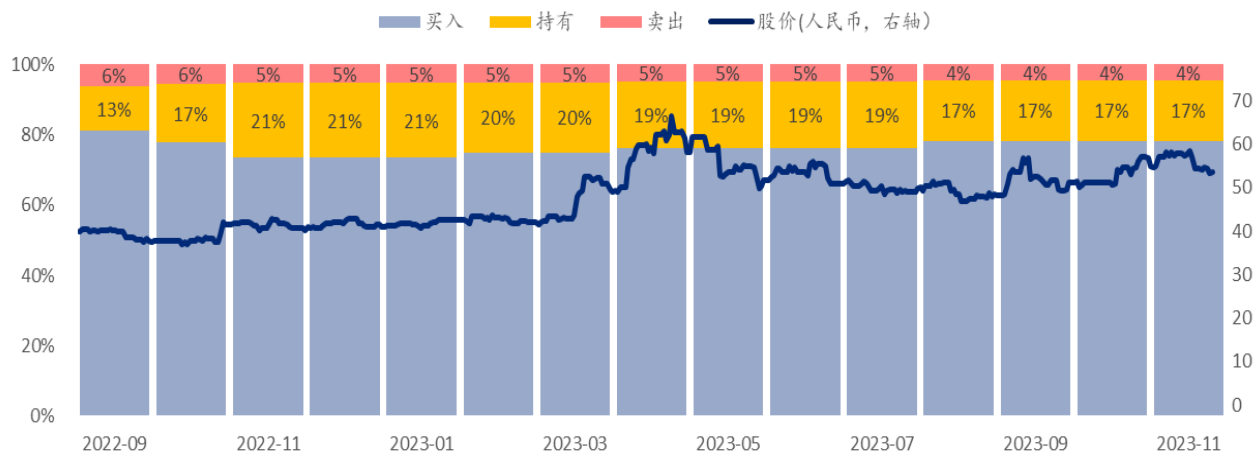
图表 52: SPDBI 目标价: 中芯国际 H 股 (981.HK)



注: 截至 2023 年 11 月 17 收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

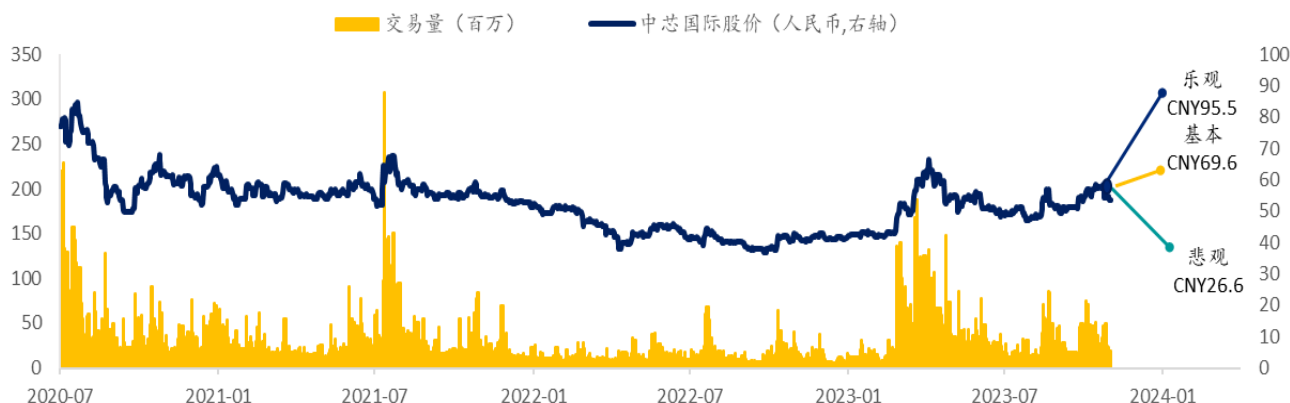
SPDBI 乐观与悲观情景假设-A 股

图表 53: 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 54: 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 95.5 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。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 人民币 26.6 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 55: SPDBI 目标价: 中芯国际 A 股 (688981.CH)



注: 截至 2023 年 11 月 17 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	6,297	7,016	8,905
营业成本	(3,767)	(4,512)	(5,068)	(5,643)	(6,641)
毛利润	1,676	2,762	1,229	1,373	2,264
经营支出	(942)	(1,261)	(1,202)	(1,310)	(1,631)
销售费用	(28)	(34)	(35)	(39)	(47)
管理费用	(276)	(494)	(458)	(492)	(606)
研发费用	(639)	(733)	(709)	(779)	(978)
经营利润	734	1,501	27	63	633
非经营收入	1,107	713	1,085	880	848
财务费用	(110)	(126)	(186)	(157)	(157)
投资收益	253	122	51	51	51
其他	741	368	546	346	346
税前利润	1,840	2,214	1,112	943	1,481
所得税	(65)	(16)	(60)	(47)	(74)
税后利润含少数股东权益	1,775	2,198	1,052	896	1,407
少数股东权益	73	380	200	200	200
净利润	1,702	1,818	852	696	1,207
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	0.09	0.15
摊销每股收益 (美元)	0.21	0.23	0.11	0.09	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	6,413	3,664	1,276
限制性存款	214	677	677	677	677
短期投资	110	522	452	504	640
应收账款和应收票据	1,215	1,303	1,128	1,131	1,292
存货	1,194	1,911	2,147	2,152	2,532
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	16,328	13,914	12,492
物业、厂房及设备	14,261	18,856	22,472	25,774	28,669
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	47,904	49,616	51,997
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	3,614	3,621	4,177
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	10,213	11,185	12,008
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	18,054	19,047	20,170
股本	32	32	32	32	32
储备	13,837	13,963	14,852	15,571	16,829
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	29,850	30,569	31,827
总负债和股东权益	36,111	43,808	47,904	49,616	51,997

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	4,130	3,902	4,190
税后利润含少数股东权益	1,775	2,198	1,052	896	1,407
折旧	1,844	2,252	2,635	2,824	3,109
摊销	25	19	25	25	25
营运资金变动	114	894	581	334	(203)
应收账款减少 (增加)	(257)	(12)	175	(3)	(161)
库存减少 (增加)	(360)	(782)	(236)	(4)	(381)
应付账款增加 (减少)	79	792	397	8	555
其他经营资金变动	651	895	246	334	(216)
所得税	65	16	60	47	74
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)	(6,953)	(7,026)	(7,073)
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)	70	(52)	(136)
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)	(520)	(2,749)	(2,388)
期初现金及现金等价物	9,827	8,582	6,933	6,413	3,664
期末现金及现金等价物	8,582	6,933	6,413	3,664	1,276

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%	(13%)	11%	27%
毛利润增速	82%	65%	(56%)	12%	65%
营业利润增速	(1502%)	105%	(98%)	136%	907%
净利润增速	138%	7%	(53%)	(18%)	73%
盈利能力					
净资产收益率	7.2%	6.7%	2.9%	2.3%	3.9%
总资产报酬率	5.0%	4.5%	1.9%	1.4%	2.4%
投入资本回报率	2.3%	4.0%	0.1%	0.1%	1.4%
利润率					
毛利率	30.8%	38.0%	19.5%	19.6%	25.4%
营业利润率	13.5%	20.6%	0.4%	0.9%	7.1%
净利润率	31.3%	25.0%	13.5%	9.9%	13.6%
EBITDA率	70.2%	63.4%	62.9%	56.3%	53.6%
营运能力					
现金循环周期	1	(15)	(29)	(36)	(36)
应收账款周转天数	73	63	70	59	50
存货周转天数	97	126	146	139	129
应付账款周转天数	169	204	246	234	214
净债务 (净现金)	(2,855)	1,054	3,877	7,001	9,884
自由现金流	(1,640)	(1,596)	(2,985)	(2,884)	(2,470)

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

图表 56: 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	15.9	买入	15.1	15/5/2023	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	123.5	买入	177.7	13/10/2023	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	38.5	买入	44.5	18/10/2023	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	50.1	买入	49.9	26/10/2023	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	31.9	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	13.6	买入	11.4	29/5/2022	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	20.4	买入	17.5	29/5/2022	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	73.3	买入	80.8	10/11/2023	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	4.6	买入	5.1	10/11/2023	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	107.0	买入	127.9	10/11/2023	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	7.4	买入	9.4	15/6/2023	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	58.1	买入	73.9	15/6/2023	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	16.2	买入	10.2	15/6/2023	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	65.2	买入	40.1	15/6/2023	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	38.9	买入	53.4	10/8/2023	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	157.1	买入	208.6	10/8/2023	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	36.1	买入	47.6	15/6/2023	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	233.6	持有	275.1	19/10/2023	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	244.2	买入	280.4	3/11/2023	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	236.8	买入	302.9	3/11/2023	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	21.6	买入	26.7	20/11/2023	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	53.7	买入	69.6	20/11/2023	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	18.2	买入	22.7	20/11/2023	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	44.3	买入	55.9	20/11/2023	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	52.5	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	25.4	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	39.2	买入	43.4	25/10/2023	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气	39.7	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气	25.2	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	188.0	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	41.1	买入	44.4	20/9/2023	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	50.7	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体

注: A股、港股截至2023年11月17日收盘价;美股截至2023年11月16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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

