

# 中芯国际 (688981.SH)

淡季不淡，指引 25Q1 营收中值环比+7%，预计 25 年资本开支同比基本持平

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	49,516	45,250	57,796	65,003	74,084
增长率 yoy (%)	39.0	-8.6	27.7	12.5	14.0
归母净利润 (百万元)	12,133	4,823	3,698	5,417	6,492
增长率 yoy (%)	13.0	-60.3	-23.3	46.5	19.9
ROE (%)	7.3	2.9	2.1	3.0	3.5
EPS 最新摊薄 (元)	1.52	0.60	0.46	0.68	0.81
P/E (倍)	66.5	167.3	218.1	148.9	124.3
P/B (倍)	6.0	5.7	5.5	5.3	5.1

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**产品组合优化下晶圆 ASP 环比+6%，24Q4 营收符合预期，毛利率超指引。**国际会计准则下，24Q4 营收 22.07 亿美元，环比+1.7%(原指引 0%~2%)；毛利率 22.6%，环比+2.6%(原指引 18%~20%)。营收环比增长主要受益于产品组合优化下 24Q4 晶圆 ASP 环比+6.1%，且晶圆 ASP 环比提升抵消了折旧对毛利率的影响，驱动 24Q4 毛利率大超指引。

**新产能较快验证，24Q4 12 寸收入环比+2.3%，驱动整体 ASP 环比+6%。**至 24Q4 末公司晶圆产能 94.76 万片/月(折合 8 英寸)，环比+6.34 万片/月。24Q4 晶圆出货量 199.18 万片(折合 8 英寸)，环比-6.1%，系行业传统淡季客户拿货意愿相对较低。不过，受益于 12 英寸产能扩充及新增产能较快完成验证，24Q4 12 英寸晶圆收入占晶圆总收入的比例环比+2.1pct，带动整体晶圆 ASP 环比+6.1%至 2306 美元/片(折合 12 英寸)，抵消了出货下降对收入的影响及折旧对毛利率的影响。

**国补政策刺激消费/互联/手机急单增多，指引 25Q1 营收中值环比+7%。**公司指引 25Q1 营收环比增长 6%~8%，营收中值约 23.62 亿美元，环比+7%，主要受益于国补政策刺激下，客户补库意愿高，消费/互联/手机等补单急单较多。指引 25Q1 毛利率区间 19%~21%，毛利率中值 20%，环比-2.6pct，系为填补新增产能，低价位订单增多，整体晶圆 ASP 环比或有所下降。

**汽车国产加速&国补拉动消费，25 年营收增速高于行业平均，CAPEX 持平。**公司指引 2025 年营收同比增速高于可比同行业平均值，主要受益于汽车等产业向国产链转移切换的进程从验证阶段进入体量阶段，以及在国家刺激消费政策红利的带动下，客户补库意愿较高。同时公司指引 25 年资本支出同比基本持平(24 年为 73.26 亿美元)，继续保持扩产节奏。

**国内晶圆制造龙头，成熟制程技术领先，维持“买入”评级。**

公司作为国内晶圆制造龙头企业，成熟制程技术领先，有望受益于本地化制造需求提升，营收进一步成长，预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 36.98/54.17/64.92 亿元，对应 24/25/26 年分别 PE 为 218.1/148.9/124.3 倍，维持“买入”评级。

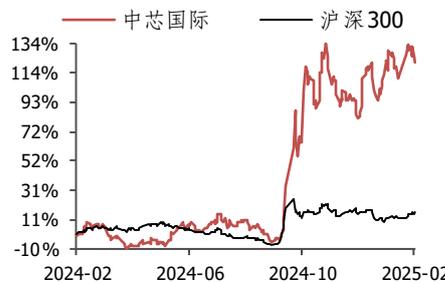
**风险提示：**宏观经济风险；行业竞争风险；供应链风险；技术迭代风险等。

买入 (维持评级)

## 股票信息

行业	电子
2025 年 2 月 14 日收盘价 (元)	99.08
总市值 (百万元)	790,480.74
流通市值 (百万元)	197,006.62
总股本 (百万股)	7,978.21
流通股本 (百万股)	1,988.36
近 3 月日均成交额 (百万元)	6,978.26

## 股价走势



## 作者

分析师 唐泓翼

执业证书编号：S1070521120001

邮箱：tanghongyi@cgws.com

联系人 秦裔甜

执业证书编号：S1070123070026

邮箱：qinyitian@cgws.com

## 相关研究

- 《24Q2 营收/毛利率均超预期，本地化需求加速下全年营收增速可超同业平均—中芯国际 2024 年第二季度财报点评》2024-08-13
- 《中国手机厂商需求同比大增，指引 24Q2 营收中值环比增长 6%—中芯国际 2024 年一季报点评》2024-05-14
- 《手机及电脑新产品需求回升，指引 24 年营收同比增长中个位数—中芯国际 2023 年年报点评》2024-04-02

## 内容目录

一、晶圆 ASP 提升，驱动 24Q4 营收/毛利率均环比提升.....	3
1、24Q4 营收环比+1.7%，符合预期，主要受益于晶圆 ASP 环比+6.1%.....	3
2、晶圆 ASP 提升抵消折旧影响，24Q4 毛利率环比+2.1pct，大超指引.....	3
3、12 英寸晶圆占比提升，驱动 24Q4 晶圆 ASP 环比+6.1%.....	3
4、12 寸产能扩充，新增产能较快完成验证，24Q4 12 英寸收入环比+2.3%.....	4
5、24Q4 电脑和平板收入环比+16%，消费电子受传统淡季影响环比下降.....	4
6、本地化制造需求提升，驱动 24Q4 中国区收入环比+4.8%.....	5
二、国补政策拉动下游客户备货，指引 Q1 营收中值环比+7%.....	5
1、淡季不淡，国补政策拉动下游客户备货，指引 25Q1 营收中值环比+7%.....	5
2、指引 25Q1 毛利率中值 20%，环比-2.6pct，系以低价订单补新增产能.....	5
三、指引 25 年营收增速高于行业平均，资本支出基本持平.....	6
1、汽车产业国产进程加速&国补拉动消费需求，指引 25 年营收增速高于行业平均.....	6
2、指引 2025 年资本支出同比基本持平，将继续保持平稳扩产节奏.....	6
四、投资建议.....	7
五、风险提示.....	8

## 图表目录

图表 1: 24Q4 中芯国际营收 22.07 亿美元，符合指引.....	3
图表 2: 24Q4 中芯国际毛利率 22.6%，超出指引.....	3
图表 3: 24Q4 产能利用率环比下降 4.9pct 至 85.5%.....	4
图表 4: 24Q4 晶圆 ASP 环比提升 6.1% (美元/片).....	4
图表 5: 24Q4 12 英寸晶圆营收占晶圆收入的 80.6%.....	4
图表 6: 24Q4 12 英寸晶圆营收环比增长 2.3% (亿美元).....	4
图表 7: 24Q4 电脑和平板占晶圆总收入的比例环比+2.7pct.....	5
图表 8: 24Q4 电脑和平板收入环比+16.0% (亿美元).....	5
图表 9: 24Q4 中国区域营收占比环比+2.7pct.....	5
图表 10: 24Q4 中国区域营收环比+4.8% (亿美元).....	5
图表 11: 指引 25Q1 营收中值环比增长 7%，毛利率中值环比下降 2.6pct.....	6
图表 12: 指引 25 年全年资本开支同比基本持平 (24 年资本开支 73.26 亿美元).....	7

## 一、晶圆 ASP 提升，驱动 24Q4 营收/毛利率均环比提升

### 1、24Q4 营收环比+1.7%，符合预期，主要受益于晶圆 ASP 环比+6.1%

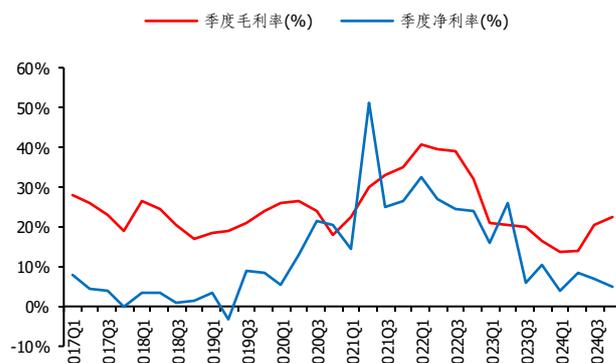
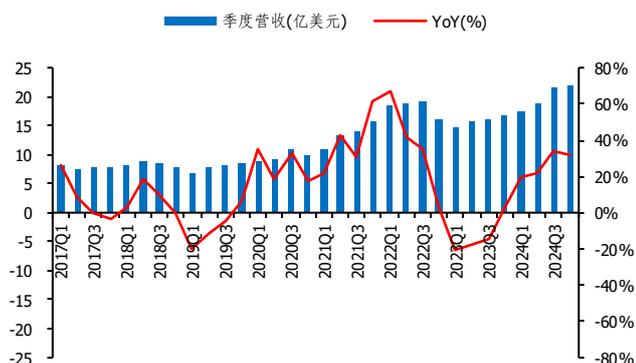
24Q4 营收环比+1.7%，接近指引上限，主要受益于晶圆 ASP 环比+6.1%。国际会计准则下，24Q4 单季度 22.07 亿美元，同比增长 31.5%，环比增长 1.7%（原指引 0%~2%），接近指引上限，归母净利润 1.08 亿美元，同比下降 38.4%，环比下降 27.7%。营收环比增长主要受益于产品组合优化，12 英寸晶圆收入占比提升，驱动 24Q4 晶圆 ASP 环比提升 6%。

### 2、晶圆 ASP 提升抵消折旧影响，24Q4 毛利率环比+2.1pct，大超指引

24Q4 毛利率 22.6%，环比+2.6pct，主要得益于晶圆 ASP 提升抵消了折旧对毛利率的影响。国际会计准则下，24Q4 单季度毛利率 22.6%（原指引 18%~20%），同比提升 6.2pct，环比提升 2.1pct，超出指引。尽管折旧上升对毛利率产生影响，但产品组合优化带动晶圆 ASP 环比提升 6%大致抵消了该影响。

图表1: 24Q4 中芯国际营收 22.07 亿美元，符合指引

图表2: 24Q4 中芯国际毛利率 22.6%，超出指引



资料来源：中芯国际 17Q1~24Q4 季度财报，长城证券产业金融研究院

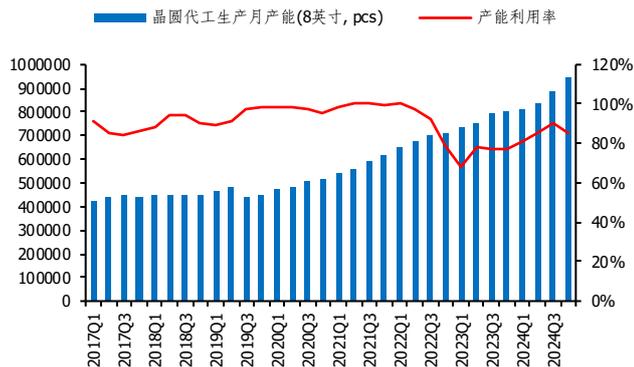
资料来源：中芯国际 17Q1~24Q4 季度财报，长城证券产业金融研究院

### 3、12 英寸晶圆占比提升，驱动 24Q4 晶圆 ASP 环比+6.1%

新产能验证影响及晶圆出货环比下降，24Q4 产能利用率环比下降 4.9pct 至 85.5%。24Q4 公司资本支出 16.60 亿美元，环比增长 40.80%。高资本支出下，至 24Q4 末，公司晶圆月产能 94.76 万片/月（折合 8 英寸），环比增加 6.34 万片/月（折合 8 英寸）。出货量方面，24Q4 晶圆出货量约 199.18 万片（折合 8 英寸），环比下降 6.1%，主要由于四季度是行业传统淡季，客户拿货意愿相对较低。因新产能验证影响及晶圆出货量环比下降，24Q4 公司整体产能利用率环比下降 4.9pct 至 85.5%。

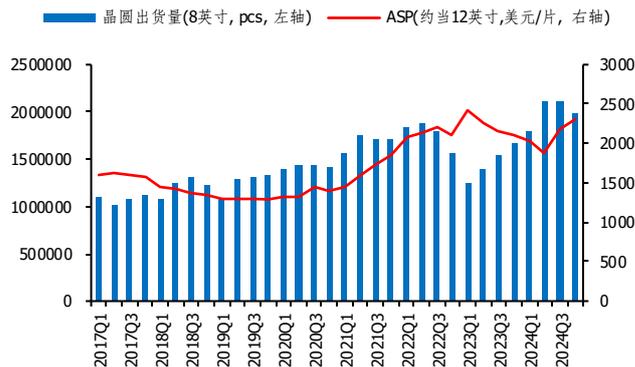
量跌但价升，24Q4 晶圆 ASP 环比+6.1%，主要受益于 12 英寸晶圆收入占比提升。24Q4 公司晶圆平均单价约 2306 美元/片（折合 12 英寸），环比提升 6.1%，主要受益于 12 英寸晶圆收入占比提升，以及客制化产品出货占比提升。

图表3: 24Q4 产能利用率环比下降 4.9pct 至 85.5%



资料来源: 中芯国际 17Q1~24Q4 季度财报, 长城证券产业金融研究院

图表4: 24Q4 晶圆 ASP 环比提升 6.1% (美元/片)

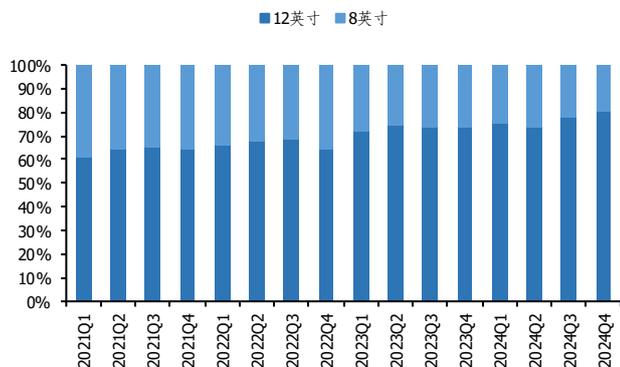


资料来源: 中芯国际 17Q1~24Q4 季度财报, 长城证券产业金融研究院

#### 4、12 寸产能扩充, 新增产能较快完成验证, 24Q4 12 英寸收入环比+2.3%

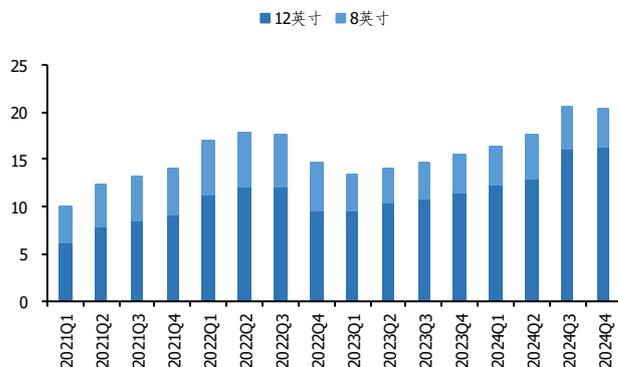
分晶圆尺寸看, 24Q4 12 英寸收入环比+2.3%, 占晶圆总收入的比例环比+2.1pct, 主要受益于 12 英寸产能扩充, 且新增产能较快完成验证。24Q4 单季度晶圆总收入 20.42 亿美元, 环比小幅下降 0.4%。其中 12 英寸晶圆收入 16.46 亿美元, 环比增长 2.3%, 占晶圆总收入的 80.6%, 占比环比提升 2.1pct; 8 英寸晶圆收入 3.96 亿美元, 环比下降 10.1%, 占晶圆总收入的 19.4%, 占比环比下降 2.1pct。12 英寸晶圆收入环比增长主要得益于产能规模扩大和新增产能较快完成验证并投入生产。

图表5: 24Q4 12 英寸晶圆营收占晶圆收入的 80.6%



资料来源: 中芯国际 21Q1~24Q4 季度财报, 长城证券产业金融研究院

图表6: 24Q4 12 英寸晶圆营收环比增长 2.3% (亿美元)



资料来源: 中芯国际 21Q1~24Q4 季度财报, 长城证券产业金融研究院

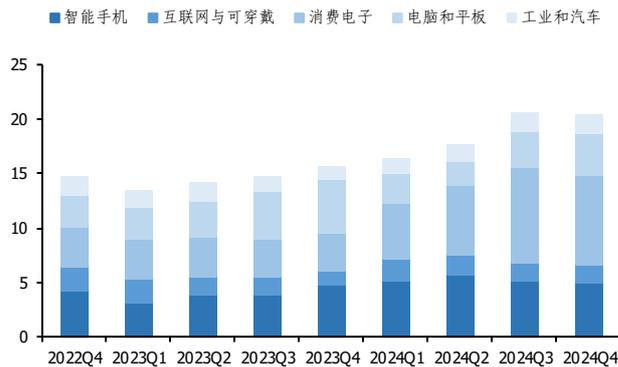
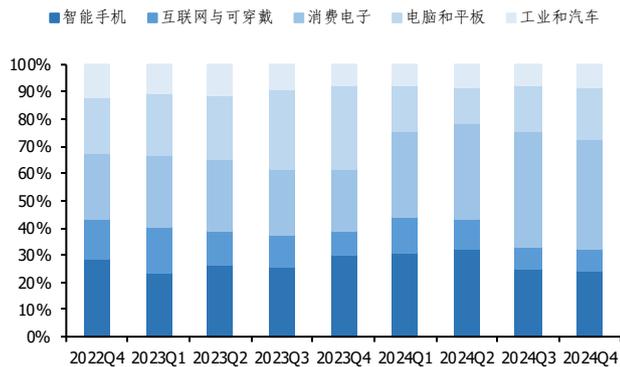
#### 5、24Q4 电脑和平板收入环比+16%, 消费电子受传统淡季影响环比下降

分下游应用看, 24Q4 电脑和平板领域收入环比+16.0%, 智能手机/消费电子领域则受传统淡季影响分别环比下降 3.2%/6.0%。智能手机和消费电子是公司前两大下游应用领域, 24Q4 智能手机领域营收 4.94 亿美元, 占晶圆总收入的 24.2%, 环比下降 3.2%; 消费电子领域营收 8.21 亿美元, 占晶圆总收入的 40.2%, 环比下降 6.0%, 这两大下游应用领域营收环比下降主要系四季度为传统消费电子淡季。

电脑和平板领域 24Q4 营收 3.90 亿美元, 占晶圆总收入的 19.1%, 环比增长 16.0%。互联网与可穿戴领域营收 1.69 亿美元, 占晶圆总收入的 8.3%, 环比增长 0.8%; 工业和汽车领域营收 1.67 亿美元, 占晶圆总收入的 8.2%, 环比增长 3.4%。

图表7: 24Q4 电脑和平板占晶圆总收入的占比环比+2.7pct

图表8: 24Q4 电脑和平板收入环比+16.0% (亿美元)



资料来源: 中芯国际 22Q4~24Q4 季度财报, 长城证券产业金融研究院

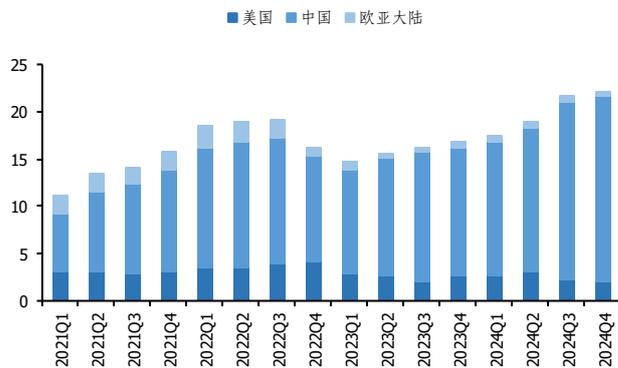
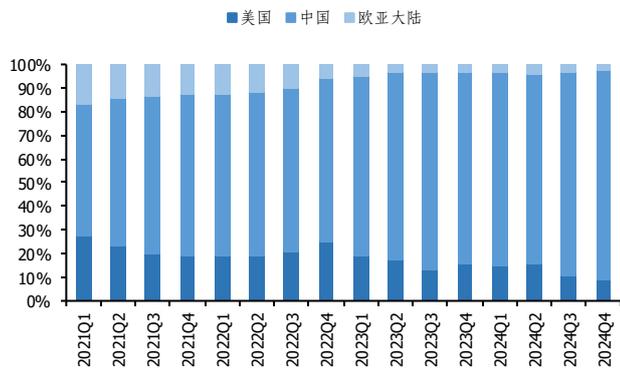
资料来源: 中芯国际 22Q4~24Q4 季度财报, 长城证券产业金融研究院

## 6、本地化制造需求提升, 驱动 24Q4 中国区收入环比+4.8%

分地区看, 本地化制造需求提升, 驱动 24Q4 中国区收入环比+4.8%。24Q4 单季度中国区营收 19.67 亿美元, 环比增长 4.8%, 占总营收的 89.1%, 占比环比提升 2.7pct。美国区域营收 1.96 亿美元, 占总营收的 8.9%, 环比下降 14.6%; 欧亚大陆营收 0.44 亿美元, 占总营收的 2.0%, 环比下降 32.2%。中国区营收环比增长主要受益于本地化制造需求带来的产业链重新组合, 客户市场份额提升。

图表9: 24Q4 中国区域营收占比环比+2.7pct

图表10: 24Q4 中国区域营收环比+4.8% (亿美元)



资料来源: 中芯国际 21Q1~24Q4 季度财报, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 中芯国际 21Q1~24Q4 季度财报, 长城证券产业金融研究院

## 二、国补政策拉动下游客户备货, 指引 Q1 营收中值环比+7%

### 1、淡季不淡, 国补政策拉动下游客户备货, 指引 25Q1 营收中值环比+7%

指引 25Q1 营收中值环比增长 7%, 淡季不淡, 主要受益于国补政策拉动下游客户备货。公司指引 25Q1 营收环比增长 6%~8%, 营收中值约 23.62 亿美元, 同比增长 35%, 主要受益于在国家刺激消费政策红利带动下, 客户补库存意愿较高, 消费、互联、手机等补单、急单较多。

### 2、指引 25Q1 毛利率中值 20%, 环比-2.6pct, 系以低价订单补新增产能

指引 25Q1 毛利率中值 20%, 环比-2.6pct, 系为填补新增产能, 低价位订单增多。公司指引 25Q1 毛利率区间 19%~21%, 毛利率中值 20%, 环比下降 2.6pct。毛利率环

比下降或主要系 24Q4 公司晶圆产能新增 2.8 万片/月（折合 12 英寸），为填补工厂快速起量，公司订单中较低价位订单增多，整体晶圆 ASP 环比或呈现下降趋势。

图表 11: 指引 25Q1 营收中值环比增长 7%，毛利率中值环比下降 2.6pct

1Q 2025 Guidance



	1Q 2025 Guidance
Revenue	+6% to +8% QoQ
Gross Margin	19% to 21%

资料来源：中芯国际 2024 年第四季度业绩说明会材料，长城证券产业金融研究院

### 三、指引 25 年营收增速高于行业平均，资本支出基本持平

#### 1、汽车产业国产进程加速&国补拉动消费需求，指引 25 年营收增速高于行业平均

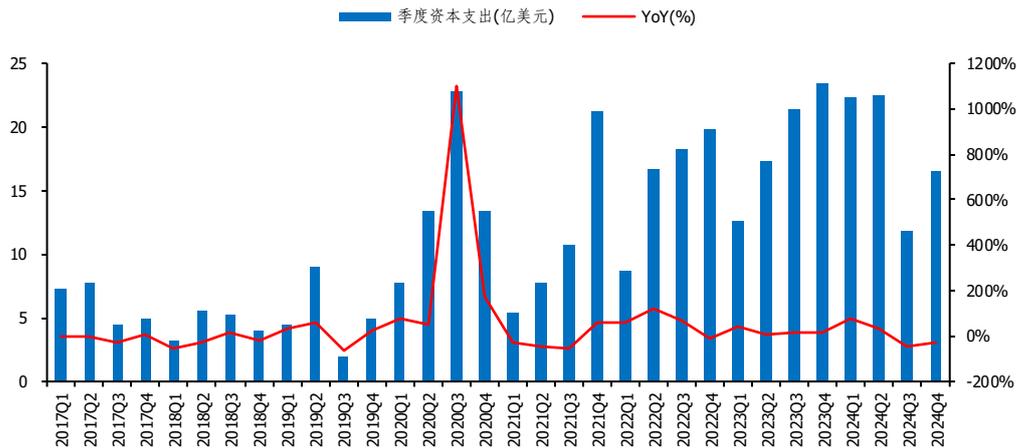
2024 年营收同比+27%，超过年初指引，主要受益于国家刺激消费政策带动下，消费电子/智能手机领域收入分别同比+96%/+34%。2024 年半导体市场整体呈现复苏态势，设计公司库存大致恢复到健康水平，主要产业向国内产业链转移切换速度较快。2024 年公司营收 80.30 亿美元，同比增长 27.0%，超出 2024 年初预期，且创历史新高。这主要受益于在国家刺激消费政策带动下，消费电子和智能手机领域收入分别同比高增 96% 和 34%。

指引 2025 年营收同比增速高于可比同行业平均值，主要得益于汽车产业国产进程加速和国补对消费电子的需求拉动。赵海军指出 2025 年 AI 将继续高速增长，其余市场各应用领域需求预计持平或温和增长。公司指引自身 2025 年营收同比增速高于可比同行业平均值，主要受益于：（1）汽车等产业向国产链转移切换的进程从验证阶段进入体量阶段，部分产品正式量产；（2）在国家刺激消费政策红利的带动下，客户补库存意愿较高，消费、互联、手机等补单、急单较多。不过，2025 年下半年政策利好带来的需求是否持续有待进一步观察。

#### 2、指引 2025 年资本支出同比基本持平，将继续保持平稳扩产节奏

指引 2025 年资本支出同比基本持平。2024 年公司资本支出 73.26 亿美元，同比小幅下降 1.9%，符合预期。公司指引 2025 年资本开始与 2024 年基本持平，将继续保持平稳扩产节奏，每年新增约 5 万片/月产能（折合 12 英寸）。

图表12: 指引 25 年全年资本开支同比基本持平 (24 年资本开支 73.26 亿美元)



资料来源: 中芯国际 17Q1~24Q4 季度财报, 长城证券产业金融研究院

## 四、投资建议

中芯国际是世界领先的集成电路晶圆代工企业之一,是中国大陆技术最先进、规模最大、配套服务最完善、跨国经营的专业代工企业。(1)在逻辑工艺领域,公司是中国大陆第一家实现 14nm FinFET 量产的集成电路晶圆代工企业,代表中国大陆自主研发集成电路制造技术的最先进水平;(2)在特色工艺领域,公司陆续推出中国大陆最先进 24nm NAND、40nm 高性能图像传感器等特色工艺,与各领域龙头合作,实现在特殊存储器、高性能图像传感器等细分市场的持续增长。

公司作为国内晶圆制造龙头企业,成熟制程技术领先,有望受益于本地化制造需求提升,营收进一步成长,预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 36.98/54.17/64.92 亿元,对应 24/25/26 年分别 PE 为 218.1/148.9/124.3 倍,维持“买入”评级。

## 五、风险提示

**宏观经济风险。**受到全球宏观经济的波动、行业景气度等因素影响，集成电路行业存在一定的周期性。因此，集成电路行业的发展与宏观经济整体发展亦密切相关。如果宏观经济波动较大或长期处于低估，集成电路行业的市场需求也将随之受到影响。另外，下游市场需求的波动和低迷亦会导致集成电路产品的需求下降，或由于半导体行业出现投资过热、重复建设的情况进而导致产能供应在景气度较低时超过市场需求，进而影响集成电路晶圆代工企业的盈利能力，将可能对公司的经营业绩造成一定的影响。

**行业竞争风险。**从全球范围来看，晶圆代工市场竞争激烈，公司与全球行业龙头相比技术差距较大，目前市场占有率不高。随着物联网、人工智能和云计算等新应用领域的不断涌现，芯片发展的热点领域在不断丰富，广阔的市场前景及较为有利的产业政策吸引了诸多境内外集成电路相关企业布局集成电路晶圆代工行业，可能导致市场竞争进一步加剧。未来，如果公司无法及时开发和引进最新的制造工艺技术，或推出能够更好地满足客户需求的工艺平台，将削弱公司的竞争优势，并对公司的经营业绩产生不利影响。

**供应链风险。**集成电路晶圆代工行业对原材料、零备件、软件和设备等有较高要求，部分重要原材料、零备件、软件及核心设备等在全球范围内的合格供应商数量较少，且大多来自中国境外。未来，如果公司的重要原材料、零备件、软件或者核心设备等发生供应短缺、延迟交货、价格大幅上涨，或者供应商所处的国家和/或地区与外国发生贸易摩擦、外交冲突、战争等进而影响到相应原材料、零备件、软件及设备管制品的出口许可、供应或价格上涨，将可能会对公司生产经营及持续发展产生不利影响。

**技术升级迭代风险。**集成电路晶圆代工的技术含量较高，需要经历前期的技术论证及后期的不断研发实践，周期较长。如果公司未来不能紧跟行业前沿需求，正确把握研发方向，可能导致工艺技术定位偏差。同时，新工艺的研发过程较为复杂，耗时较长且成本较高，存在不确定性。而且集成电路丰富的终端应用场景决定了各细分领域芯片产品的主流技术节点与工艺存在差异，相应市场需求变化较快。如果公司不能及时推出契合市场需求且具备成本效益的技术平台，或技术迭代大幅落后于产品应用的工艺要求，可能导致公司竞争力和市场份额有所下降，从而影响公司后续发展。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	115572	96574	104930	114673	125743
现金	74922	51235	57796	69302	76534
应收票据及应收账款	5329	3944	7666	5522	9433
其他应收款	448	160	170	155	174
预付账款	720	752	685	1147	810
存货	13313	19378	17640	17509	17786
其他流动资产	20841	21105	20973	21039	21006
<b>非流动资产</b>	189532	241889	265498	273827	281443
长期股权投资	13380	14484	16041	17604	19227
固定资产	85403	92432	112467	121300	130077
无形资产	3428	3344	3295	3081	2934
其他非流动资产	87321	131629	133695	131841	129206
<b>资产总计</b>	305104	338463	370428	388500	407187
<b>流动负债</b>	47855	52614	86440	109691	132568
短期借款	4519	3398	23854	42117	61885
应付票据及应付账款	4013	4940	6671	6509	8393
其他流动负债	39322	44277	55915	61065	62290
<b>非流动负债</b>	55544	67379	60236	47595	34742
长期借款	50958	63275	55891	43371	30457
其他非流动负债	4587	4104	4345	4225	4285
<b>负债合计</b>	103399	119993	146676	157286	167310
少数股东权益	68333	75994	76971	78567	80379
股本	225	226	226	226	226
资本公积	99545	102332	102332	102332	102332
留存收益	30927	35750	40425	47437	55742
归属母公司股东权益	133372	142476	146780	152647	159497
<b>负债和股东权益</b>	305104	338463	370428	388500	407187

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	36591	23048	23429	31269	29960
净利润	14654	6396	4675	7012	8305
折旧摊销	14716	18516	16650	21576	26395
财务费用	-1552	-3774	-2163	-2882	-3576
投资损失	-832	-250	-299	-386	-406
营运资金变动	6607	-1922	4207	5846	-821
其他经营现金流	2999	4082	359	103	63
<b>投资活动现金流</b>	-69468	-41701	-40638	-28703	-33538
资本支出	42206	53865	45142	25121	34000
长期投资	-29554	8679	-1557	-1563	-1623
其他投资现金流	2292	3486	6061	-2019	2084
<b>筹资活动现金流</b>	23269	15728	3874	-9603	-8818
短期借款	3437	-1122	20457	18263	19768
长期借款	15712	12317	-7385	-12520	-12913
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	1684	2788	0	0	0
其他筹资现金流	2436	1744	-9198	-15346	-15672
<b>现金净增加额</b>	-6361	-4263	-13335	-7037	-12396

## 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	49516	45250	57796	65003	74084
营业成本	30553	35346	47052	52724	60001
营业税金及附加	272	223	312	345	385
销售费用	226	254	284	310	342
管理费用	3042	3153	3884	3978	4430
研发费用	4953	4992	5907	5863	6512
财务费用	-1552	-3774	-2163	-2882	-3576
资产和信用减值损失	-442	-1334	-603	-457	-362
其他收益	1946	2577	2695	2751	2803
公允价值变动收益	91	357	233	367	300
投资净收益	832	250	299	386	406
资产处置收益	311	-1	-7	-4	-6
<b>营业利润</b>	14762	6906	5136	7709	9131
营业外收入	11	12	11	12	10
营业外支出	13	77	7	13	12
<b>利润总额</b>	14760	6840	5139	7708	9129
所得税	106	444	464	696	825
<b>净利润</b>	14654	6396	4675	7012	8305
少数股东损益	2520	1573	977	1595	1812
<b>归属母公司净利润</b>	12133	4823	3698	5417	6492
EBITDA	27940	21637	21950	29652	36023
EPS (元/股)	1.52	0.60	0.46	0.68	0.81

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	39.0	-8.6	27.7	12.5	14.0
营业利润 (%)	26.8	-53.2	-25.6	50.1	18.5
归属母公司净利润 (%)	13.0	-60.3	-23.3	46.5	19.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	38.3	21.9	18.6	18.9	19.0
净利率 (%)	29.6	14.1	8.1	10.8	11.2
ROE (%)	7.3	2.9	2.1	3.0	3.5
ROIC (%)	6.6	1.3	2.0	2.9	3.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	33.9	35.5	39.6	40.5	41.1
净负债比率 (%)	-5.3	11.3	17.8	14.9	14.4
流动比率	2.4	1.8	1.2	1.0	0.9
速动比率	1.8	1.1	0.8	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	10.8	10.9	10.8	10.9	10.8
应付账款周转率	8.3	7.9	8.1	8.0	8.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.52	0.60	0.46	0.68	0.81
每股经营现金流 (最新摊薄)	4.59	2.89	2.94	3.92	3.76
每股净资产 (最新摊薄)	16.72	17.86	18.32	19.00	19.81
<b>估值比率</b>					
P/E	66.5	167.3	218.1	148.9	124.3
P/B	6.0	5.7	5.5	5.3	5.1
EV/EBITDA	2.8	5.6	6.3	4.5	3.8

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044

传真：86-10-88366686