

评级: 买入(维持)

市场价格: 72.27

目标价格: 123.5

分析师: 郑震湘

执业证书编号: S074051708001

电话:

Email: zhengzx@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	203
流通股本(百万股)	147
市价(元)	72.27
市值(百万元)	14,649
流通市值(百万元)	10,649

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1188.78	1488.95	2564.27	4266.68	6377.68
增长率 yoy%	25.57%	25.25%	72.22%	66.39%	49.48%
净利润	157.78	176.43	498.80	905.82	1492.01
增长率 yoy%	60.80%	11.82%	182.72%	81.60%	64.71%
每股收益(元)	0.78	0.87	2.47	4.48	7.39
每股现金流量	2.90	0.84	2.18	3.92	6.09
净资产收益率	27.62%	13.80%	21.59%	31.24%	38.56%
P/E	92.84	83.03	29.27	16.12	9.78
PEG	1.17	0.80	0.41	0.20	0.09
P/B	25.64	11.46	6.32	5.03	3.77

投资要点

- **兆易创新 Q2 环比同比均大幅增长,拐点向上明确。**根据公司半年报,2017H1 实现营收 9.4 亿元,同比增长 43%;实现归母净利润 1.8 亿元,同比增长 100%。且 17Q2 实现营收 4.9 亿元,较 16Q2 同比增长 40%;Q2 单季度实现营业利润 1.25 亿元,较 16Q2 同比增长 164%,单季度公司实现归母净利润 1.1 亿,同比大幅增长 103%,环比增长 58%。此外单季度利润率向上拐点完全显现,公司 2017Q2 单季度毛利率、净利率分别为 41.21%、22.74%,单季度利润率显著向上拐点!较 2016Q2 分别大增 15.1、7.0 个百分点,较 2017Q1 分别大增 11.5、7.3 个百分点
- **三大亮点之一:二季度才是开始,全球半导体超级周期不断加强,兆易创新充分受益。**参照我们近期对全球存储芯片行业分析,景气度持续为旺季到来做准备,全面进入惜售涨价阶段,兆易创新在二季度供应链受影响情况下,保持同比环比的继续增长,产业进入下半年旺季,产能缺口进一步扩大,公司的产能问题得到充分解决,库存有所提升,三四季度业绩高速增长值得期待。
- **公司研发优势明显,基于科技红利研发的转换效率提升非常快,相比一季度还在有效提高,并且体现在了“NOR+NAND+MCU”的全部产品。**如针对车载、高性能、IOT 市场,新型产品上半年持续推出,并且稳步推进 45nm,保持在行业内的领先地位;NAND 进展顺利,38nm 已经量产,而 24nm 调试优化取得显著进展,我们预计下半年会开始有所贡献;MCU 基于 55nm 业界领先,针对主流市场推出的新产品具备很强竞争力,在全球缺货情况下客户切入难度降低,市场占有率提升,并加强产品在各个阶层应用的覆盖率。
- **公司产能扩张逐步落地,下半年的业绩弹性预计更加明显。**Fabless 模式优势在下半年会体现的更加明显,下半年有望迎来更大弹性;和中芯国际深厚的战略合作关系,解决完产能问题,具备产能弹性、制程推进、新设备、工艺不断导入等优势,与行业竞争对手旺宏及华邦电相比具有优势。
- **投资建议:**公司三大主业协同并进保持高增长,其中主要产品 NOR 市场需求 V 形反转下全球产能供不应求继续加剧,我们预计行情有望持续至 2019 年,价格有望持续上涨。原有产品竞争力的不断增强、新产品的不断推出下预计毛利率将持续提升,而产能问题的解决、持续放量,有望给公司带来更大的业绩弹性。我们预计公司 2017/2018 年实现归母净利润 5/9 亿元,目前对应 PE 29x/16x。可比 A 股芯片设计类公司 17E 平均 PE 62.2X,给予公司 50X 估值,目标价 123.5 元,维持“买入”评级。
- **风险提示:**行业下游需求不达预期

内容目录

兆易创新半年报点评	- 3 -
二季度环比同比均大幅增长，拐点向上明确	- 3 -
全球半导体超级周期不断加强，兆易创新充分受益	- 5 -
研发优势明显，新品进展超预期.....	- 7 -
产能扩展落地，Fabless 模式优势渐显.....	- 9 -
盈利预测及投资建议	- 11 -
存储龙头有望持续高速增长.....	- 11 -

图表目录

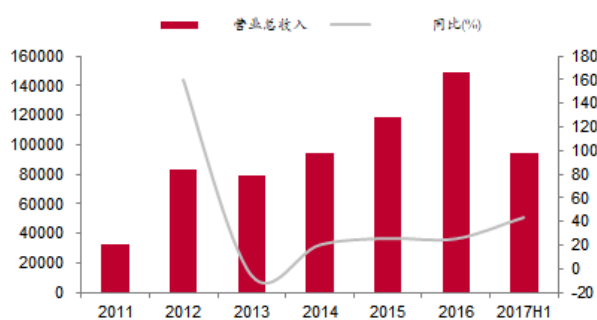
图表 1：公司近年来营收及 YoY（万元）	- 3 -
图表 2：公司近年来归母净利润及 YoY（万元）	- 3 -
图表 3：公司季度营收及 YoY（万元）	- 3 -
图表 4：公司季度归母净利润及 YoY（万元）	- 3 -
图表 5：公司销售毛利率及净利率情况（%）	- 4 -
图表 6：单季度销售毛利率及净利率情况（%）	- 4 -
图表 7：经营性现金流及归母净利润（万元）	- 4 -
图表 8：季度经营性现金流及归母净利润（万元）	- 4 -
图表 9：兆易创新费用率.....	- 5 -
图表 10：全球半导体超级周期持续.....	- 6 -
图表 11：17Q2 存储器 ASP 仍然有较大幅度提升.....	- 6 -
图表 12：旺宏季度盈利情况.....	- 6 -
图表 13：华邦电存储芯片毛利率季度变动.....	- 6 -
图表 14：兆易 GD32 MCU 的部分应用场景.....	- 8 -
图表 15：兆易 MCU 营收及预测.....	- 8 -

兆易创新半年报点评

二季度环比同比均大幅增长，拐点向上明确

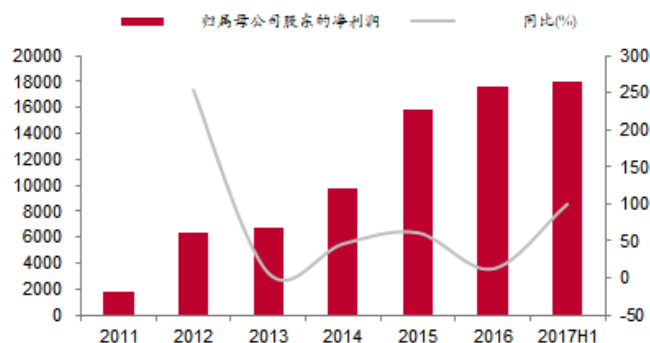
- 根据半年报，兆易创新 17H1 实现营收 9.4 亿元，较 16H1 同比增长 43.29%；净利润 1.8 亿元，同比增长 100%。公司营收增长主要受三个因素驱动：
 - **新客户及新应用领域开发：**由手机通信向汽车、工业级市场开拓；
 - **产品结构化升级：**32 位 MCU 等新品收入增幅较大；
 - **NOR 及 MCU 市场需求扩大，产品供不应求：**以 OLED、TDDI、物联网、汽车电子为代表的新兴应用领域带来增量需求，进而发生 V 型需求反转；

图表 1：公司近年来营收及 YoY (万元)



来源：定期报告，中泰证券研究所

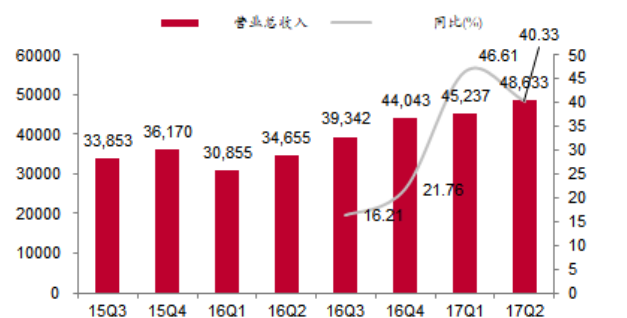
图表 2：公司近年来归母净利润及 YoY (万元)



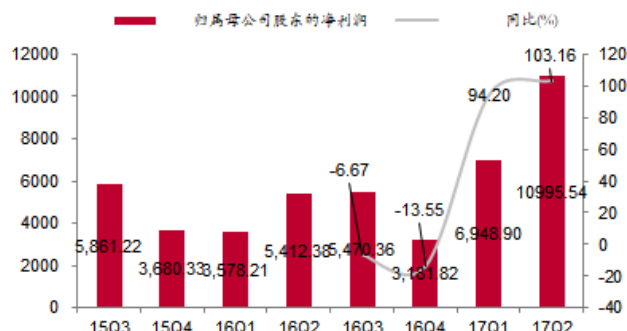
来源：定期报告，中泰证券研究所

- **单季度来看，二季度业绩环比同比均大幅增长。**17Q2 实现营收 4.86 亿元，较 16Q2 同比增长 40.33%；Q2 单季度实现营业利润 1.25 亿元，较 16Q2 同比增长 163.82%！Q2 单季度公司实现归母净利润 1.1 亿，同比大幅增长 103%，环比增长 58.23%。
- **二季度只是开始：**虽然公司并未披露 1-9 月业绩具体指引，但从公司半年报表述来看，二季度只是向上拐点的开始，公司预计“2017 年 1-9 月市场需求仍保持旺盛，销售收入相应增加，故初步预计累积净利润与上年同期相比大幅增加”。因此我们认为下半年有望继续迎来业绩释放。

图表 3：公司季度营收及 YoY (万元)



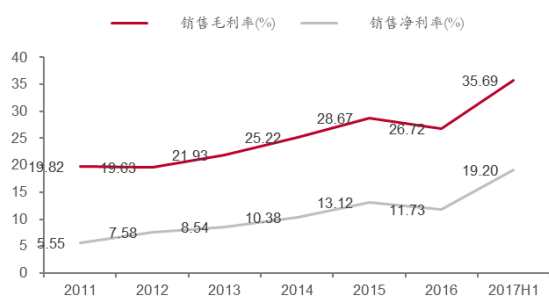
图表 4：公司季度归母净利润及 YoY (万元)



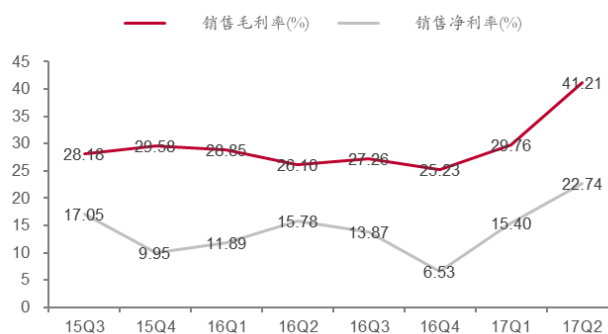
来源：定期报告，中泰证券研究所

来源：定期报告，中泰证券研究所

- 单季度利润率向上拐点完全显现。**公司 2017Q2 单季度毛利率、净利率分别为 41.21%、22.74%，单季度利润率显著向上拐点。较 2016Q2 分别大增 15.1、7.0 个百分点，较 2017Q1 分别大增 11.5、7.3 个百分点。利润率拐点凸显，二季度才是开始，下半年有望迎来业绩持续释放。我们认为 NOR Flash 涨价及公司新品良率提升成本下降是公司利润率大幅提升的两大驱动因素。

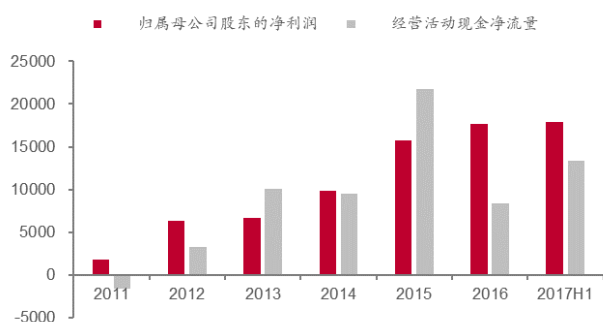
图表 5：公司销售毛利率及净利率情况 (%)


来源：定期报告，中泰证券研究所

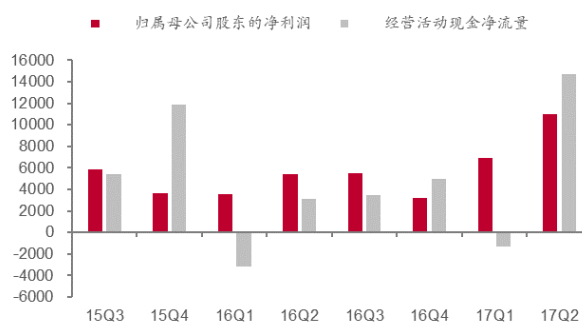
图表 6：单季度销售毛利率及净利率情况 (%)


来源：定期报告，中泰证券研究所

- 现金流方面，公司 2017H1 经营性现金流显著改善。**公司上半年实现经营性净现金流 1.34 亿元，而 16H1 和 16 全年则对应为-54 万元、8361 万元。其中 17Q1 和 17Q2 分别实现-1276 万元、1.47 亿元经营性净现金流，状况良好。

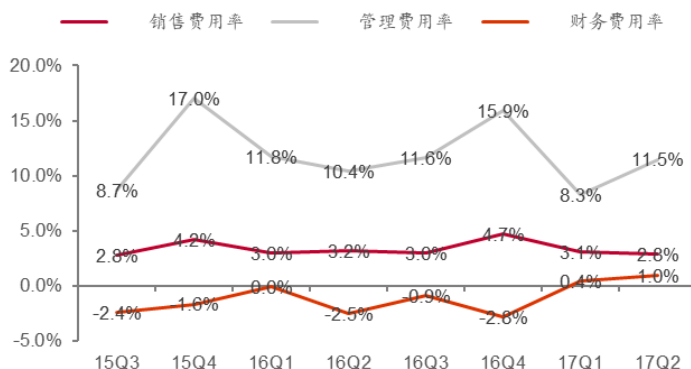
图表 7：经营性现金流及归母净利润 (万元)


来源：定期报告，中泰证券研究所

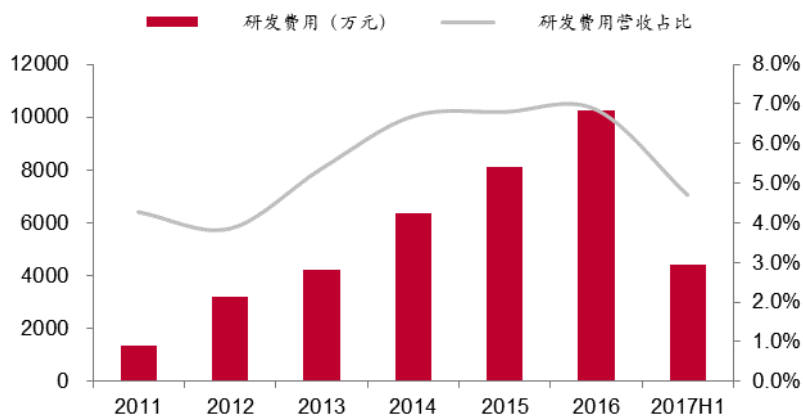
图表 8：季度经营性现金流及归母净利润 (万元)


来源：定期报告，中泰证券研究所

- 二季度受重组费用及研发开支提升影响，公司管理费用率提升至 11.5%。**其余费率则相对稳定。17H1 公司研发开支为 4409 万元，较去年同期增长 14.3%，但是由于公司营收增速远大于研发开支增速，因此营收占比上降至 4.7%。

图表 9：兆易创新费用率


来源：wind，中泰证券研究所

图表 10：公司研发费用及营收占比


来源：wind，中泰证券研究所

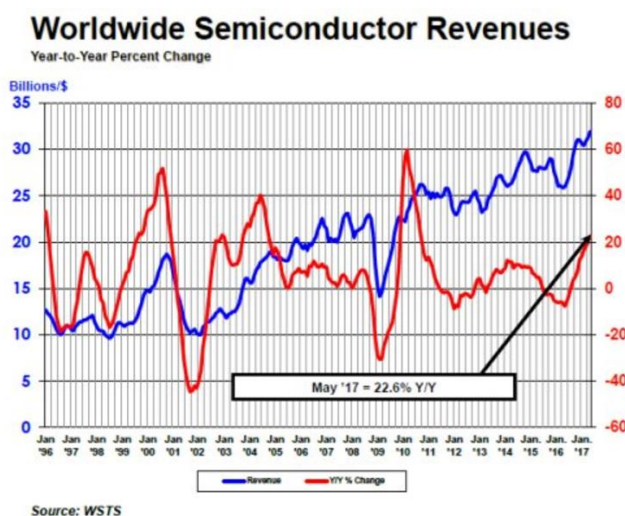
- 公司研发主要用于产品线和先进工艺开发。**产品线上针对物联网的低功耗 NOR Flash、适用性广泛的宽电源 NOR Flash 与适用车载的高速率 NOR Flash 纷纷研发成功并开始量产；工艺上，NOR Flash 稳步推进 45nm NOR Flash 产品研发，保持在 NOR Flash 技术的业界领先，为公司在高容量产品的市场扩大和产品竞争力做好技术储备；NAND Flash 在原来量产产品的基础上，调试优化 24nm 技术产品并取得显著进展，为后续推出高容量和特性丰富的 NAND 产品线做好技术储备。同时 MCU 产品系列持续推出，持续打造 MCU 产品线的竞争力，加大扩展市场占有率，并加强产品在各个阶层应用的覆盖率。

全球半导体超级周期不断加强，兆易创新充分受益

- 二季度才是开始，全球半导体超级周期不断加强，兆易创新充分受益。**参照我们近期对全球存储芯片行业分析，景气度持续为旺季到来做准备，全面进入惜售涨价阶段，兆易创新在二季度供应链受影响情况下，保持同比环比的继续增长，产业进入下半年旺季，产能缺口进一步扩大，公司的产能问题得到充分解决，库存还有所提升，三四季度业绩高增长非

常值得期待。

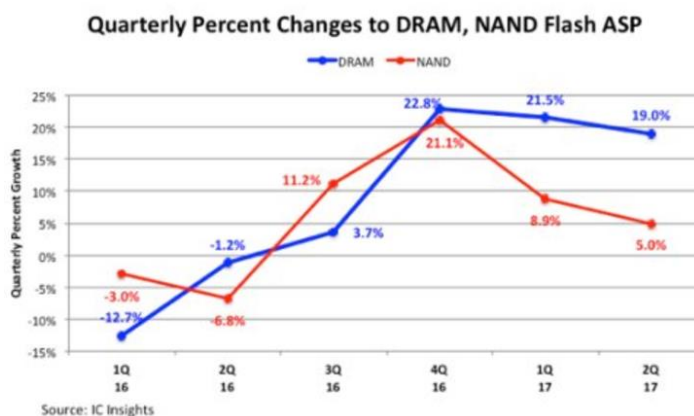
图表 11: 全球半导体超级周期持续



来源: WSTS, 中泰证券研究所

- 根据 IC Insights 数据统计, 以 DRAM 和 NAND 为代表的存储器虽然在 17Q2 涨势稍弱于一季度, 但仍然有 19%/5% 的较大幅度提升, 并且进一步预计存储器涨价将贯穿全年, DRAM 和 Flash 分别将迎来 1997 年 (57%) 和 2000 年 (33%) 后的创纪录年涨幅。

图表 12: 17Q2 存储器 ASP 仍然有较大幅度提升

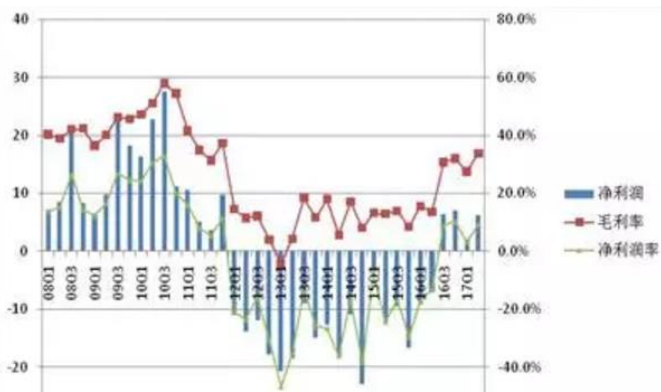


来源: IC Insights, 中泰证券研究所

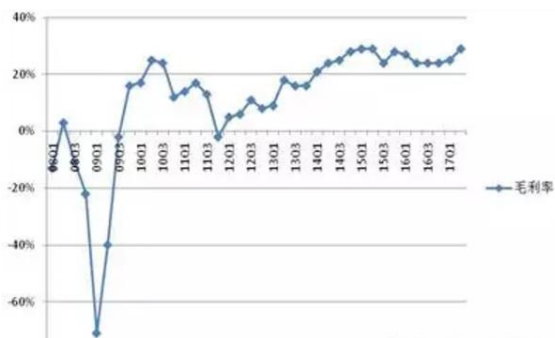
- 17Q2 各家厂商纷纷创出历史新高财报, 对于全年的景气度持续做出积极展望。

图表 13: 旺宏季度盈利情况

图表 14: 华邦电存储芯片毛利率季度变动



来源：旺宏，中泰证券研究所



来源：华邦电，中泰证券研究所

研发优势明显，新品进展超预期

- 公司研发优势明显，基于科技红利研发的转换效率提升非常快，相比一季季度还在有效提高，并且体现在了“NOR+NAND+MCU”的全部产品。如针对车载、高性能、IOT 市场，新型产品上半年持续推出，并且稳步推进 45nm，保持在行业内的领先地位；NAND 进展顺利，38nm 已经量产，而 24nm 调试优化取得显著进展，我们预计下半年会开始有所贡献；MCU 基于 55nm 业界领先，针对主流市场推出的新产品具备很强竞争力，在全球缺货情况下客户切入难度降低，市场占用率提升，并加强产品在各个阶层应用的覆盖率。

图表 15：公司主要产品系列及下游应用

容量	产品描述	下游应用	
3.3/1.8V NOR Flash 芯片系列	512K-512M	嵌入式记忆体、代码存储； 工艺节点：65nm/90nm/0.13um	PC 主板 数字机顶盒 汽车电子 安防监控 行车记录仪
32位通用型 MCU		通用微控制器	工业类市场 消费类市场
MCP 系列	1G+512M -4G+2G	数据存储	手机通信 平板 数据卡
SPINAND 系列	1Gb-4Gb	3.0V 1/2/4Gb SPINAND； 1.8V 1/2/4Gb SPINAND；	移动通信 语音存储 工业控制 机顶盒 可穿戴

来源：公司官网，中泰证券研究所整理

- 技术路线选择决定产品生命周期，兆易依靠精准布局+差异化战略在切入 MCU 领域四年内就实现脱颖而出。**兆易创新在切入 MCU 领域之时便选择 ARM Cortex-M3 内核，我们认为这是一次“大胆而又稳妥”的尝试。“大胆”在于当时大陆做 MCU 的企业大多选择从投资小、见效快的 8 位 MCU 着手，不愿冒更大风险进行 32 位 MCU 开发。然而在 MCU 领域，技术路线直接决定产品生命周期，一步落后便很难赶上行业发展的步伐。兆易选择成为大陆第一家将产品定位在 32 位的 MCU 厂商，这一大胆尝试使得公司较本土厂商具有天然的先发优势。兆易的稳妥则在于 Cortex-M3 是 ARM 专向嵌入式 MCU 开发的第一个内核方案，在当时已有 ST、NXP 等大厂进行布局尝试并获得市场认可，因此在切入 MCU 领域之初的跟随策略使得公司更为顺利地进行产品开发，最终实现脱颖而出。

图表 16: GD32 MCU 产品优势分析

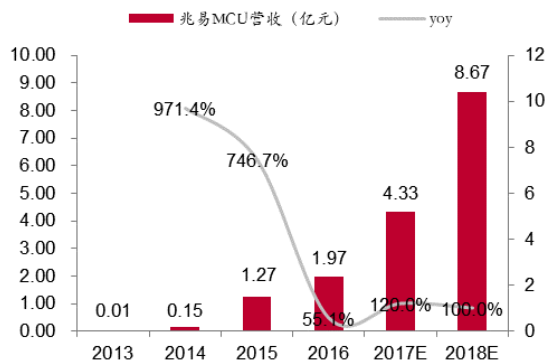

来源：兆易创新，中泰证券研究所

- 另一使得兆易 GD32 系列脱颖而出的优势在于差异化，如何提升产品和服务的差异化程度一直是公司在市场规划中考虑的重点。**一方面，公司产品具备业界领先的高性能和集成度，并提供了丰富的接口外设，同时提供闪存容量大范围选择方案。另一方面，公司立足国内市场发挥本地化的技术支持和服务优势，打造 MCU 产品、应用工具以及参考设计的完整解决方案，为客户缩短研发周期同时还能保证迅捷的订货交期。
- IoT 应用世界中，对 MCU 的需求包括结合感测能力以采集外界讯号、整合无线技术强化数据传输效率，以及运算能力的再提升。**也因此 MCU 一路从 8 位(bit)发展到 16 位，再到现阶段几乎已成主流的 32 位。为跟上 MCU 发展脚步，打造最适切的 IoT 应用所需 MCU，GigaDevice 采用 ARM Cortex-M 核心，推出一系列高效、省电与低成本兼具的 MCU。作为中国高性能通用微控制器领域的领跑者，中国第一个推出的 ARM® Cortex®-M3 及 Cortex®-M4 内核通用 MCU 产品系列，GD32 已经发展成为中国 32 位通用 MCU 市场的主流之选。**并以累计超过 1 亿颗的出货数量，超过 1 万的客户数量，19 个系列 300 余款产品选择所提供的广阔应用覆盖率稳居市场前列。**在工业控制、消费电子、汽车周边、智能家居等领域均已得到客户的广泛认可。无处不在的 GD32 MCU 备受用户信赖，并为未来扩展更多可能。

图表 17: 兆易 GD32 MCU 的部分应用场景
图表 18: 兆易 MCU 营收及预测



来源：公司官网，中泰证券研究所



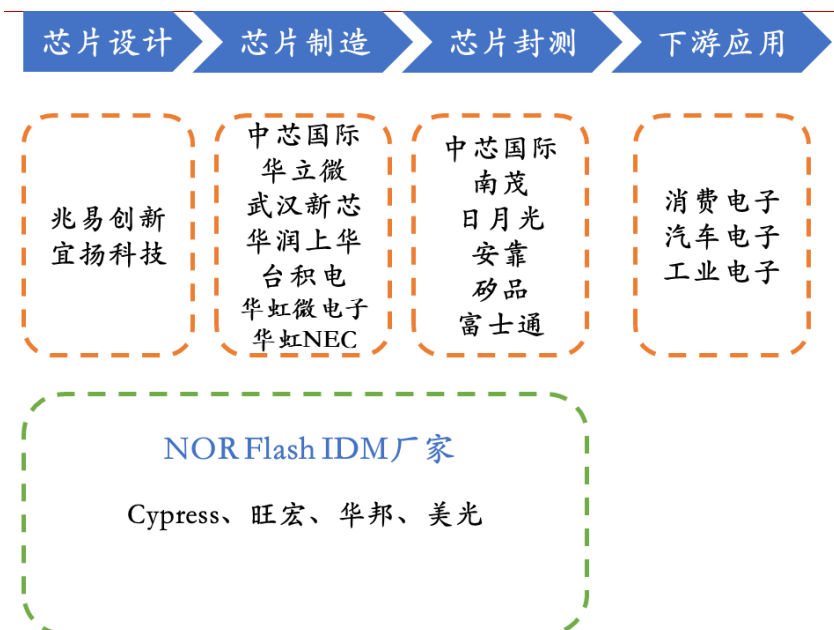
来源：中泰证券研究所预测

- 公司 2013 年切入 MCU 业务以来，出货量及营收持续迅猛增长。从 2013 年的 140 万元增长至 2016 年的 1.97 亿元，CAGR 达到 420%。随着今年年初基于 Cortex®-M4 的新产品系列推出，预计 2017 年公司 MCU 业务仍将保持迅猛增长势头。根据公司披露显示，2016 年公司 MCU 产品月出货量超 300 万颗，每颗售价在 1 美元左右。我们认为受益于物联网各细分领域 32 位 MCU 应用需求的快速增长，2017-2018 年公司 MCU 产品仍将延续 120%/100% 的高增长态势。

产能扩展落地，Fabless 模式优势渐显

- 公司产能扩张逐步落地，下半年的业绩弹性预计更加明显。Fabless 模式优势在下半年会体现的更加明显，下半年有望迎来更大弹性；和中芯国际深厚的战略合作关系，解决完产能问题，具备产能弹性、制程推进、新设备、工艺不断导入等优势，与行业竞争对手旺宏及华邦电相比具有优势。
- 公司采用灵活的 Fabless 轻资产经营模式。对 IDM 模式企业而言，随着存储芯片的工艺水平不断提升，晶圆制造设备所需投入的资金量越来越大，IDM 企业价值数十亿美元的晶圆生产线、封装测试线均为自建，只有维持高速增长和较高的市场规模，才能承担起高价值设备带来的巨额维护费用和折旧，同时 IDM 企业需要不断投入巨资新建生产线，以应对日新月异的技术进步。公司采用 Fabless 生产模式，可以充分利用国内完整的半导体产业链，从而公司可以把主要精力集中于芯片的设计和开发，确保在激烈的市场竞争中能够快速调整、快速发展。

图表 19：公司采用 Fabless 轻资产经营模式



来源：中泰证券研究所整理

盈利预测及投资建议

存储龙头有望持续高速增长

- 公司三大主业协同并进保持高速增长，其中主要产品 NOR 市场需求 V 形反转下全球产能供不应求继续加剧，我们预计行情有望持续至 2019 年，价格有望持续上涨。原有产品竞争力的不断增强、新产品的不断推出下预计毛利率将持续提升，而产能问题的解决、持续放量，有望给公司带来更大的业绩弹性。我们预计公司 2017/2018 年实现归母净利润 5/9 亿元，目前对应 PE 29x/16x。可比 A 股芯片设计类公司 17E 平均 PE 62.2X，给予公司 50X 估值，目标价 123.5 元，维持“买入”评级。

图表 20：兆易创新营收拆分（亿元）

	2015	2016	2017E	2018E
存储芯片销售				
收入	10.62	12.92	21.70	36.46
yoy		21.70	68.00	68.00
毛利	2.90	3.13	7.60	14.75
yoy			143.16	93.96
毛利率 (%)	27.36	24.20	35.03	40.45
yoy+/-		-3.15	10.83	5.41
MCU销售				
收入	1.27	1.97	3.93	6.19
yoy		55.20	100.00	57.50
毛利	0.50	0.85	1.70	2.84
yoy		70.17	100.00	67.39
毛利率 (%)		43.13	43.13	45.84
yoy+/-		3.79	0.00	2.71
技术服务及其他				
收入	0.00	0.00	0.01	0.01
yoy		86.83	100.00	50.00
成本			0.00	0.00
yoy			0.00	0.00
毛利	0	0.00	0.01	0.01
yoy				
毛利率 (%)			100.00	100.00
yoy+/-				0.00
合计				
总收入		14.89	25.64	42.67
yoy			72.23	66.39
毛利		3.98	9.31	17.60
yoy			133.92	89.09
毛利率 (%)		26.72	36.29	41.24
yoy+/-			9.57	4.95

来源：中泰证券研究所

图表 21：可比公司估值（截止至 2017 年 8 月 27 日）

可比公司	2015	2016	2017E
全志科技	152	90.5	44
中颖电子	172.7	76	43.5
北京君正	205	5466	99
平均PE	176.6	N/A	62.2

来源：中泰证券研究所

风险提示

- 行业下游需求不达预期：全球 PC 行业低迷，手机增长乏力，汽车电子等需求量增长乏力，且单位容量存储器价格下滑。

图表 22：公司财务数据预测

损益表（人民币百万元）						资产负债表（人民币百万元）					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,188.8	1,488.9	2,564.3	4,266.7	6,377.7	货币资金	419.7	871.6	1,742.2	2,102.4	2,695.8
增长率	25.57%	25.25%	72.22%	66.39%	49.48%	应收款项	135.9	128.6	298.8	436.0	697.8
营业成本	-848.0	-1,091.1	-1,633.7	-2,549.8	-3,851.8	存货	219.8	406.8	328.4	833.2	921.6
% 销售收入	71.3%	73.3%	63.7%	59.8%	60.4%	其他流动资产	22.91	28.24	100.45	53.15	157.77
毛利	341	398	931	1,717	2,526	流动资产	798	1,435	2,470	3,425	4,473
% 销售收入	28.7%	26.7%	36.3%	40.2%	39.6%	% 总资产	88.7%	86.0%	89.8%	92.0%	93.7%
营业税金及附加	-4.0	-5.5	-9.0	-14.9	-22.8	长期投资	-	23.8	23.8	23.8	23.8
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	47.0	75.5	117.0	120.2	116.3
营业费用	-38.2	-52.8	-89.7	-215.9	-187.5	% 总资产	5.2%	4.5%	4.3%	3.2%	2.4%
% 销售收入	3.2%	3.5%	3.5%	5.1%	2.9%	无形资产	-	5.2	5.1	5.1	5.0
管理费用	-141.6	-188.3	-320.5	-554.7	-727.1	非流动资产	101.5	234.5	280.0	299.4	302.8
% 销售收入	11.9%	12.6%	12.5%	13.0%	11.4%	% 总资产	11.3%	14.0%	10.2%	8.0%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	157	151	511	931	1,588	资产总计	900	1,670	2,750	3,724	4,776
% 销售收入	13.2%	10.2%	19.9%	21.8%	24.9%	短期借款	-	-	-	-	-
财务费用	19.9	24.6	3.2	4.7	5.9	应付款项	177.7	245.0	299.6	635.3	712.8
% 销售收入	-1.7%	-1.7%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	50.7	41.1	39.1	43.6	41.3
资产减值损失	-14.0	-14.5	-	-	-	流动负债	245.9	316.1	377.0	761.2	858.7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	-	-	-	-	-
投资收益	0.4	0.7	-	0.3	0.3	其他长期负债	83.3	74.4	64.6	74.1	71.0
% 税前利润	0.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	329	391	442	835	930
营业利润	163	162	515	936	1,595	普通股股东权益	571	1,279	2,308	2,889	3,846
营业利润率	13.7%	10.9%	20.1%	21.9%	25.0%	少数股东权益	-0.6	0.6	-2.6	-10.9	-23.4
营业外收支	18.2	23.7	36.0	60.6	48.8	负债股东权益合计	900	1,670	2,750	3,724	4,776
税前利润	181	186	551	997	1,644						
利润率	15.2%	12.5%	21.5%	23.4%	25.8%						
所得税	-25.3	-11.1	-55.1	-99.7	-164.4						
所得税率	13.9%	6.0%	10.0%	10.0%	10.0%						
净利润	156	175	495	897	1,479						
少数股东损益	-1.8	-1.7	-3.3	-8.4	-12.8						
归属于母公司的净利润	158	176	499	906	1,492						
净利率	13.3%	11.8%	19.5%	21.2%	23.4%						
现金流量表（人民币百万元）						比率分析					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	158	176	499	906	1,492	每股指标					
少数股东损益	-1.8	-1.7	-3.3	-8.4	-12.8	每股收益(元)	0.78	0.87	2.47	4.48	7.39
非现金支出	37.8	43.8	59.5	101.5	116.3	每股净资产(元)	7.61	12.79	11.43	14.30	19.04
非经营收益	-3	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	2.90	0.84	2.18	3.92	6.09
营运资金变动	-89.3	152.0	111.5	201.4	359.4	每股股利(元)	-	0.53	0.81	1.57	2.59
经营活动现金净流	217.2	83.6	440.3	792.4	1,229.8	回报率					
资本开支	13.3	-111.8	-161.4	-110.5	-123.1	净资产收益率	27.6%	13.8%	21.6%	31.2%	38.6%
投资	0.4	0.7	-	0.3	0.3	总资产收益率	17.3%	10.5%	18.0%	24.1%	31.0%
其他	-9.5	-62.1	42.2	-	-	投入资本收益率	94.6%	131.7%	155.6%	166.5%	197.9%
投资活动现金净流	-47.4	-161.2	-106.6	-120.1	-120.3	增长率					
股权募资	8	478	534	-317	-522	营业总收入增长率	25.6%	25.3%	72.2%	66.4%	49.5%
债权募资	20	25	3	5	6	EBIT增长率	60.9%	-4.0%	272.1%	82.2%	70.5%
其他	0	0	0	0	0	净利润增长率	60.8%	11.8%	182.7%	81.6%	64.7%
筹资活动现金净流	-14.5	520.6	536.9	-312.2	-516.0	总资产增长率	41.4%	85.6%	64.7%	35.4%	28.2%
现金净流量	155	443	871	360	593	资产管理能力					
						应收账款周转天数	38	32	30	31	32
						存货周转天数	61	76	52	49	50
						应付账款周转天数	48	51	38	39	38
						固定资产周转天数	12	15	14	10	7
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-8.0%	-7.1%	-20.8%	-45.0%	-32.9%
						EBIT利息保障倍数	-7.19	-5.58	-159.48	-197.58	-269.95
						资产负债率	36.6%	23.4%	16.1%	22.4%	19.5%

来源：Wind，中泰证券研究所整理

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。