国元证券 GUOYUAN SECURITIES

中芯国际-U(688981)公司点评报告

2020 年 08 月 08 日

20Q2 业绩符合预期，成熟和先进制程需求旺盛

——中芯国际中报点评

增持|维持

报告要点：

- **业绩符合预期，公司营收稳定增长**

8 月 6 日中芯国际披露 2020 年中报，业绩符合预期。公司 Q2 营收 9.39 亿美元，环比+3.7%，同比+18.7%，实现归母净利润 1.38 亿美元，创单季新高。Q2 毛利率为 26.5%，去年同期为 19.1%，得益于运营支出控制。下游需求旺盛，产能利用率连续两季度保持在 98%以上，其中下游 PMIC、CMOS 和物联网的需求依然强劲，消费类营收环比+7%。先进制程 14/28nm 收入持续增长，季度环比增长 21%。

- **折旧导致整体毛利率承压，中长期营收增长加快覆盖成本压力**

公司 Q3 业绩指引，总营收环比增长 1%-3%,对应营收 9.48-9.67 亿美元。中芯南方 Q3 开始计入折旧，Q3 业绩指引给出毛利率预期在 19%-21%的范围内，对全年毛利率的影响将达到 5%左右。12 寸厂新设备折旧年限 7 年，8 寸厂旧设备折旧年限 6 年，短期内大幅提升的资本支出所带来的折旧会对毛利率和净利率造成一定压力，公司会通过各种改善来缓解。中长期看，考虑到随着国内 5G 基础建设推进，架设在 5G 之上的新兴市场需求持续丰富、扩大，海外龙头代工企业表示对成熟和先进工艺产能利用率保持乐观看法，产能增加所带来的营收增长有望加快覆盖折旧所带来的成本压力。

- **技术进步上修公司服务范围，拉动产业链上下游企业共同发展**

晶圆代工是连接上游设计和下游应用的“中枢”，中芯国际的代工能力提升意味着大陆整体的半导体行业水平提高。晶圆制造企业向上制定 IC 设计规则，向下拉动设备、材料、封测同步发展和技术迭代。中芯国际先进制程上调了国产半导体发展潜力和增长空间，协同作用下配套的国产设备和材料供应商也有望共同进步。

- **投资建议与盈利预测**

预计 2020-2022 年公司营收 271、304、333 亿元，归母净利润 19.31、22.37、24.38 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 316、273、251 倍，给予“增持”评级。

- **风险提示**

先进制程开发进度风险；外部冲击风险；专利与技术风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23016.71	22017.88	27126.87	30431.29	33348.46
收入同比（%）	7.61	-4.34	23.20	12.18	9.59
归母净利润(百万元)	747.28	1793.76	1931.88	2237.19	2438.07
归母净利润同比(%)	-39.98	140.04	7.70	15.80	8.98
ROE（%）	1.82	4.12	2.08	2.32	2.47
每股收益（元）	0.10	0.24	0.26	0.30	0.33
市盈率(P/E)	817.45	340.55	316.20	273.05	250.55

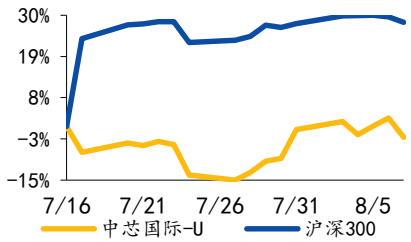
资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价：80.47 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	84.82 / 70.82
A 股流通股（百万股）：	6770.09
A 股总股本（百万股）：	7415.48
流通市值（百万元）：	544788.87
总市值（百万元）：	596723.30

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

个股深度报告之中芯国际：国产芯自主的希望

芯片基建系列深度之：晶圆代工行业密码

芯片基建系列深度之：半导体设备投资地图

芯片基建系列深度之：半导体材料投资地图

IC 设计：国产替代正当时，精选赛道获双重红利

报告作者

分析师　贺茂飞
执业证书编号　S0020520060001
电话　021-51097188
邮箱　hemaofei@gyzq.com.cn

目 录

1.营收及产能稳步增长，产能利用率近满载 3
1.1 营业收入稳定增长，产能利用率达 98.6% 3
1.2 折旧导致整体毛利率承压，中长期营收增长有望加快覆盖成本压力 4
2.国内客户订单持续增加，先进+成熟制程需求旺盛 5
2.1 国内客户占比提升明显，14/28nm 营收占比持续增加 5
2.2 成熟制程保持稳定盈利，先进制程助力公司快速成长 6
2.3 14/28nm 技术研发方向明确，随技术进步应用领域逐渐拓宽 8
3.先进制程重塑代工格局，与设备、材料企业共同成长 9
3.1 国产设备多点开花，协同作用拉动行业发展 9
3.2 材料市场需求逐渐扩张，借产能扩张东风快速成长 10
4.风险提示 11
5.投资建议 11

图表目录

图 1：中芯国际季度营收（亿美元） 3
图 2：连续 4 个季度产能利用率保持在 95%以上，下游需求强劲 3
图 3：Q2 毛利率达 26.5%，Q3 指引 19~21%受中芯南方开始计入折旧影响 4
图 4：整体产能持续扩张，天津 8”和上海先进 12”产能稳步增长 4
图 5：中国大陆客户营收占比逐渐提高 5
图 6：消费应用需求强劲，汽车/工业开始回升 5
图 7：中芯国际各制程节点营收占比 6
图 8：各节点营收情况（百万美元） 6
图 9：成熟制程各尺寸对应下游应用 6
图 10：成熟制程细分市场规模（十亿美元） 7
图 11：物联网拉动 Nor Flash 市场规模增长（亿美元） 7
图 12：先进制程各尺寸对应下游应用 7
图 13：成熟及先进工艺市场规模预测（亿美元） 7
图 14：中芯国际的 14nm 节点策略 8
图 15：国产半导体设备公司演进 9
图 16：2019 年公司原材料采购占比 10
图 17：近三年各类原材料采购金额（万元） 10
图 18：国产半导体材料市场容量边界假设 11

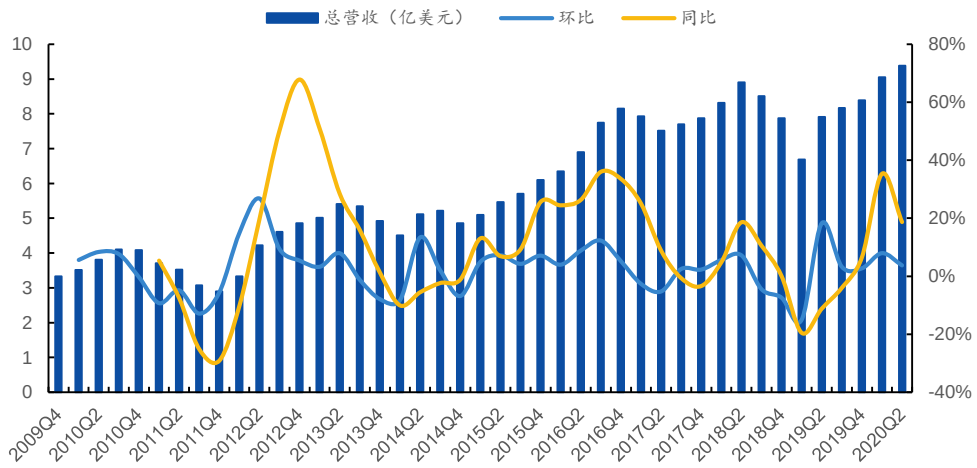
表 1：中芯国际逻辑工艺平台的在研项目 8

1.营收及产能稳步增长，产能利用率近满载

1.1 营业收入稳定增长，产能利用率达 98.6%

公司 2020 年上半年营收持续增长，Q2 单季营收达 9.39 亿美元，同比增加 18.7%，归属母公司利润为 1.38 亿美元。结合海外代工企业法说会及公司披露信息来看，上半年及未来几年代工行业有望持续受益于下游 5G、物联网、AI 等新兴需求强劲。目前，尽管外部冲击影响较大，公司产能利用率为 98.6%。

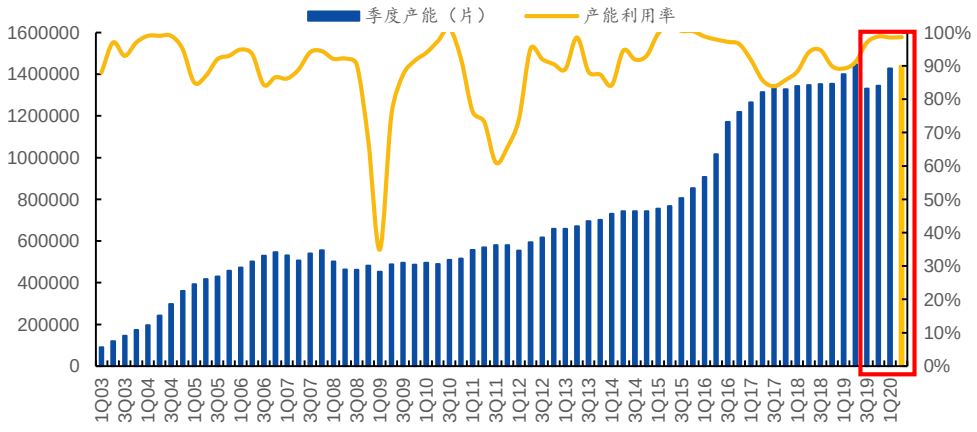
图 1：中芯国际季度营收（亿美元）



资料来源：公司季报，国元证券研究中心

公司产能目前处于饱和状态，连续 4 个季度保持 95%以上。产能利用率维持满载持续改善公司盈利性。我们认为公司目前代工营收中还是以 28nm 以上成熟制程为主，成熟制程产能利用率满载，而先进制程 14nm 合理放量合理的产品组合有助于公司营收长期稳定增长。

图 2：连续 4 个季度产能利用率保持在 95%以上，下游需求强劲



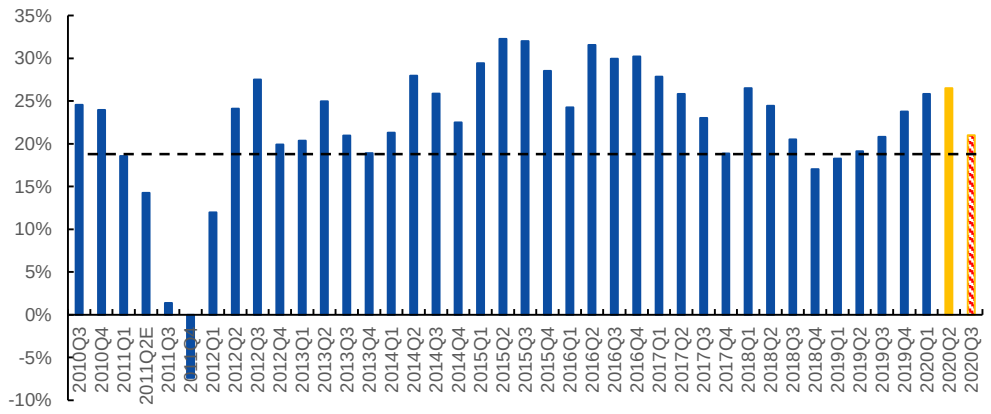
资料来源：公司季报，国元证券研究中心

1.2 折旧导致整体毛利率承压，中长期营收增长有望加快覆盖成本压力

公司 2020Q3 业绩指引给出毛利率预期在 19%-21%的范围内，相比 20Q2 下降约 6%，对全年毛利率的影响将达到 5%左右，主要原因是中芯南方下半年开始计入折旧导致销售成本增加。12 寸厂新设备折旧年限 7 年，8 寸厂旧设备折旧年限 6 年，

短期内大幅提升的资本支出所带来的折旧会对毛利率和净利率造成一定压力，公司会通过各种改善来缓解。中长期看，考虑到随着国内 5G 基础建设推进，架设在 5G 之上的新兴市场需求持续丰富扩大，海外龙头代工企业均表示对成熟和先进工艺产能利用率保持乐观看法，产能增加所带来的营收增长有望加快覆盖折旧所带来的成本压力。

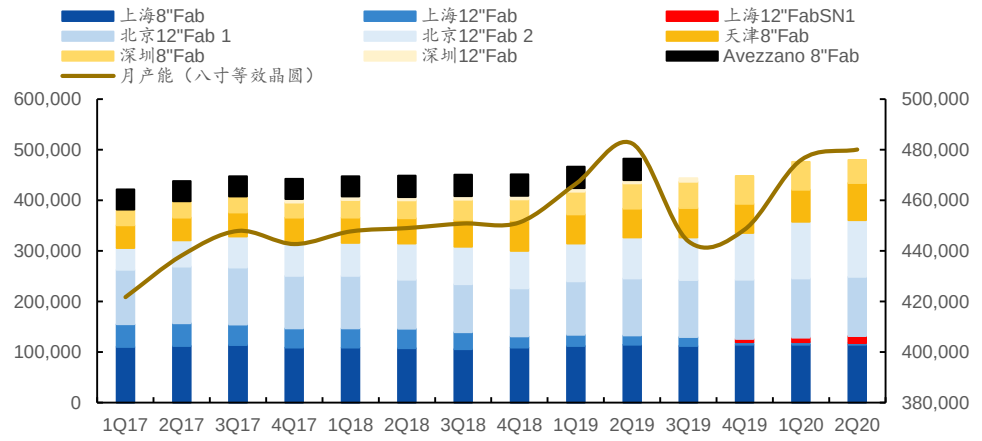
图 3：Q2 毛利率达 26.5%，Q3 指引 19~21%受中芯南方开始计入折旧影响



资料来源：公司季报，国元证券研究中心

公司产能持续稳步提升，20Q2 月产能达 480150 片八寸等效晶圆，主要是上海先进 12”和天津特色 8”持续放量，以及规划的新项目北京 12 寸 28nm 以上新产能。0.18-0.15 微米节点以电源管理、指纹识别、CIS 等特色工艺为主；28nm 以下以 RF 和 mobile 芯片为主，未来会向 HPC 和 AI 拓展。

图 4：整体产能持续扩张，天津 8”和上海先进 12”产能稳步增长



资料来源：公司季报，国元证券研究中心

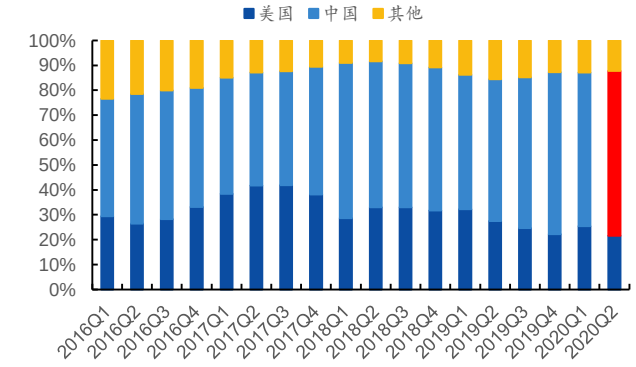
2.国内客户订单持续增加，先进+成熟制程需求旺盛

2.1 国内客户占比提升明显，14/28nm 营收占比持续增加

根据公司营收按地区拆分，大陆客户占比逐渐提升，20Q2 中国地区占比达 66.1%。国内 IC 设计企业迅速崛起，行业年复合增速高达 24.6%，随着 5G 所带来的更多应用场景需求，预计未来仍将以高于 20%的速度增长。**公司成熟制程扩产+先进制程拓宽代工服务天花板，随着良率、性能、成本等持续改善，我们认为会有越来越多的本土客户就近选择公司所提供的更灵活的服务。**

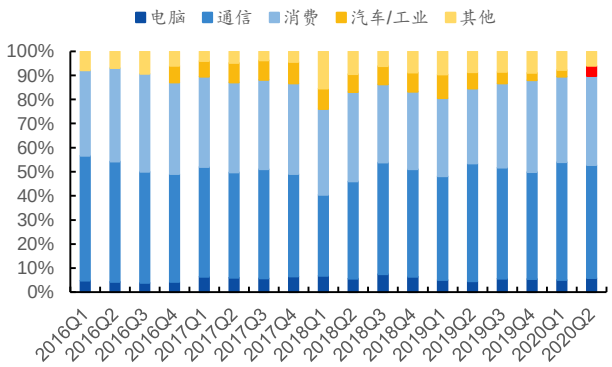
营收按应用拆分，目前占比最大的是通信和消费，汽车及工业应用端随国内复工复产顺利进行而有所回暖，占比提升 1.4pcts。

图 5：中国大陆客户营收占比逐渐提高



资料来源：公司季报，国元证券研究中心

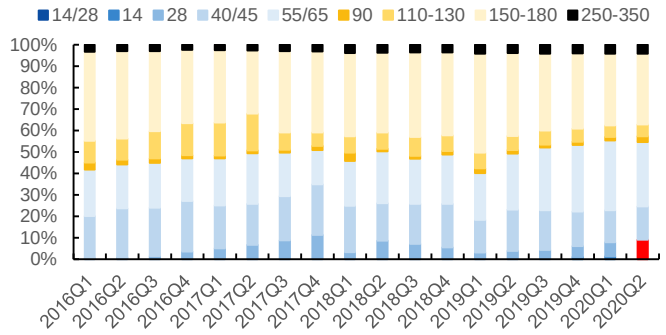
图 6：消费应用需求强劲，汽车/工业开始回升



资料来源：公司季报，国元证券研究中心

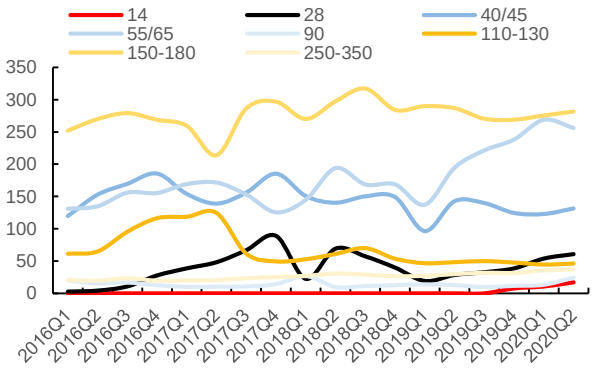
目前公司营收仍以成熟制工艺为主，14/28nm 先进制程稳步增涨。成熟制程需求旺盛，目前产能接近满载，公司还在继续扩充新产能。先进制程方面公司 Q2 合并了 14/28 纳米制程的统计口径，合计占比 9.1%，达 0.78 亿美元。**根据我们测算，14nm 营收约 0.17 亿美元，28nm 营收约 0.6 亿美元，保持持续增长趋势。**

图 7：中芯国际各制程节点营收占比



资料来源：中芯国际季报，国元证券研究中心

图 8：各节点营收情况（百万美元）

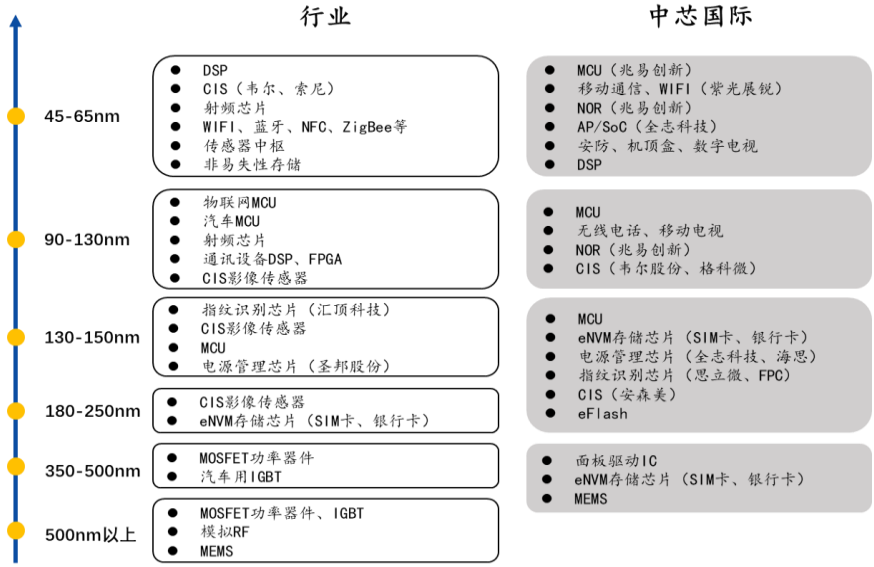


资料来源：中芯国际季报，国元证券研究中心 *(*公司 20Q2 14/28 节点营收占比合并，根据 14nm 产能扩展情况大致估算，以公开披露数据为真实结果)*

2.2 成熟制程保持稳定盈利，先进制程助力公司快速成长

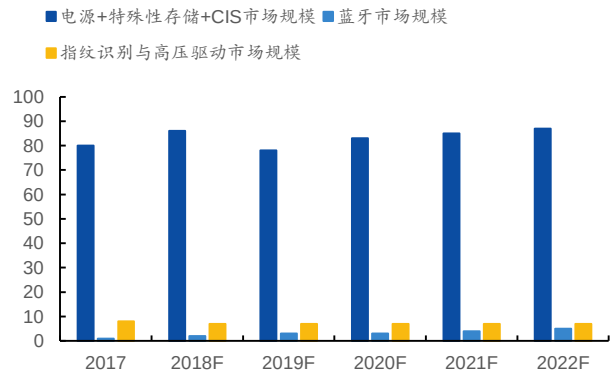
公司成熟制程对应产品市场规模预期长期保持稳定。其中电源管理+特殊性存储+CIS 合计市场规模大概在 800 亿美元左右，蓝牙、指纹识别和高压驱动芯片市场规模小于 100 亿美元。IOT 和 NOR 市场需求强劲，成熟工艺有望迎来新增长。40/45nm 下游应用主要对应物联网相关产品，如 WIFI、蓝牙、NB-IOT 等，随着智能家居、智能支付终端、可穿戴设备等物联网领域的迅速发展，IOT 无线通信芯片领域迎来了良好的发展时期，实现了较快的增长。随着 AMOLED、TDDI、汽车电子、TWS 耳机市场的发展，NOR Flash 需求较为旺盛，55/65nm 平台主要为兆易创新 Nor Flash 提供代工服务，有望分享行业成长与兆易创新份额提升红利。

图 9：成熟制程各尺寸对应下游应用



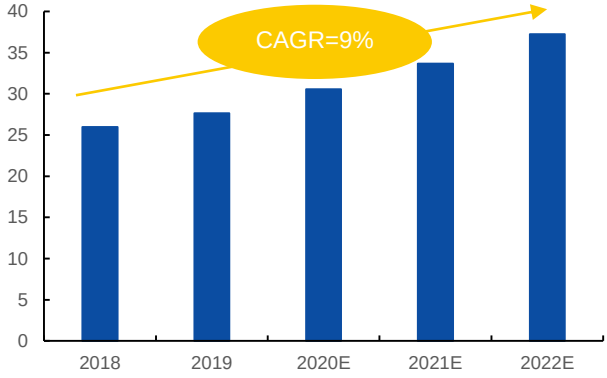
资料来源：国元证券研究中心

图 10：成熟制程细分市场规模（十亿美元）



资料来源：中芯国际季报，国元证券研究中心

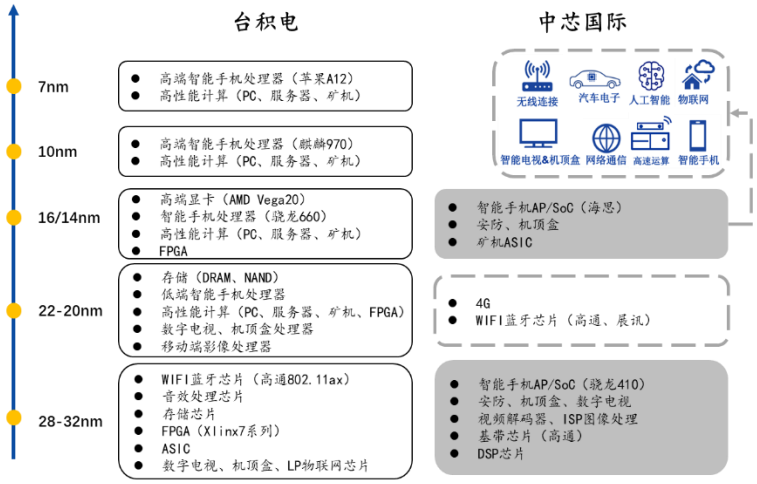
图 11：物联网拉动 Nor Flash 市场规模增长（亿美元）



资料来源：CINNO Research，国元证券研究中心

公司的先进制程工艺可提供 28nm HKC+工艺及 14nm FinFET 工艺的研发和量产，可以为客户提供高端消费品、高速运算、媒体应用、应用处理器、人工智能及汽车电子的服务。**先进制程的突破也拓宽了公司的业务渠道口径，有能力承接更多芯片设计公司的订单需求。**目前公司 14nm 应用主要是智能手机 AP/SoC、安防、机顶盒和矿机 ASIC 方面，未来会向高性能运算、汽车电子、物联网、显卡等领域拓展。

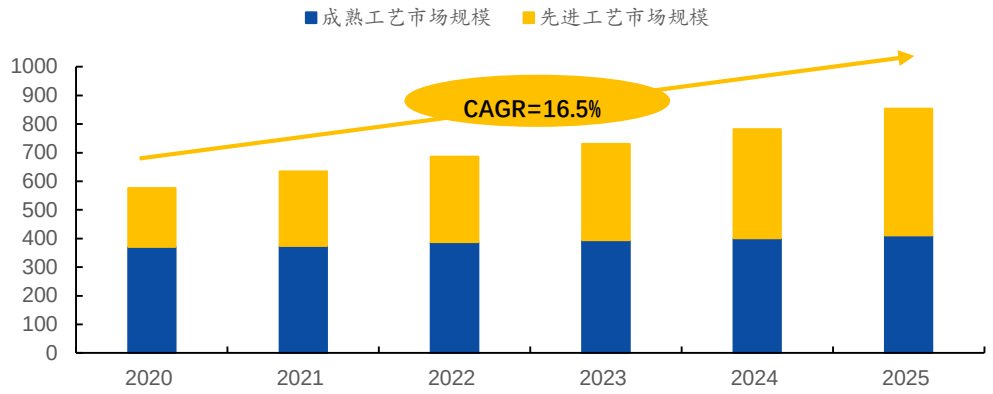
图 12：先进制程各尺寸对应下游应用



资料来源：ittbank，公司官网，国元证券研究中心

先进工艺市场规模增长迅速，有望成为公司未来业绩增长点。先进制程市场需求旺盛，主要是 5G、AI、IOT 打开很多新兴应用领域，公司及时切入到先进工艺节点有望享受市场增长红利。据 IHS Markit 预测，未来成熟工艺市场规模保持在 400 亿美元左右，而先进工艺市场规模预计以 16.5%的年复合增速增长。

图 13：成熟及先进工艺市场规模预测（亿美元）



资料来源：IHS Markit，国元证券研究中心

2.3 14/28nm 技术研发方向明确，随技术进步应用领域逐渐拓宽

14nm 节点普遍被业界视为集成电路制造工艺的拐点，中芯国际 14nm 制程未来合理放量。中芯南方厂主要负责 14nm 制程的制造工艺，中芯南方于 2019 年 Q1 完成厂房建设，2019 年 Q3 实现 14nmFinFET 工艺量产，2019 年开始贡献营收。2019 年底中芯南方 14nm 产能约 3000 片/月，2020 年底计划扩产至 1.5 万片/月。

公司 14nm 量产主要分三个阶段:1）第一阶段是成本>ASP，聚焦高端客户、多媒体应用等；2）第二阶段成本与 ASP 相抵，聚焦中低端移动应用、AI、矿机等；3）第三阶段成本<ASP，实现经济效益，会发展射频应用。

图 14：中芯国际的 14nm 节点策略



资料来源：中芯国际公告，eefocus，国元证券研究中心

中芯国际 N+1 工艺的研发进程顺利，已进入客户导入及产品认证阶段。N+1 工艺相比 14nm 性能提升 20%，功耗降低 57%、逻辑面积缩小 63%，SoC 面积缩小 55%，接近台积电 7nm 工艺。

表 1：中芯国际逻辑工艺平台的在研项目

序号	研发项目名称	研发目标	参与研发人员数量
1	14 纳米 FinFET 衍生技术平台开发	在 14 纳米 FinFET 通用工艺平台基础上，开发系列衍生应用平台，包括： ①12 纳米通用技术平台：相对于 14nm 平台，进一步优化器件性能，并提高集成度，实现芯片性能的提升。 ②无线射频技术平台：开发低噪声器件、高频器件等特殊射频器件，优化模型和设计工具包，满足多种无线通讯应用需求。	约 100 人

		③车用电子技术平台：优化工艺，封装和 IP 设计，提高可靠性和安全性，通过 AEC-Q100 和 IS26262 等车用电子相关认证。 ④高性能计算技术平台：提高器件性能，开发特殊器件，支持多至 13 层金属互联，开发高速存储和高性能标准库等基础 IP，以及相关高速接口 IP。	
2	N+1 工艺技术研发	N+1 是中芯国际第二代 FinFET 技术，第一次采用了 SAQP 形成 Fin，SADP 形成 dummygate，以达到更小 pitch 的需求。相比于前代技术，单位面积的晶体管密度大幅提升。同时提供不同的 Vt 选择，满足不同市场应用的需求。目前已经进入客户导入阶段。	约 300 人
3	新一代 28 纳米紧凑加强型低功耗（28HKC+）逻辑工艺开发和产业化	28 纳米后栅极的高介电常数金属栅极（HKMG）制程。基于 28HKC 工艺，继续优化器件性能，性能提升 10%；28HKC+平台主要应用于智能手机、平板电脑、电视、机顶盒、互联网、高性能应用处理器、移动基带及无线互联芯片制造	约 105 人
4	22 纳米低功耗工艺平台	设计规划与 28HKC+完全一致，提供 22 纳米低功耗制程技术(22ULP)与低漏电制程技术(22ULL)，可广泛应用于各类物联网产品，以满足智能手机、数字电视、机顶盒、图像处理器、可穿戴设备以及消费性电子产品等需求。	约 70 人

资料来源：中芯国际招股书，国元证券研究中心

3.先进制程重塑代工格局，与设备、材料企业共同成长

晶圆代工是连接上游设计和下游应用的“中枢”，中芯国际的代工能力提升意味着大陆整体的半导体行业水平提高。晶圆制造企业向上制定 IC 设计规则，向下拉动设备、材料、封测同步发展和技术迭代。中芯国际先进制程上调了国产半导体发展潜力和增长空间，协同作用下配套的国产设备和材料供应商也有望共同进步。

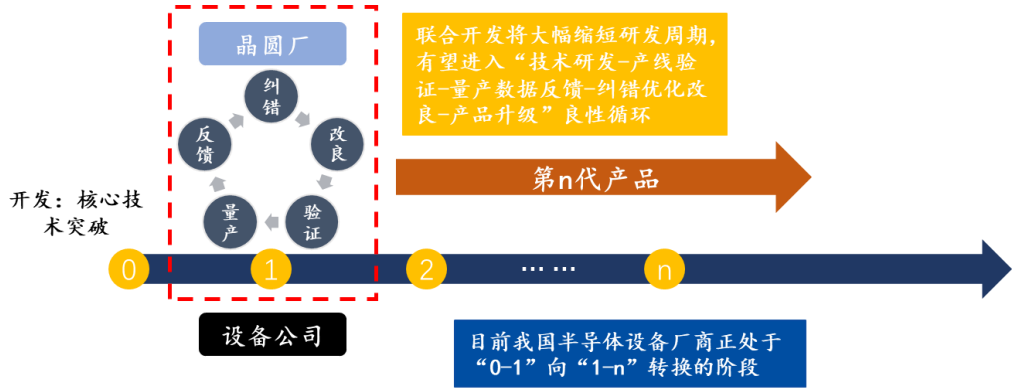
3.1 国产设备多点开花，协同作用拉动行业发展

目前国产半导体设备供应商技术节点也刚好切入 14nm 节点，在国产替代趋势下有望获得更多订单和发展空间。中芯国际 SN1 项目规划月产能 3.5 万片，总投资 90.59 亿美元，其中设备采购及安装费用 73.3 亿美元，占总投资的 81%。

设备公司通过中芯国际先进制程产线的验证提高认可度，有望带动同行业对国产设备采购积极性。国产设备供应商的整体生态逐渐改善，目前龙头公司处在从初期核心技术突破到经验积累与技术升级的拐点。

- 改善 1：设备类公司产品迭代呈现“0 -> 1 -> n”特点，初期的核心技术突破是最艰难的阶段。之后产品迭代主要是基于核心技术之上的改良和优化，难度将会大大降低，是从“1-n”的变化，这一阶段公司的盈利情况也会逐渐改善。**目前我国半导体设备厂商正处于“0-1”向“1-n”转换的阶段，多项设备的性能正式步入先进制程水平。**
- 改善 2：早期先进晶圆制造厂商不愿承担更大风险去引入新供应商进入产线，造成国产设备厂商开发进度缓慢、缺少量产数据反馈等问题。目前国内晶圆厂开始积极和设备龙头公司如中微公司、北方华创联合开发先进制程，形成缩短技术开发周期、减轻研发支出压力等双向互利局面。**晶圆制造厂和设备厂商联合开发将大幅缩短研发周期，国产设备公司有望进入“技术研发-产线验证-量产数据反馈-纠错优化改良-产品升级”这样良性循环。**

图 15：国产半导体设备公司演进

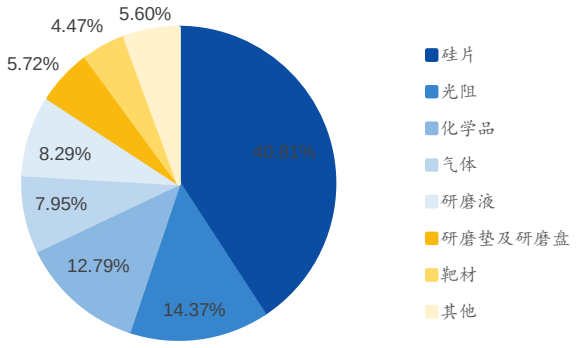


资料来源：国元证券研究中心

3.2 材料市场需求逐渐扩张，借产能扩张东风快速成长

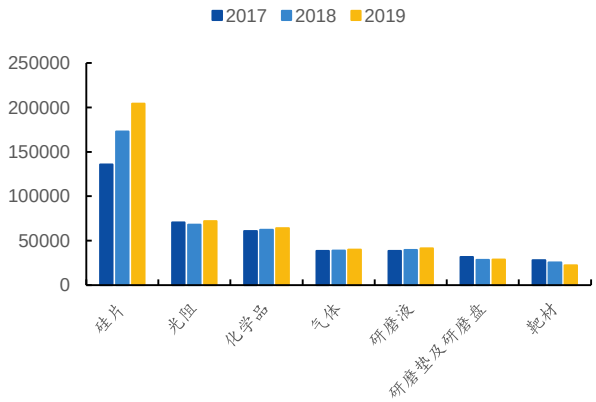
制造材料细分品类众多，除硅片外单一品类需求较小。前道晶圆制造所需材料主要可分为硅片、光刻胶及配套试剂、高纯试剂、电子气体、抛光材料、靶材等。公司 2019 年主要原材料采购额为 47.2 亿元，其中硅片占比最多达到 40.81%，其次是光阻、化学品、气体等。近三年除硅片外其余原材料采购额变化不大，硅片支出上升趋势明显主要系单价增长。根据 SEMI 统计，2016 至 2018 年，全球半导体硅片销售单价从 0.67 美元/英寸上升至 0.89 美元/英寸，年均复合增长率达 15.39%。

图 16：2019 年公司原材料采购占比



资料来源：招股书，国元证券研究中心

图 17：近三年各类原材料采购金额（万元）



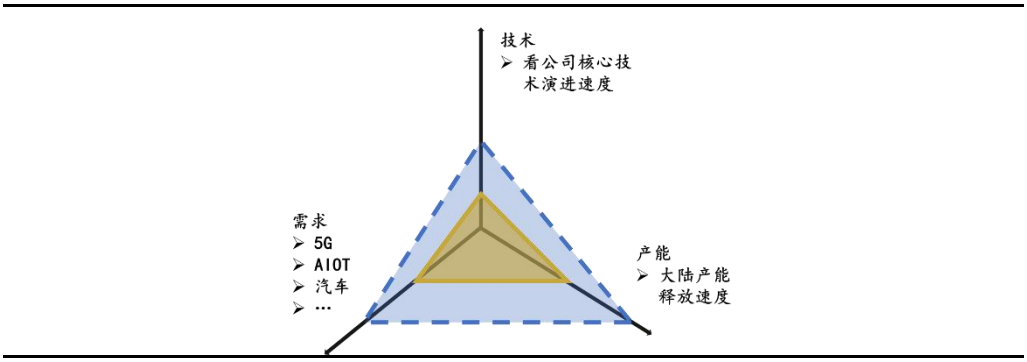
资料来源：中芯国际招股书，国元证券研究中心

半导体材料特点是下游认证壁垒高，客户粘性大。因为先进制程加工步骤多、制造成本高、所需材料种类繁多，加工过程中任何一类材料质量不合格导致化学或物理污染和缺陷都可能造成某一批次或多类产品良率降低甚至直接报废，造成巨额损失。因此半导体材料供应商认证壁垒极高，且一旦确定通常不会轻易更换合作对象。

半导体材料作为晶圆制造的日常耗材，受行业景气度以及下游市场需求影响较大。中国大陆逐步承接半导体制造产能，原料市场容量势必随产能释放而不断扩大。5G、

AIOT、智能汽车等多种新兴领域支撑行业景气度和长期市场需求，一旦国产材料公司核心技术达到认证标准，在国产替代趋势下有望享受长期高增长红利。

图 18：国产半导体材料市场容量边界假设



资料来源：国元证券研究中心

4.风险提示

1）先进制程开发进度风险；

2）中美摩擦加剧、疫情等外部冲击风险；

3）专利与技术风险；

5.投资建议

预计 2020-2022 年公司营收 271、304、333 亿元，归母净利润 19.31、22.37、24.38 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 316、273、251 倍，给予“增持”评级。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	41239.45	47976.70	80761.72	82481.55	88056.55
现金	30111.61	37268.47	67883.03	68598.49	73128.89
应收账款	2966.80	3283.28	4045.13	4537.88	4972.89
其他应收款	1517.96	554.58	683.26	766.50	839.97
预付账款	218.33	239.13	286.99	319.31	344.82
存货	4443.65	4389.93	5268.46	5861.77	6330.24
其他流动资产	1981.09	2241.30	2594.85	2397.60	2439.74
非流动资产	57605.42	66840.36	82577.81	86244.00	84496.77
长期投资	7763.44	8223.33	8223.33	8223.33	8223.33
固定资产	31195.36	36866.12	62734.38	70566.66	70880.97
无形资产	1771.99	1863.51	1665.08	1466.66	1268.23
其他非流动资产	16874.63	19887.40	9955.01	5987.34	4124.24
资产总计	98844.87	114817.06	163339.53	168725.54	172553.32
流动负债	17281.34	20073.51	20135.40	20581.22	20838.64
短期借款	1320.22	698.12	698.12	698.12	698.12
应付账款	2185.02	2175.88	2611.33	2905.40	3137.60
其他流动负债	13776.10	17199.51	16825.96	16977.70	17002.92
非流动负债	20460.70	23484.53	22941.19	25085.54	27019.26
长期借款	12396.69	13987.78	15578.87	17169.95	18761.04
其他非流动负债	8064.01	9496.75	7362.32	7915.59	8258.22
负债合计	37742.04	43558.04	43076.59	45666.76	47857.90
少数股东权益	19944.51	27685.67	27162.08	26551.25	25870.42
股本	144.42	144.89	7430.51	7430.51	7430.51
资本公积	34409.86	34692.32	76979.47	76979.47	76979.47
留存收益	2097.58	3783.83	5715.71	7952.91	10390.98
归属母公司股东权益	41158.32	43573.35	93100.85	96507.53	98825.00
负债和股东权益	98844.87	114817.06	163339.53	168725.54	172553.32

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5209.91	8139.99	6038.07	12386.39	14563.54
净利润	360.26	1268.53	1408.29	1626.36	1757.24
折旧摊销	6955.99	7108.63	7951.52	11722.57	14108.10
财务费用	-96.77	-561.27	823.21	634.49	706.62
投资损失	270.44	-846.94	-900.00	-900.00	-900.00
营运资金变动	727.44	2851.19	-2309.92	-687.78	-889.22
其他经营现金流	-3007.45	-1680.15	-935.03	-9.25	-219.20
投资活动现金流	-20594.80	-13553.12	-23787.00	-13797.01	-10797.01
资本支出	11602.93	12722.75	25000.00	15000.00	12000.00
长期投资	11743.31	3150.05	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	2751.44	2319.69	1213.00	1202.99	1202.99
筹资活动现金流	16189.35	8286.50	48363.49	2126.07	763.87
短期借款	-699.22	-622.10	0.00	0.00	0.00
长期借款	1032.07	1591.09	1591.09	1591.09	1591.09
普通股增加	3.23	0.47	7285.62	0.00	0.00
资本公积增加	1053.78	282.45	42287.15	0.00	0.00
其他筹资现金流	14799.48	7034.60	-2800.36	534.99	-827.22
现金净增加额	317.18	3299.22	30614.56	715.45	4530.40

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23016.71	22017.88	27126.87	30431.29	33348.46
营业成本	17718.32	17430.78	20919.08	23274.91	25135.01
营业税金及附加	91.61	116.03	142.95	160.37	175.74
营业费用	190.05	182.26	224.55	251.90	276.05
管理费用	1159.35	1517.80	1869.04	2096.72	2297.71
研发费用	4470.90	4744.46	5154.10	5781.94	6336.20
财务费用	-96.77	-561.27	823.21	634.49	706.62
资产减值损失	-97.43	-252.82	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动收益	24.50	194.51	194.51	194.51	194.51
投资净收益	-270.44	846.94	900.00	900.00	900.00
营业利润	455.11	1432.18	1427.71	1664.74	1854.91
营业外收入	9.47	2.81	2.81	2.81	2.81
营业外支出	8.20	7.99	7.99	7.99	7.99
利润总额	456.39	1427.00	1422.52	1659.55	1849.73
所得税	96.13	158.47	14.23	33.19	92.49
净利润	360.26	1268.53	1408.29	1626.36	1757.24
少数股东损益	-387.02	-525.24	-523.59	-610.83	-680.83
归属母公司净利润	747.28	1793.76	1931.88	2237.19	2438.07
EBITDA	7314.34	7979.55	10202.44	14021.80	16669.63
EPS（元）	5.17	12.38	0.26	0.30	0.33

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	7.61	-4.34	23.20	12.18	9.59
营业利润(%)	-50.13	214.69	-0.31	16.60	11.42
归属母公司净利润(%)	-39.98	140.04	7.70	15.80	8.98
获利能力					
毛利率(%)	23.02	20.83	22.88	23.52	24.63
净利率(%)	3.25	8.15	7.12	7.35	7.31
ROE(%)	1.82	4.12	2.08	2.32	2.47
ROIC(%)	0.55	1.40	2.99	2.88	3.15
偿债能力					
资产负债率(%)	38.18	37.94	26.37	27.07	27.74
净负债比率(%)	56.57	53.22	57.50	57.73	58.41
流动比率	2.39	2.39	4.01	4.01	4.23
速动比率	2.13	2.12	3.69	3.66	3.86
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.21	0.20	0.18	0.20
应收账款周转率	8.25	7.05	7.40	7.09	7.01
应付账款周转率	8.30	7.99	8.74	8.44	8.32
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.24	0.26	0.30	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	1.10	0.81	1.67	1.96
每股净资产(最新摊薄)	5.54	5.86	12.53	12.99	13.30
估值比率					
P/E	817.45	340.55	316.20	273.05	250.55
P/B	14.84	14.02	6.56	6.33	6.18
EV/EBITDA	84.48	77.44	60.57	44.07	37.07

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188