

科技	收盘价 港元 47.95	目标价 港元 48.00个	潜在涨幅 +0.1%
----	-----------------	------------------	---------------

2025年2月13日

## 中芯国际 (981 HK)

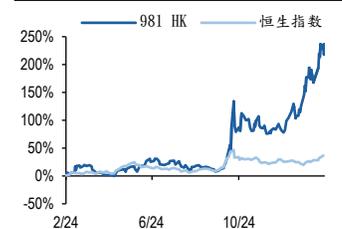
### 股价或已充分反映上行空间，下调评级到中性

- 4Q24 业绩超预期。**4Q24 收入 22.1 亿美元，超我们预期的 22.0 亿美元。ASP 环比增 6%，但产能利用率环比下降。毛利率 22.6%，大超指引上限的 20%和我们预期的 19.6%。管理层归结为产品结构优化以及在设备更新、消费品以旧换新（“两新”）政策刺激及关税不确定性影响下的需求改善。我们认为毛利率或还受益于汇率影响（人民币计价毛利率 21.1%）。
- 2025 全年收入或快于同业平均：**公司指引 1Q25 收入环比上升 6-8%，中位数 7%对应收入 23.6 亿美元，高于我们预期的 22.8 亿美元，指引毛利率 19-21%，上限 21%符合我们预期。公司指引 2025 年营收增速高于行业平均，我们上调 2025 年营收从 91.0 亿美元到 94.1 亿美元，同时上调 2025 全年毛利率预测从 20.1%到 20.9%。2024 全年资本开支 73.3 亿美元，公司指引 2025 全年与 2024 年基本持平，远高于我们和市场的预期。我们上调 2025/2026 年资本开支从 57/56 亿美元至 74/65 亿美元。管理层重申每年扩产 5 万片 12 英寸产能的指引。
- 下调评级：**我们看好晶圆代工国产替代趋势和公司在行业竞争中继续保持龙头地位，但我们同时认为投资者或应考虑：1) 高资本开支对于毛利率的影响；2) 下游需求不确定性；3) 面对成熟制程竞争加剧对产品单价的变化。从估值角度看，虽然仍处于上行周期，但公司毛利率和产能利用率等关键财务指标进一步复苏或有不稳定性，且尚未走出较低水平。而公司 2.2 倍 NTM 市净率估值处于历史高位，比 2005 年以来平均估值 1.0 倍 NTM 高出三个标准差 (0.4x)。同业比较下，公司市净率估值亦处于 ROE 回归线上方，即在调整 ROE 水平后，公司市净率相比同业仍然较高。公司 A 股相对 H 股溢价为 142%（历史平均 199%），处于历史下限水平。综合业绩和估值水平考虑，我们下调公司 H 股到 **中性**评级。虽然短期不排除市场情绪或继续推高股价，但我们认为股价或已充分反映公司的上行空间。上调目标价到 48 港元，对应 2.25 倍 2025 年市净率，以反映市场流动性改善和 DeepSeek 所带来的市场对于科技股的重估。

### 个股评级

中性↓

### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

### 股份资料

52周高位 (港元)	47.95
52周低位 (港元)	14.02
市值 (百万港元)	287,213.31
日均成交量 (百万)	195.46
年初至今变化 (%)	50.79
200天平均价 (港元)	25.98

资料来源: FactSet

### 王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com  
(852) 3766 1867

### 童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com  
(852) 3766 1804

### 财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	6,322	8,030	9,414	10,291	11,238
同比增长 (%)	-13.1	27.0	17.2	9.3	9.2
净利润 (百万美元)	903	493	1,055	1,348	1,778
每股盈利 (美元)	0.88	0.48	1.03	1.31	1.73
同比增长 (%)	-50.5	-45.5	113.6	27.8	31.9
前EPS预测值 (美元)			1.00	1.30	
调整幅度 (%)			2.3	0.6	
市盈率 (倍)	7.0	12.8	6.0	4.7	3.6
每股账面净值 (美元)	2.53	2.58	2.72	2.90	3.14
市账率 (倍)	2.44	2.38	2.26	2.12	1.96

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

## 估值和我们对于股价的思考

自 2024 年下半年以来，随着公司基本面改善（产能利用率上升，毛利率恢复），叠加港股市场流动性增加，公司 H 股上涨约 200%。我们认为，虽然公司业绩或进一步改善，但股价或已经充分反映甚至提前反映业绩的变化。长期来看，我们看好晶圆代工国产替代趋势和公司在行业竞争中继续保持龙头地位，但我们认为投资者或应平衡考虑公司在 2025 年存在的以下不确定因素：

**1) 公司资本开支对毛利率的影响：**公司指引 2025 年资本开支与 2024 年基本持平，高于我们和市场的预期。我们相应上调 2025/2026 年资本开支从 57/56 亿美元至 74/65 亿美元。公司 2024 年资本开支 73.3 亿美元，为营收的 91%，且远高于经营性现金流。管理层提到扩产计划不会因为短期市场波动而变化。我们认为，考虑在地化和国产替代的需求，公司资本开支或继续保持高位。但我们同时相信从长期看，中芯国际的资本支出对其收入占比或将回落（对于台积电，管理层指引长期资本支出为收入 35% 左右）。而这个过程似乎比我们之前预期的要慢一些。从折旧角度看，公司 2024 年折旧在同比增长 20.8% 的基础上指引 2025 年或保持 20% 的增速，折旧增长高于我们和市场对于公司营收增长的预期。这或将意味着公司毛利率水平上升的空间可能有限；

**2) 下游需求不确定性：**我们在之前的报告提到“两新”政策对于消费电子和智能手机需求的拉动作用。切实的财政补贴在 2024 年 8 月之后才开始落实，考虑到上游备货需要 1-2 个季度的周期，产业链或提前补库存备货。而海外关税政策的不确定性或也使部分企业提前备货。我们认为，虽然下游或延续补库存的进程，但相较 2H24，2Q25 及其之后的刺激政策的边际效应或收窄，且不排除部分需求由于“两新”刺激和关税不确定因素前置的可能性。公司管理层则指出之后需求或在 2025 年 8 月左右有比较明确的信号；

**3) 面对成熟制程竞争加剧对于产品单价的变化：**对于公司产能，管理层重申每年增加 5 万片 12 英寸产能的扩产速度。面对包括中芯国际在内的国内外厂商成熟制程的产能上升，且面临下游需求不确定性的风险，我们认为相同产品的单价或存在调整的可能。公司对于价格的策略保持一致，即不主动降价，但积极面对竞争。我们比较了 2Q24 和 4Q24 业绩会上管理层关于价格的表述，2Q24 业绩会管理层表示产品总体平均价格和细分平台价格稳中有升，而 4Q24 业绩会管理层表示产品单价上升主要受益于产品结构的优化，和部分急单定价较高的影响，而对于之后的价格趋势没有给出明确方向。

2Q24：“...在上季度（1Q24）的时候我们也回答过这个问题，就是中芯国际不主动降价，现在我们看到价钱在稳步回升，即便是同样的产品，单价也是在稳步回升的，但是我们确实遇到刚才你提到的问题，同业大家有多余的产能会用低价去拉客户。如果是中芯国际的客户遇到了这样的竞争，我们会直面面对，跟客户一起，为了保住客户在市场上的市场份额和产品的竞争力，我们会跟随这个竞争...”。这里，管理层明确说到 ASP 稳步回升，且不同产品价格各自都稳步回升；

4Q24：“...在地化生产带来了更多的市场需求，但同质化竞争使得结构性过剩的产能即使在市场回暖的情况下，依然面临激烈竞争。公司通过打造领先技术来提升核心竞争力、绑定客户，通过增加新产品来对抗价格压力。公司保持一

贯的定价策略，随行就市，不主动降价，但在必要时也会和战略客户一起直面价格竞争，以保持住公司在各个领域的市场份额和竞争优势...”这里，管理层没有提到价格上升或回升的现象。虽然管理层之前也在描述部分大宗商品时用到“随行就市”的词汇，但对于整体产品使用“随行就市”等细微的表述差别或意味着公司或会更积极地调整价格。

从估值角度看，根据彭博数据，我们回看中芯国际港股从 2005 年以来的 NTM 市净率为 1.0 倍，标准差为 0.4 倍，现在中芯国际 2.2 倍 H 股 NTM 市净率处于 99 分位。2019 年以来 NTM 市净率为 1.1 倍，标准差为 0.4 倍，现在中芯国际 H 股 2.2 倍 NTM 市净率处于 98 分位。而公司 2024 年 18.0% 的毛利率为近年来低谷，2024 年产能利用率 85.5% 也仅高于 2023 年水平，相比过去处于较低水平。虽然由于半导体市场周期上行，国产替代，港股市场流动性增加以及国产科技股在 DeepSeek 崛起后价值重估等众多有利因素影响，但基本面向好的趋势或已经在股价中充分反映。

图表 1: 中芯国际港股市净率 (NTM)



资料来源: 彭博, 交银国际

我们将公司晶圆代工业务和部分 IDM 公司的市净率估值对于公司 2025/2026 年彭博一致预测 ROE 做线性回归分析，发现中芯国际 H 股和 A 股均位于回归线上方，这或意味着公司市净率估值在 ROE 调整后依然处于相对较高水平。与同类公司（比如同是成熟制程的代工厂格罗方德 (GFS US, 未评级)）相比，公司在 ROE 低于格罗方德的同时市净率却更高，或在一定程度上反映公司在港股市场的稀缺性，以及市场对于公司不断获取成熟市场份额的乐观看法。

比较中芯国际 A 股与 H 股，从 2020 年公司在两地上市以来，A 股相对 H 股平均溢价为 199%，而现在 A 股相对 H 股 142% 的溢价为历史下限水平。我们认为南下资金或是推动中芯国际港股上涨的主要因素。

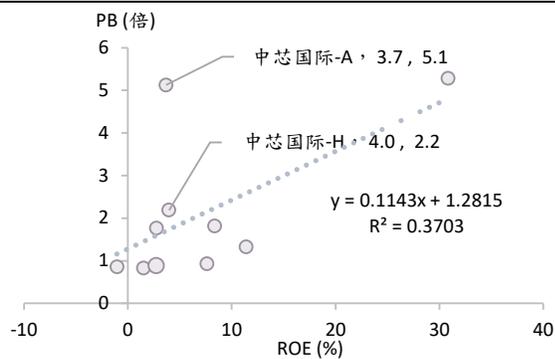
综合估值和公司业绩表现，我们认为当前中芯国际 H 股价格或已充分反映利好，进一步上行空间有限。我们因此下调评级至**中性**，同时上调目标价到 48 港元，对应 2.25 倍 2025 年市净率，以反映众多市场利好因素。

图表 2: 中芯国际估值对比

代码	公司	市值 (百万美元)	收盘价 (当地货币)	年初至今(%)	EPS增速 (2025E)	ROE		PE (倍)		PB (倍)		EV/EBITDA (倍)	
						2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
<b>半导体代工</b>													
981 HK Equity	中芯国际-H	62,272	45.30	42%	56%	4.0	4.6	53.9	40.6	2.2	2.1	17.3	15.4
688981 CH Equity	中芯国际-A	62,272	100.86	7%	45%	3.7	4.6	131.3	99.5	5.1	4.9	18.3	14.8
2330 TT Equity	台积电	876,746	1,110	3%	33%	30.8	29.4	18.6	16.0	5.3	4.2	11.0	9.3
GFS US Equity	格罗方德	22,276	40.10	(7%)	13%	8.4	10.3	23.2	16.8	1.8	1.7	8.1	7.0
2303 TT Equity	联华电子	15,456	40.40	3%	(16%)	11.4	13.2	11.7	9.9	1.3	1.3	4.5	4.5
1347 HK Equity	华虹半导体-H	7,029	25.95	20%	78%	2.7	3.4	29.3	21.3	0.9	0.9	7.5	5.8
688347 CH Equity	华虹半导体-A	7,029	47.72	3%	78%	2.7	3.4	58.6	42.7	1.8	1.7	7.5	5.8
6770 TT Equity	力积电	2,220	17.55	10%	(57%)	(1.0)	6.2	NA	12.8	0.9	0.8	11.4	5.9
<b>中位数</b>								<b>29.3</b>	<b>19.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>9.5</b>	<b>6.4</b>
<b>存储</b>													
005930 KS Equity	三星电子	228,960	55,700	5%	(7%)	7.6	9.8	12.1	9.0	0.9	0.9	3.2	2.7
000660 KS Equity	SK海力士	100,105	199,700	15%	42%	30.3	27.0	5.7	4.7	1.5	1.1	3.4	2.9
WDC US Equity	西部数据	23,972	68.92	16%	(11.4)	15.7	14.7	11.8	10.0	1.9	1.7	8.6	8.2
603986 CH Equity	兆易创新	12,178	134.00	25%	48%	9.7	11.7	53.4	41.7	5.0	4.5	44.2	34.7
2408 TT Equity	南亚科技	2,605	27.60	(6%)	(0.6)	(2.3)	2.8	NA	29.8	0.5	0.5	5.6	3.1
<b>中位数</b>								<b>12.0</b>	<b>10.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.1</b>	<b>5.6</b>	<b>3.1</b>
<b>设备</b>													
8035 JP Equity	东京电子	79,610	25,635	(3%)	55%	28.8	26.7	22.5	21.3	6.1	5.4	15.7	14.8
ASML US Equity	阿斯麦	296,547	753	9%	28%	49.2	51.6	29.7	24.6	14.0	11.5	23.1	19.5
AMAT US Equity	应用材料	148,887	183	13%	9%	37.6	36.5	19.7	17.7	6.9	5.9	15.8	14.3
002371 CH Equity	北方华创	29,193	402	3%	35%	21.8	22.2	28.3	22.5	5.9	4.7	22.3	17.8
688012 CH Equity	中微公司	15,963	187	(1%)	52%	11.8	14.0	46.7	34.3	5.4	4.7	34.6	24.8
<b>中位数</b>								<b>28.3</b>	<b>22.5</b>	<b>6.1</b>	<b>5.4</b>	<b>22.3</b>	<b>17.8</b>
<b>IDM</b>													
005930 KS Equity	三星电子	228,960	55,700	5%	(7%)	7.6	9.8	12.1	9.0	0.9	0.9	3.2	2.7
TXN US Equity	德州仪器	163,515	179	(4%)	9%	29.5	33.2	32.3	25.9	9.5	9.1	21.4	18.0
INTC US Equity	英特尔	90,800	21	5%	(438%)	1.5	3.9	43.4	18.0	0.8	0.8	9.3	6.8
ON US Equity	安森美	20,199	48	(24%)	(33%)	12.6	16.2	17.8	12.2	2.1	1.9	10.5	8.4
688396 CH Equity	华润微	8,367	46	(2%)	47%	5.5	6.6	45.5	36.7	2.5	2.4	22.7	18.3
600460 CH Equity	士兰微	5,994	26	1%	363%	4.8	7.5	70.9	45.0	3.4	2.7	23.0	17.9
<b>中位数</b>								<b>37.9</b>	<b>21.9</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>15.9</b>	<b>13.1</b>

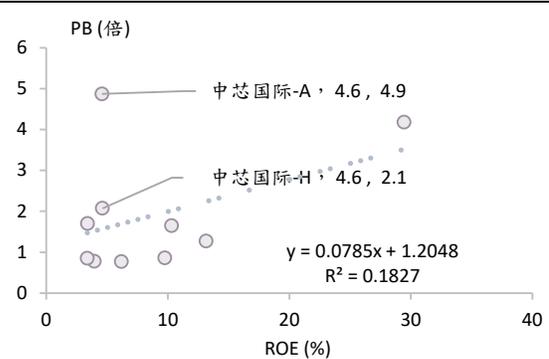
资料来源: 彭博一致预测, 交银国际 收盘价截至 2025 年 2 月 11 日, 除东京电子收盘价截至 2025 年 2 月 10 日

图表 3: 晶圆代工公司 ROE vs PB (2025E)



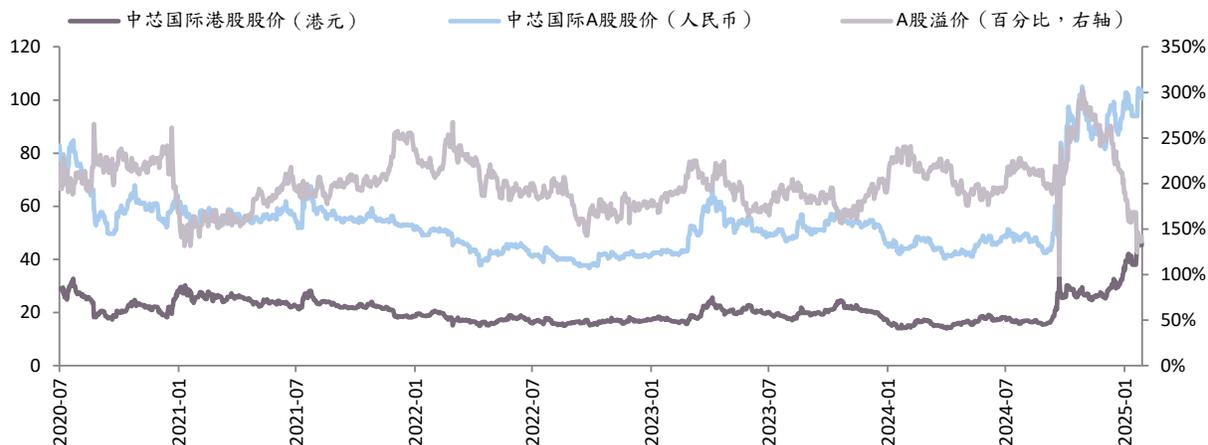
资料来源: 彭博, 交银国际

图表 4: 晶圆代工公司 ROE vs PB (2026E)



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 5: 中芯国际 A 股相较于 H 股的溢价 142% 处于历史下限水平 (平均 199%)



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 6: 中芯国际盈利预测变动

百万美元	2025E			2026E			1Q25E		
	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异
营业收入	9,414	9,094	4%	10,291	10,433	(1%)	2,363	2,275	4%
毛利润	1,972	1,826	8%	2,347	2,306	2%	494	481	3%
营业利润	451	412	10%	842	806	5%	123	115	7%
净利润	1,055	1,028	3%	1,348	1,337	1%	282	264	7%
基本 EPS (美元)	0.13	0.13	2%	0.17	0.17	1%	0.04	0.03	7%
<b>利润率</b>									
毛利率	20.9%	20.1%	0.9ppt	22.8%	22.1%	0.7ppt	20.9%	21.1%	(0.2ppt)
营业费用率	16.2%	15.6%	0.6ppt	14.6%	14.4%	0.2ppt	15.7%	16.1%	(0.4ppt)
营业利润率	4.8%	4.5%	0.3ppt	8.2%	7.7%	0.5ppt	5.2%	5.1%	0.1ppt
净利率	11.2%	11.3%	(0.1ppt)	13.1%	12.8%	0.3ppt	11.9%	11.6%	0.3ppt

资料来源: 交银国际预测

图表 7: 中芯国际估值对比

百万美元	4Q24	4Q23	同比	3Q24	环比	实际值	交银预测	差异	VA 预测	差异
营业收入	2,207	1,678	32%	2,171	2%	2,207	2,196	0%	2,195	1%
毛利润	499	275	81%	444	12%	499	431	16%	418	19%
净利润	108	175	(38%)	149	(28%)	108	220	(51%)	279	(61%)
基本 EPS (美元)	0.01	0.02	(39%)	0.02	(28%)	0.01	0.03	(61%)	0.03	(51%)
<b>利润率</b>										
毛利率	22.6%	16.4%	6.2	20.5%	2.2	22.6%	19.6%	3.0	19.0%	3.6
净利率	4.9%	10.4%	(5.5)	6.9%	(2.0)	4.9%	10.0%	(5.1)	12.7%	(7.8)

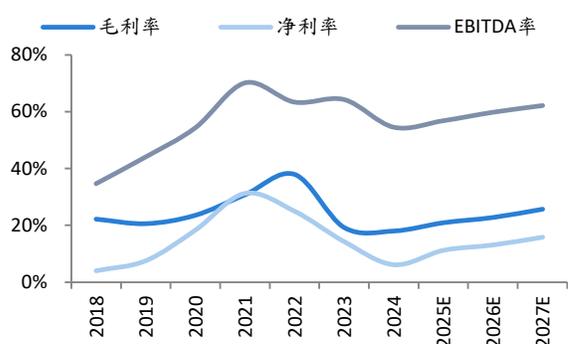
资料来源: Visible Alpha, 交银国际预测

图表 8: 中芯国际营业收入



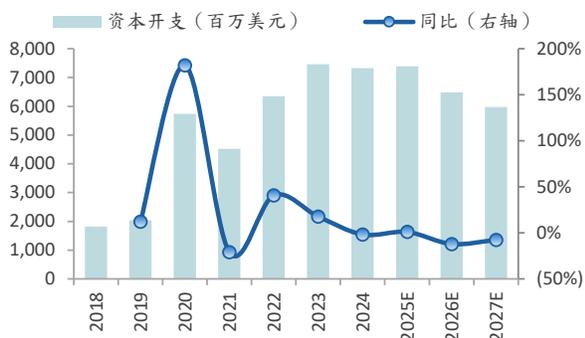
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 9: 中芯国际利润率



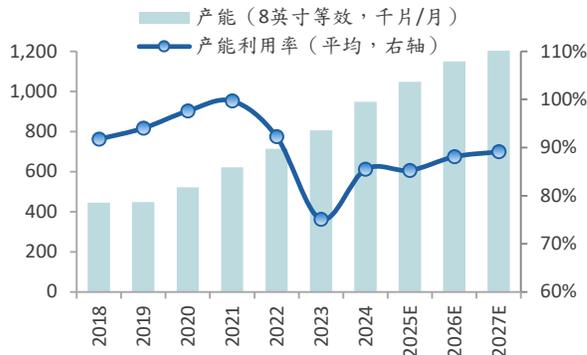
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 10: 中芯国际资本开支



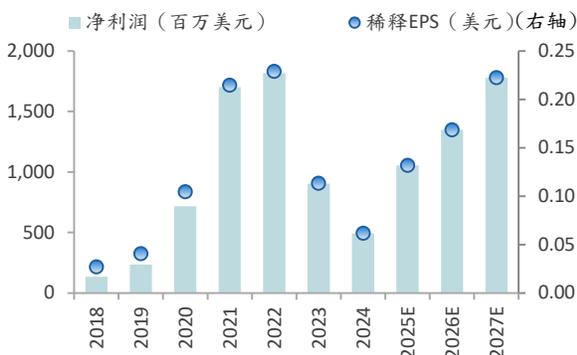
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 11: 中芯国际产能和产能利用率



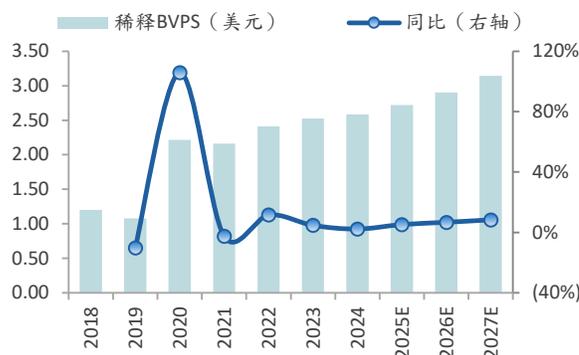
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 12: 中芯国际净利润和稀释 EPS



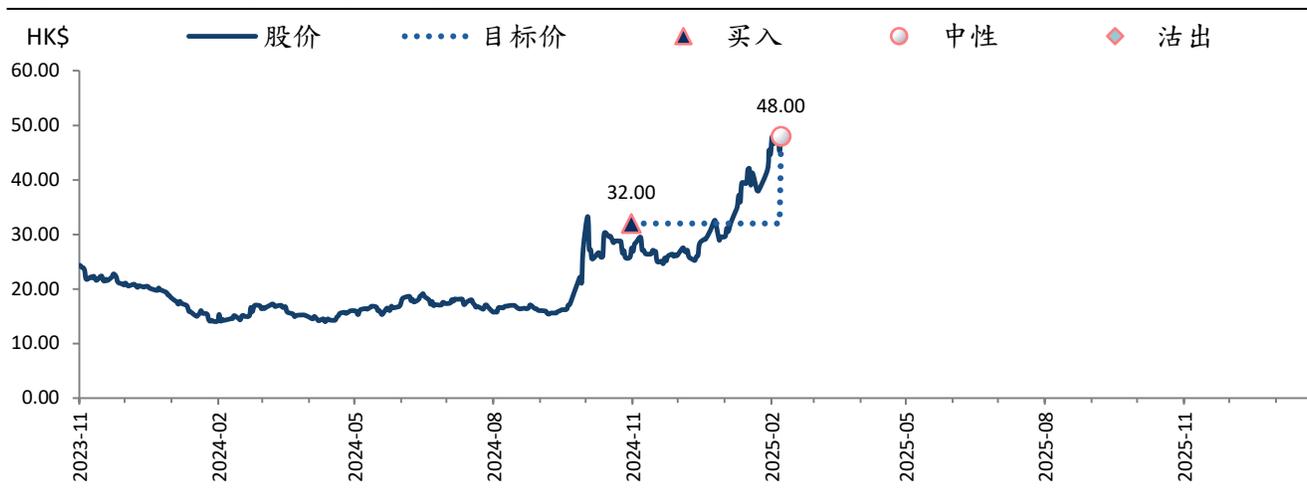
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 13: 中芯国际稀释 BVPS



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 14: 中芯国际 (981 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 15: 交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
981 HK	中芯国际	中性	47.95	48.00	0.1%	2025 年 02 月 12 日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	27.75	30.00	8.1%	2025 年 01 月 06 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	131.14	170.00	29.6%	2024 年 12 月 19 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	111.72	141.00	26.2%	2025 年 02 月 06 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	买入	96.38	97.00	0.6%	2025 年 01 月 20 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	135.30	133.00	-1.7%	2024 年 10 月 07 日	半导体设计

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 2 月 12 日

## 财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,322	8,030	9,414	10,291	11,238
主营业务成本	(5,104)	(6,582)	(7,442)	(7,945)	(8,347)
<b>毛利</b>	<b>1,218</b>	<b>1,448</b>	<b>1,972</b>	<b>2,347</b>	<b>2,891</b>
销售及管理费用	(518)	(620)	(631)	(621)	(611)
研发费用	(707)	(765)	(890)	(883)	(916)
<b>经营利润</b>	<b>(8)</b>	<b>63</b>	<b>451</b>	<b>842</b>	<b>1,363</b>
财务成本净额	527	249	213	177	149
其他非经营净收入/费用	668	548	577	531	490
<b>税前利润</b>	<b>1,187</b>	<b>860</b>	<b>1,241</b>	<b>1,550</b>	<b>2,002</b>
税费	(63)	(130)	(62)	(77)	(100)
非控股权益	(222)	(237)	(124)	(124)	(124)
<b>净利润</b>	<b>903</b>	<b>493</b>	<b>1,055</b>	<b>1,348</b>	<b>1,778</b>
作每股收益计算的净利润	903	493	1,055	1,348	1,778

资产负债表 (百万元美元)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6,215	6,364	4,613	4,001	4,806
应收账款及票据	1,170	840	890	1,009	1,090
存货	2,736	2,958	2,606	2,820	2,977
其他流动资产	3,514	4,621	4,795	4,976	5,164
<b>总流动资产</b>	<b>13,635</b>	<b>14,784</b>	<b>12,904</b>	<b>12,806</b>	<b>14,037</b>
物业、厂房及设备	23,945	28,092	31,616	33,710	34,882
其他有形资产	474	432	432	432	432
无形资产	34	24	20	16	12
合资企业/联营公司投资	9,430	5,427	5,427	5,427	5,427
其他长期资产	269	402	402	402	402
<b>总长期资产</b>	<b>34,152</b>	<b>34,378</b>	<b>37,897</b>	<b>39,987</b>	<b>41,156</b>
<b>总资产</b>	<b>47,787</b>	<b>49,161</b>	<b>50,801</b>	<b>52,794</b>	<b>55,193</b>
短期贷款	1,216	2,926	3,045	3,169	3,297
应付账款	3,728	3,279	3,566	3,859	4,074
其他短期负债	2,657	2,554	2,658	2,766	2,878
<b>总流动负债</b>	<b>7,602</b>	<b>8,760</b>	<b>9,269</b>	<b>9,794</b>	<b>10,250</b>
长期贷款	8,335	8,038	8,042	8,046	8,050
其他长期负债	1,005	494	494	494	494
<b>总长期负债</b>	<b>9,340</b>	<b>8,532</b>	<b>8,536</b>	<b>8,540</b>	<b>8,544</b>
<b>总负债</b>	<b>16,942</b>	<b>17,292</b>	<b>17,805</b>	<b>18,334</b>	<b>18,793</b>
股本	32	32	38	43	49
储备及其他资本项目	20,084	20,582	21,703	23,161	25,095
<b>股东权益</b>	<b>20,116</b>	<b>20,614</b>	<b>21,741</b>	<b>23,204</b>	<b>25,144</b>
非控股权益	10,730	11,256	11,256	11,256	11,256
<b>总权益</b>	<b>30,846</b>	<b>31,870</b>	<b>32,997</b>	<b>34,460</b>	<b>36,400</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,125	730	1,179	1,472	1,902
折旧及摊销	2,667	3,223	3,868	4,397	4,807
营运资本变动	(510)	(652)	519	(113)	(100)
利息调整	(527)	(249)	0	0	0
税费	63	130	0	0	0
其他经营活动现金流	541	(6)	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,358</b>	<b>3,176</b>	<b>5,566</b>	<b>5,756</b>	<b>6,610</b>
资本开支	(7,466)	(7,326)	(7,388)	(6,487)	(5,976)
投资活动	1,218	3,922	0	0	0
其他投资活动现金流	40	(1,115)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,208)</b>	<b>(4,518)</b>	<b>(7,388)</b>	<b>(6,487)</b>	<b>(5,976)</b>
负债净变动	1,686	169	119	124	129
权益净变动	57	6	6	6	6
其他融资活动现金流	723	1,434	525	568	614
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,466</b>	<b>1,608</b>	<b>649</b>	<b>697</b>	<b>748</b>
汇率收益/损失	(335)	(116)	(578)	(578)	(578)
<b>年初现金</b>	<b>6,933</b>	<b>6,215</b>	<b>6,364</b>	<b>4,613</b>	<b>4,001</b>
<b>年末现金</b>	<b>6,215</b>	<b>6,364</b>	<b>4,613</b>	<b>4,001</b>	<b>4,806</b>

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(美元)</b>					
核心每股收益	0.882	0.480	1.026	1.311	1.730
每股账面值	2.526	2.583	2.718	2.901	3.144
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	19.3	18.0	20.9	22.8	25.7
EBITDA利润率	64.3	54.5	56.8	59.8	62.2
EBIT利润率	22.1	14.4	15.8	17.1	19.4
净利率	14.3	6.1	11.2	13.1	15.8
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	2.0	1.0	2.1	2.6	3.3
ROE	3.0	1.6	3.3	4.0	5.0
ROIC	(0.0)	0.1	1.0	1.8	2.7
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	10.8	14.4	19.6	20.9	18.0
流动比率	1.8	1.7	1.4	1.3	1.4
存货周转天数	166.2	157.9	136.4	124.6	126.8
应收账款周转天数	71.4	45.7	33.5	33.7	34.1
应付账款周转天数	248.3	194.3	167.8	170.6	173.4

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。