

中芯国际（688981.SH）

指引 Q2 收入短期波动，订单能见度至 25Q3 底，大陆晶圆代工厂份额目标应超 30%

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	45,250	57,796	67,147	77,380	88,190
增长率 yoy（%）	-8.6	27.7	16.2	15.2	14.0
归母净利润（百万元）	4,823	3,699	5,293	6,109	7,134
增长率 yoy（%）	-60.3	-23.3	43.1	15.4	16.8
ROE（%）	2.9	2.3	3.1	3.5	3.9
EPS 最新摊薄（元）	0.60	0.46	0.66	0.77	0.89
P/E（倍）	142.1	185.3	129.5	112.2	96.1
P/B（倍）	4.8	4.6	4.5	4.3	4.1

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

Q1 营收环比+1.8%，低于指引，系厂务孤立事件短期致晶圆 ASP 下降。

国际会计准则下，25Q1 营收 22.47 亿美元，环比+1.8%（原指引 6%~8%），低于指引，主要由于 25Q1 厂务维修事件影响工艺精度和成品率，以及新设备导入验证改进导致良率波动，使得 25Q1 晶圆 ASP 环比下降 9%；毛利率 22.5%（原指引 19%~21%），环比小幅-0.1pct，超出指引，主要受益于 25Q1 产能利用率环比提升 4.1pct 至 89.6%。

Q1 晶圆出货量环比+15%，12 寸稼动率保持高位，8 寸上升至 90%+。

至 25Q1 末，公司晶圆月产能 97.33 万片/月（折合 8 英寸），环比+2.7%。25Q1 晶圆出货量约 229.22 万片（折合 8 英寸），环比+15.1%，驱动 25Q1 产能利用率环比提升 4.1pct 至 89.6%。其中 12 英寸利用率保持稳健，8 英寸利用率上升至 90%+。但受厂务孤立事件影响，25Q1 晶圆 ASP 约 2100 美元/片（折合 12 英寸），环比-9.0%。

指引 Q2 营收中值环比-5%，或系前述厂务事件及良率改进因素持续影响。

公司指引 25Q2 营收环比下降 4%~6%，营收中值约 21.35 亿美元，营收环比下降或仍主要由于厂务孤立事件导致 ASP 环比下降及新设备导入验证改进导致良率波动，晶圆出货量预计相对稳健。指引 25Q2 毛利率区间 18%~20%，毛利率中值 19%，环比下降 3.5pct，主要系 25Q2 设备折旧继续上升。

当前订单能见度至 25Q3 末，中国大陆晶圆代工厂份额目标应超 30%。

公司指出目前订单能见度至 25Q3 末，25Q4 及 26Q1 出货需求尚看不清楚，需至 7~9 月观察手机和电脑出货量变化情况。公司指引 25 年资本支出同比基本持平（24 年为 73.26 亿美元），预计每年新增 5 万片/月产能（折合 12 英寸）。同时，公司指出受益于供应链重新分配，认为中国大陆代工厂市场份额目标是 30%，若有竞争力，部分产品目标应为 50%。

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 2025~2027 年归母净利润分别为 52.93/61.09/71.34 亿元，对应 25/26/27 年分别 PE 为 129.5/112.2/96.1 倍，维持“买入”评级。

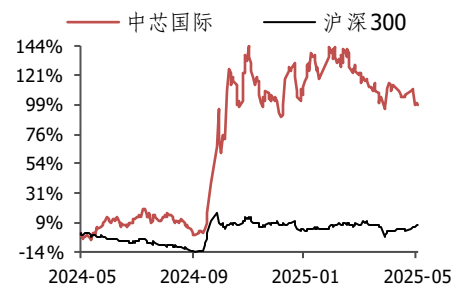
风险提示：宏观经济风险；行业竞争风险；供应链风险；技术迭代风险等。

买入（维持评级）

股票信息

行业	电子
2025 年 5 月 13 日收盘价（元）	85.52
总市值（百万元）	682,942.89
流通市值（百万元）	170,044.47
总股本（百万股）	7,985.77
流通股本（百万股）	1,988.36
近 3 月日均成交额（百万元）	3,900.74

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

- 1、《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——中芯国际 2024 年四季报点评》2025-02-17
- 2、《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
- 3、《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

内容目录

一、厂务孤立事件及新设备验证影响，25Q1 营收环比+1.8%，低于指引	3
1、25Q1 营收环比+1.8%，低于指引，系厂务孤立事件及新设备验证影响	3
2、受益于产能利用率环比提升，25Q1 毛利率 22.5%，超出指引	3
3、25Q1 晶圆出货量环比+15%，平均单价受厂务孤立事件影响环比-9%.....	3
4、客户提货+国补政策+工业&汽车触底补货，25Q1 晶圆收入环比+4.8%.....	4
5、25Q1 工业和汽车领域收入环比增长超两成，车规产品出货稳步提升	4
6、25Q1 海外客户收入环比增长 47%，占总营收比例环比+4.8pct.....	5
二、指引 Q2 营收中值环比-5%，或系前述厂务事件及良率改进因素持续影响.....	5
1、指引 Q2 营收中值环比-5%，或系前述厂务事件及良率改进因素持续影响	5
2、指引 25Q2 毛利率中值 19%，环比-3.5pct，系设备折旧继续上升.....	6
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、订单能见度至 Q3 底，中国大陆代工厂份额目标应超 30%.....	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: 25Q1 中芯国际营收 22.47 亿美元，低于指引.....	3
图表 2: 25Q1 中芯国际毛利率 22.5%，超出指引.....	3
图表 3: 25Q1 产能利用率环比提升 4.1pct 至 89.6%.....	4
图表 4: 25Q1 晶圆 ASP 环比下降 9.0%（美元/片）	4
图表 5: 25Q1 12 英寸晶圆营收占晶圆收入的 78.1%.....	4
图表 6: 25Q1 12 英寸晶圆营收环比增长 1.5%（亿美元）	4
图表 7: 25Q1 工业和汽车占晶圆总收入的比例环比+1.4pct.....	5
图表 8: 25Q1 工业和汽车收入环比+22.7%（亿美元）	5
图表 9: 25Q1 美国区域营收占比环比+3.7pct.....	5
图表 10: 25Q1 美国区域营收环比+44.1%（亿美元）	5
图表 11: 指引 25Q2 营收中值环比下降 5%，毛利率中值环比下降 3.5pct.....	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、厂务孤立事件及新设备验证影响, 25Q1 营收环比+1.8%, 低于指引

1、25Q1 营收环比+1.8%，低于指引，系厂务孤立事件及新设备验证影响

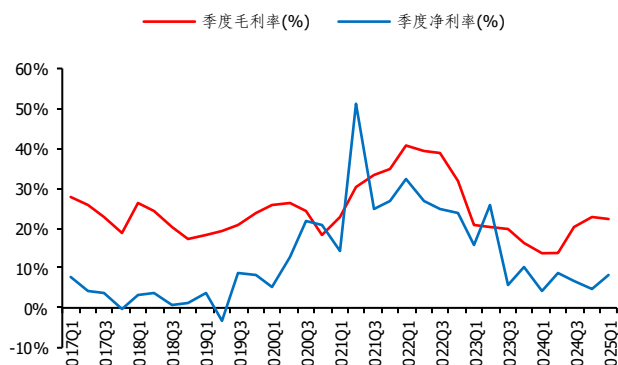
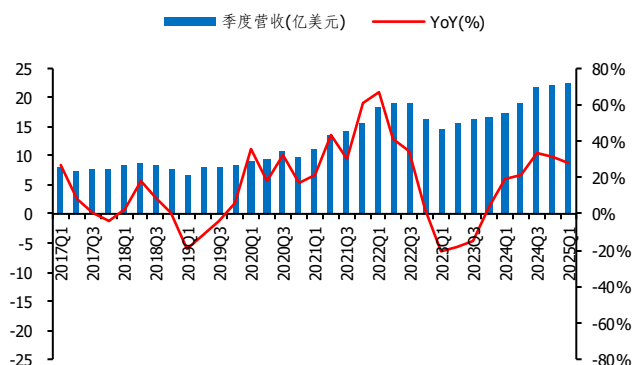
25Q1 营收环比+1.8%，低于指引，系厂务孤立事件及新设备验证因素，短期导致 ASP 环比下降。国际会计准则下，25Q1 单季度营收 22.47 亿美元，同比增长 28.4%，环比增长 1.8%（原指引 6%~8%），低于指引；归母净利润 1.88 亿美元，同比增长 161.9%，环比增长 74.8%。营收低于指引主要由于 25Q1 厂务维修事件影响工艺精度和成品率，以及新设备导入验证改进导致良率波动，使得 25Q1 晶圆 ASP 环比下降；归母净利润环比增长主要受益于研发费用率环比下降 3.2pct。

2、受益于产能利用率环比提升，25Q1 毛利率 22.5%，超出指引

25Q1 毛利率 22.5%，环比-0.1pct，超出指引，主要得益于产能利用率环比提升。国际会计准则下，25Q1 单季度毛利率 22.5%（原指引 19%~21%），同比提升 8.8pct，环比小幅下降 0.1pct，超出指引，主要受益于 25Q1 产能利用率环比提升 4.1pct 至 89.6%。

图表 1: 25Q1 中芯国际营收 22.47 亿美元，低于指引

图表 2: 25Q1 中芯国际毛利率 22.5%，超出指引



资料来源：中芯国际 17Q1~25Q1 季度财报，长城证券产业金融研究院

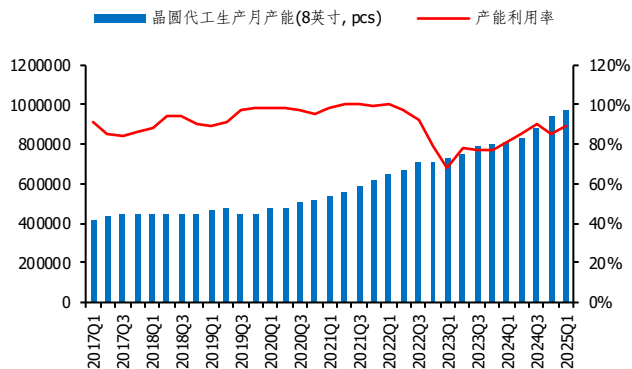
资料来源：中芯国际 17Q1~25Q1 季度财报，长城证券产业金融研究院

3、25Q1 晶圆出货量环比+15%，平均单价受厂务孤立事件影响环比-9%

25Q1 晶圆出货量环比+15%，驱动产能利用率环比+4.1pct 至 89.6%。至 25Q1 末，公司晶圆月产能 97.33 万片/月（折合 8 英寸），环比增长 2.7%。出货方面，25Q1 晶圆出货量约 229.22 万片（折合 8 英寸），环比增长 15.1%，驱动 25Q1 产能利用率环比提升 4.1pct 至 89.6%。其中 12 英寸利用率保持稳健，8 英寸利用率上升至 90%+。

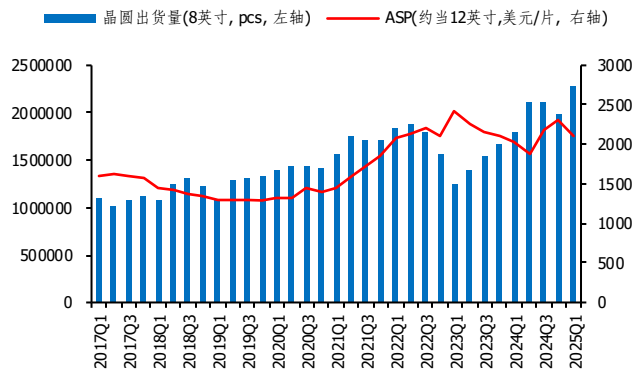
受厂务孤立事件影响，晶圆出货量增但价跌，**25Q1 晶圆 ASP 环比-9.0%**。25Q1 公司晶圆平均单价约 2100 美元/片（折合 12 英寸），环比下降 9.0%，主要由于 25Q1 厂务维修事件影响工艺精度和成品率，以及新设备导入验证改进导致良率波动。

图表3: 25Q1 产能利用率环比提升 4.1pct 至 89.6%



资料来源: 中芯国际 17Q1~25Q1 季度财报, 长城证券产业金融研究院

图表4: 25Q1 晶圆 ASP 环比下降 9.0% (美元/片)



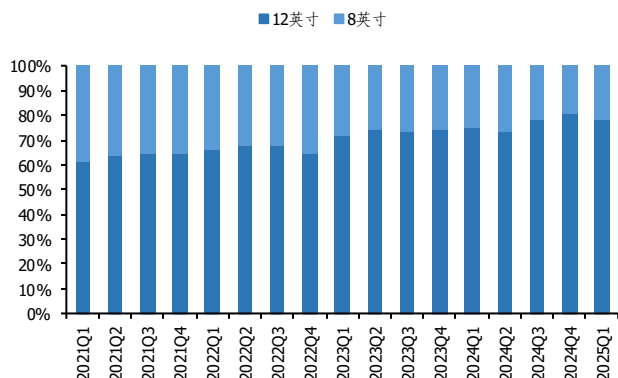
资料来源: 中芯国际 17Q1~25Q1 季度财报, 长城证券产业金融研究院

4、客户提货+国补政策+工业&汽车触底补货，25Q1 晶圆收入环比+4.8%

客户提货+国补政策+工业&汽车触底补货，25Q1 晶圆收入环比+4.8%。25Q1 单季度晶圆总收入 21.39 亿美元，环比增长 4.8%，主要受益于国际形势变化引起的客户提拉出货、国内以旧换新消费补贴等政策推动大宗类产品需求上升，以及工业与汽车产业的触底补货。

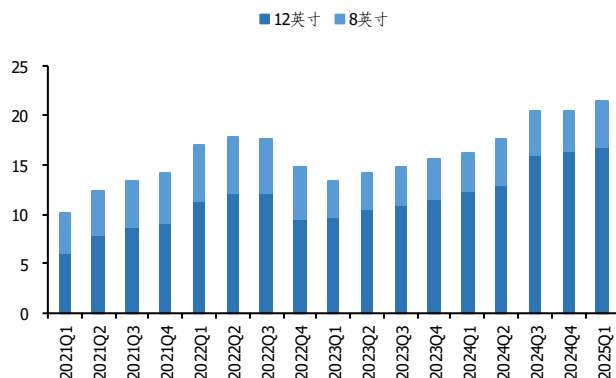
分晶圆尺寸看，25Q1 12 英寸和 8 英寸收入分别环比+1.5%/+18.3%。具体看，(1) 12 英寸晶圆收入 16.71 亿美元，环比增长 1.5%，占晶圆总收入的 78.1%，占比环比下降 2.5pct。(2) 8 英寸晶圆收入 4.69 亿美元，环比增长 18.3%，占晶圆总收入的 21.9%，占比环比提升 2.5pct。

图表5: 25Q1 12 英寸晶圆营收占晶圆收入的 78.1%



资料来源: 中芯国际 21Q1~25Q1 季度财报, 长城证券产业金融研究院

图表6: 25Q1 12 英寸晶圆营收环比增长 1.5% (亿美元)



资料来源: 中芯国际 21Q1~25Q1 季度财报, 长城证券产业金融研究院

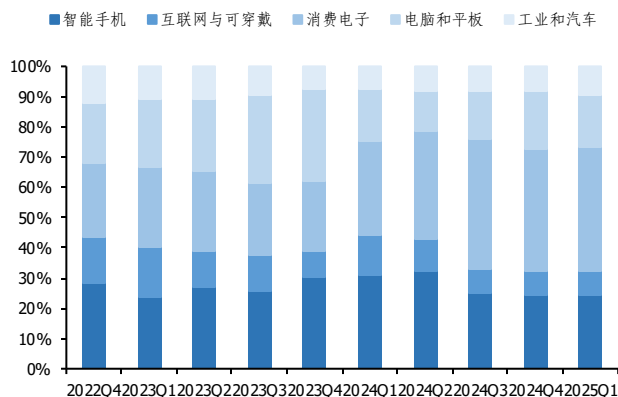
5、25Q1 工业和汽车领域收入环比增长超两成，车规产品出货稳步提升

分下游应用看，得益于车规产品出货稳步提升，25Q1 工业和汽车领域收入环比+22.7%，占比环比+1.4pct 至 9.6%。智能手机和消费电子是公司前两大下游应用领域，25Q1 智能手机领域营收 5.18 亿美元，占晶圆总收入的 24.2%，环比增长 4.8%；消费电子领域营收 8.69 亿美元，占晶圆总收入的 40.6%，环比增长 5.8%。

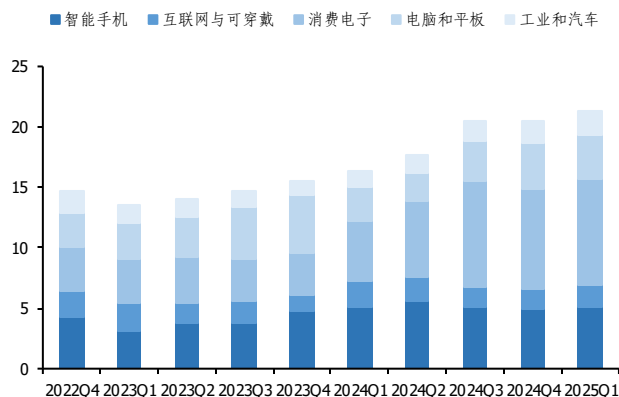
电脑和平板领域 25Q1 营收 3.70 亿美元，占晶圆总收入的 17.3%，环比下降 5.1%；互联网与可穿戴领域营收 1.78 亿美元，占晶圆总收入的 8.30%，环比增长 4.8%；工业和汽车领域营收 2.05 亿美元，占晶圆总收入的 9.6%，环比增长 22.7%。

分工艺平台看，25Q1 BCD、MCU、特殊存储器需求旺盛，总体收入环比增长两成左右；应用在 40/28nm 的 AMOLED 小屏显示驱动平台供不应求。

图表7: 25Q1 工业和汽车占晶圆总收入的比例环比+1.4pct 图表8: 25Q1 工业和汽车收入环比+22.7% (亿美元)



资料来源: 中芯国际 22Q4~25Q1 季度财报, 长城证券产业金融研究院



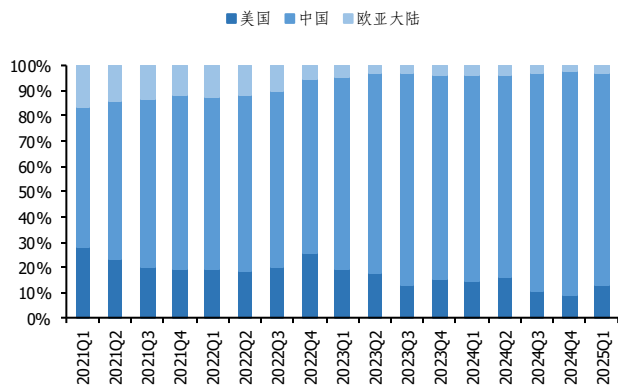
资料来源: 中芯国际 22Q4~25Q1 季度财报, 长城证券产业金融研究院

6、25Q1 海外客户收入环比增长 47%，占总营收比例环比+4.8pct

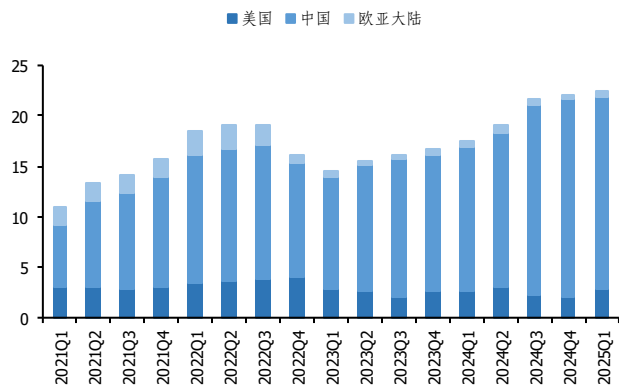
分地区看，25Q1 海外客户收入环比增长，美国 / 欧亚大陆区域营收分别环比 +44.1%/57.8%。25Q1 单季度中国区营收 18.94 亿美元，环比下降 3.7%，占总营收的 84.3%，占比环比下降 4.8pct；美国区域营收 2.83 亿美元，环比增长 44.1%，占总营收的 12.6%，占比环比提升 3.7pct；欧亚大陆营收 0.70 亿美元，环比增长 57.8%，占总营收的 3.1%，占比环比提升 1.1pct。

图表9: 25Q1 美国区域营收占比环比+3.7pct

图表10: 25Q1 美国区域营收环比+44.1% (亿美元)



资料来源: 中芯国际 21Q1~25Q1 季度财报, 长城证券产业金融研究院



资料来源: 中芯国际 21Q1~25Q1 季度财报, 长城证券产业金融研究院

二、指引 Q2 营收中值环比-5%，或系前述厂务事件及良率改进因素持续影响

1、指引 Q2 营收中值环比-5%，或系前述厂务事件及良率改进因素持续影响

指引 25Q2 营收中值环比下降 5%，或仍主要因厂务孤立事件致 ASP 环比下降。公司指引 25Q2 营收环比下降 4%~6%，营收中值 21.35 亿美元，同比增长 12.3%，营收环

比下降或仍主要由于厂务孤立事件导致 ASP 环比下降及新设备导入验证改进导致良率波动，晶圆出货量预计相对稳健。

2、指引 25Q2 毛利率中值 19%，环比-3.5pct，系设备折旧继续上升

指引 25Q2 毛利率中值 19%，环比下降 3.5pct，系设备折旧继续上升。公司指引 25Q2 毛利率区间 18%~20%，毛利率中值 19%，环比下降 3.5pct，主要系 25Q2 设备折旧继续上升。公司指出长期看 20%毛利率是坚守的底线。

图表11: 指引 25Q2 营收中值环比下降 5%，毛利率中值环比下降 3.5pct

2Q 2025 Guidance



	2Q 2025 Guidance
Revenue	-4% to -6% QoQ
Gross Margin	18% to 20%

资料来源：中芯国际 2025 年第一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、订单能见度至 Q3 底，中国大陆代工厂份额目标应超 30%

赵海军指出已看到各行业，包括工业和汽车领域触底反弹的积极信号，产业链在地化转换继续走强，更多的晶圆代工需求将回流本土。

(1) 展望 2025 年全年：目前认为手机总出货量将做出修正，PC 及平板销量平稳但无大幅增长，需至 7~9 月观察其出货量变化情况。（24Q4 业绩交流会指引公司 25 年营收同比增速高于行业平均）

(2) 需求可见度：公司指出，目前订单能见度至 25Q3 末，25Q3 末产出的货对应 25Q4 和 26Q1 出货需求，尚看不清楚。

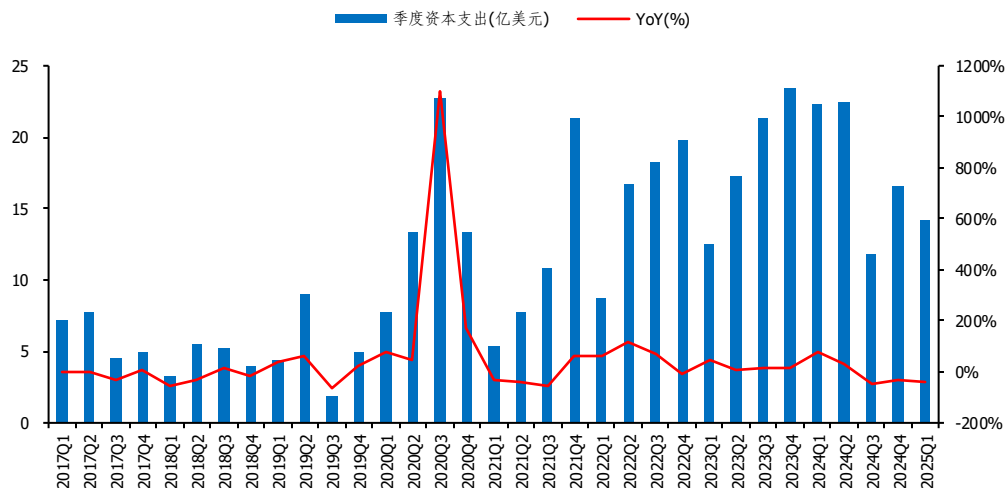
(3) 关税影响：公司内部测算，当前已实施的一些关税政策对半导体行业代工行业的直接影响极小，低于 1%。

(4) 中国大陆代工行业目标：受益于供应链重新分配，认为目标是 1/3 由中国大陆本地代工完成，若有竞争力，部分产品的目标是 50%。

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，预计每年新增 5 万片/月产能（折合 12 英寸）。25Q1 资本支出 14.16 亿美元，环比-14.7%。公司指引 2025 年资本开支与 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 17Q1~25Q1 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 2025~2027 年归母净利润分别为 52.93/61.09/71.34 亿元,对应 25/26/27 年分别 PE 为 129.5/112.2/96.1 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	96574	106279	90373	102365	101395
现金	51235	48029	36931	46428	49729
应收票据及应收账款	3944	3288	3427	3302	2998
其他应收款	160	239	145	242	150
预付账款	752	405	490	420	381
存货	19378	21267	22303	21909	19567
其他流动资产	21105	33050	27077	30064	28571
非流动资产	241889	247137	267942	262617	265134
长期股权投资	14484	9004	9699	10354	11000
固定资产	92432	113545	124615	129423	129274
无形资产	3344	3225	3152	3072	2974
其他非流动资产	131629	121362	130476	119767	121886
资产总计	338463	353415	358315	364981	366529
流动负债	52614	61544	58647	62431	62031
短期借款	3398	1070	4113	6775	1070
应付票据及应付账款	4940	5658	7328	7010	9558
其他流动负债	44277	54816	47207	48646	51402
非流动负债	67379	62763	62769	56430	47764
长期借款	63275	57785	58228	51671	43114
其他非流动负债	4104	4978	4541	4759	4650
负债合计	119993	124308	121417	118861	109795
少数股东权益	75994	80917	82963	85523	88395
股本	226	226	226	226	226
资本公积	102332	102906	102906	102906	102906
留存收益	35750	39449	46788	55457	65463
归属母公司股东权益	142476	148191	153934	160598	168339
负债和股东权益	338463	353415	358315	364981	366529

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	23048	22659	33067	27208	43212
净利润	6396	5373	7339	8668	10006
折旧摊销	18516	22929	20843	25788	30616
财务费用	-3774	-1833	-3259	-4094	-5085
投资损失	-250	-1100	-299	-239	-210
营运资金变动	-1922	-3413	8484	-3242	7504
其他经营现金流	4082	702	-41	326	380
投资活动现金流	-41701	-30669	-40674	-20081	-32648
资本支出	53865	54559	30245	25162	29810
长期投资	8679	21401	-695	-655	-646
其他投资现金流	3486	2489	-9734	5736	-2192
筹资活动现金流	15728	9999	-6535	-292	-1558
短期借款	-1122	-2327	3042	2662	-5705
长期借款	12317	-5490	443	-6557	-8557
普通股增加	1	1	0	0	0
资本公积增加	2788	574	0	0	0
其他筹资现金流	1744	17241	-10020	3603	12704
现金净增加额	-4263	1732	-14141	6835	9006

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	45250	57796	67147	77380	88190
营业成本	35346	47051	54463	61896	70508
营业税金及附加	223	276	356	402	459
销售费用	254	282	322	356	394
管理费用	3153	3835	4109	4627	5274
研发费用	4992	5447	6057	6802	7752
财务费用	-3774	-1833	-3259	-4094	-5085
资产和信用减值损失	-1334	-525	-457	-558	-611
其他收益	2577	2858	2695	2192	2300
公允价值变动收益	357	4	367	201	150
投资净收益	250	1100	299	239	210
资产处置收益	-1	124	62	65	64
营业利润	6906	6299	8065	9530	11002
营业外收入	12	17	11	12	10
营业外支出	77	23	7	13	12
利润总额	6840	6292	8068	9529	11000
所得税	444	919	729	861	994
净利润	6396	5373	7339	8668	10006
少数股东损益	1573	1674	2046	2559	2872
归属母公司净利润	4823	3699	5293	6109	7134
EBITDA	21637	27452	29010	35480	41382
EPS (元/股)	0.60	0.46	0.66	0.77	0.89

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.6	27.7	16.2	15.2	14.0
营业利润 (%)	-53.2	-8.8	28.0	18.2	15.5
归属母公司净利润 (%)	-60.3	-23.3	43.1	15.4	16.8
获利能力					
毛利率 (%)	21.9	18.6	18.9	20.0	20.1
净利率 (%)	14.1	9.3	10.9	11.2	11.3
ROE (%)	2.9	2.3	3.1	3.5	3.9
ROIC (%)	1.3	1.6	3.2	3.7	4.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.5	35.2	33.9	32.6	30.0
净负债比率 (%)	11.3	17.3	18.6	13.4	6.7
流动比率	1.8	1.7	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.1	0.9	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	10.9	18.0	14.4	16.2	15.3
应付账款周转率	7.9	8.9	8.4	8.6	8.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.60	0.46	0.66	0.77	0.89
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.89	2.84	4.14	3.41	5.41
每股净资产 (最新摊薄)	17.84	18.56	19.22	19.98	20.88
估值比率					
P/E	142.1	185.3	129.5	112.2	96.1
P/B	4.8	4.6	4.5	4.3	4.1
EV/EBITDA	5.5	5.0	5.0	3.8	3.0

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