

### 方正证券研究所证券研究报告

中芯国际(00981)

公司研究

电子行业

公司跟踪报告

2020.08.09/强烈推荐(维持)

分析师 陈杭  
执业证书编号：S1220519110008  
E-mail chenhang@foundersec.com

联系人 骆奕扬  
E-mail luoyiyang@foundersec.com

事件：中芯国际于2020年8月6日公布2020业绩，2020营收9.38亿（美元，下同），创历史新高，QoQ+3.8%，YoY+18.7%，符合前期指引（QoQ +3%~5%）；毛利率26.5%，连续5个季度环比提高；归母净利润1.38亿，QoQ+115%，YoY+644%；本期大幅上调全年资本开支预算至67亿，增加部分将用于产能扩充。

### 历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

### 相关研究

《中芯国际：招股书5大看点》2020.06.02  
《中芯国际：扩产提速，需求强劲》  
2020.05.15

《“中芯国际产业链”的机遇》2020.05.06

《中芯国际：回归科创的意义》2020.05.06

《中芯国际：我们对“上调1Q20指引”的几个判断》2020.04.07

《中芯国际：光刻机陆续搬入，2H20收入增长值得期待》2020.03.06

《【复盘中芯20年】系列报告（一）：中芯创立，中国半导体走向世界的开端》  
2020.02.26

《中芯国际4Q19业绩点评：2020年将重启增长，“拐点”逻辑得到强化》2020.02.16

《【方正科技】中芯国际：拐点已至》  
2020.01.03

请务必阅读最后特别声明与免责条款

业绩超预期，净利润创公司成立以来单季历史新高。2020归母净利润1.38亿，QoQ+115%，YoY+644%，盈利水平大幅提高主要由于1)投资组合公允价值变动，使得本期投资收益2,947万美元，一季度投资亏损187万美元，2019投资亏损19万美元；2)公允价值计量金融资产股权投资收益增加，本期其他收益净额为2,779万美元，一季度其他收益净额为255万美元，2019其他收益净额为409万美元。3)毛利率环比提升至26.5%，同时经营费用率环比下滑。

单季度资本开支再创新高，上市融资后大幅上调CapEx。2020经营现金流1.48亿，资本开支13.42亿，单季度资本开支再创新高，考虑到公司2020全年资本开支预算上调至67亿美金，而1/2季度分别为7.77/13.43亿美金，下半年3/4季度资本开支合计预估为45.8亿美金，下半年单季度CapEx有望在2Q已创新高的基础上，更上一层楼。公司2015年收到大基金31亿美金投资后，资本开支中枢显著提高，本次科创板融资近70亿美金，先进制程迭代有望再提速，更高的CapEx为公司持续追赶世界一流打下坚实基础。

成熟制程：扩产进程中稼动率达98.6%，ASP持续提高，体现2Q需求旺盛。2020天津8寸厂扩产10k产能，深圳8寸厂减产9k产能（功率产能调整），公司总产能从1Q20的476k每月提高到480k每月。2QASP环比提升至594美金，在扩产情况下仍能维持稼动率满载且ASP提高，体现了2Q需求旺盛。分品类来看，电源管理、射频、低功耗、可穿戴以及特殊存储器自去年4Q以来需求强劲，2Q相关收入QoQ+7%，YoY+25%，带动了消费电子类收入的增长。为迎合强劲的需求，公司全年计划扩产30k 8寸产能及20k 12寸产能。

先进制程：进展平稳，N+1已进入客户验证阶段，特定客户影响可控。14nm按计划持续扩产，2020中芯南方扩产2k 12寸产能，扩产后合计6k，年底预计达到15k。N+1进展顺利，目前已在客户验证产品阶段，有超过20个NTO，和超过5款量产产品，公司认为特定客户对公司先进制程影响可控。从本次上市

募资用途来看，未来公司 CapEx 大部分将用于先进制程的产能建设及研发，研发大力投入将为先进制程加速迭代打下基础。

**全年测算：收入有望达 37 亿，经营利润有望同比大增。**下半年特定客户影响从 9 月开始体现，由于 1) 终端市场需求强劲；2) 国产替代趋势持续，影响有限，4Q 收入预估环比下滑 5% 以内。根据我们测算，全年预估收入增长 19% 至 37 亿美金，全年经营利润有望达 1.99 亿美金，同比增 322%，主要受惠于下半年政府项目资金提高。

#### 投资建议：

半导体行业已处于上行周期，中芯国际 2020 年将重启增长，同时先进制程研发进展顺利。我们预计公司 2020-2022 年实现收入 37.09/44.47/53.15 亿美元，每股净资产为 1.84/1.88/1.92 美元，对应当前市值的 PB 为 2.09、2.04、2.00 倍，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**扩产后折旧提高或使毛利率承压；技术研发不及预期；行业竞争加剧；中美贸易摩擦加剧。

#### 盈利预测：

百万美元	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,116	3,709	4,447	5,315
(+/-)	-7.3%	19.0%	19.9%	19.5%
毛利率	20.6%	22.6%	19.5%	19.6%
归母净利润	234.7	305.4	306.8	313.9
(+/-)	75.1%	30.1%	0.4%	2.3%
EPS(美元)	0.040	0.041	0.042	0.042

数据来源：wind 方正证券研究所

## 1. 2Q20 概况：14/28nm 驱动收入增长，利润同比大增

收入、毛利率均符合预期，14/28nm 驱动 2Q 收入环比增加。2Q20 营收为 9.38 亿（美元，下同），创历史记录，QoQ+3.8%，YoY+18.7%，符合前期指引（QoQ +3%~5%），环比增长主要是由于 ASP 上升以及晶圆出货量增加；毛利润 2.49 亿，YoY+6.4%，主要受益于出货量增加以及产品组合优化；毛利率为 26.5%，QoQ+0.7ppt，YoY+7.4ppt，符合前期指引（26%~28%）。

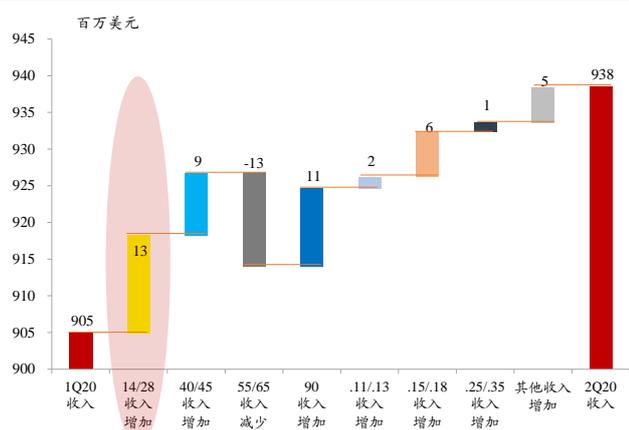
a). 收入按终端应用划分，2Q 通讯占比 46.9%，消费电子占比 36.9%（QoQ+8% YoY+1%），电脑占比 5.9%，汽车及工用电子占比 4.9%，其他业务占比 6%；

b). 收入按业务划分，晶圆代工收入占比 90.9%，封装业务收入占比 9.1%；

c). 收入按地域划分，美国贡献收入占比 26.1%，中国大陆及台湾地区 66.1%（QoQ+11%），欧亚 12.3%；

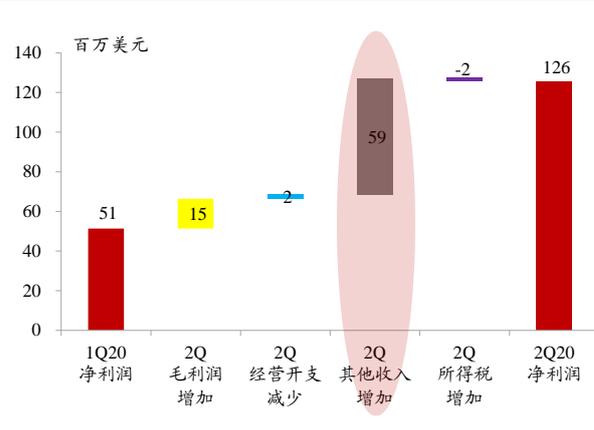
d). 收入按制程划分，14/28nm 占比 9.1%，金额环比增加 13 mn USD，公司 2Q 总收入增长 34mn USD，14/28nm 贡献 2Q 公司收入增长近 40%；40/45nm 占比 15.4%，55/65nm 占比 30%，90nm 占比 2.8%，0.11/0.13um 占比 5.4%，0.15/0.18um 占比 33%，0.25/0.35um 占比 4.3%。

图表1：14/28nm 驱动 2Q 收入环比增加



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表2：其他收入增加是 2Q 净利润环比大增主因



资料来源：公司公告，方正证券研究所

盈利水平环比大幅提升，净利润创公司成立以来单季历史新高。2Q20 归母净利润 1.38 亿，QoQ+115%，YoY+644%，净利润创公司成立以来单季度新高；归母净利率 14.7%。盈利水平大幅提高主要由于 1) 投资组合公允价值变动，使得本期录得投资收益 2,947 万美元，一季度投资亏损 187 万美元，2Q19 投资亏损 19 万美元；2) 公允价值计量金

融资产股权投资收益增加，本期其他收益净额为 2,779 万美元，一季度其他收益净额为 255 万美元，2Q19 其他收益净额为 409 万美元。  
3) 毛利率环比提升至 26.5%，同时经营费用率环比下滑。

**经营开支稳中有降，政府项目资金环比减少。**2Q20 管理费用 5,940 万，QoQ-20%，主要是由于中芯南方 6 月开始量产；研发费用率本期 16.8%，上一季度为 18.4%，销售费用率本期 0.5%，环比持平，2Q20 政府补助为 4,050 万，1Q20 为 5,920 万，QoQ-31.6%。

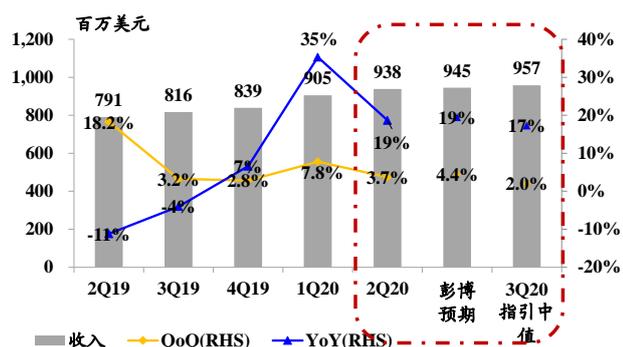
**在手现金约 130 亿美金，扩产及研发活动弹药充足。**截至 2Q20，现金及现金等价物与金融资产合计为 64 亿，QoQ+21%，YoY+72%，考虑到公司 2020 年 7 月于科创板上市募集的 463 亿人民币（超额配售选择权行使前金额，约合 66.4 亿美元），公司在手现金等价物与金融资产约 130 亿美金，在手现金充沛，未来扩产及研发活动弹药充足；截至 2Q20 总债务权益比 31%，净债务权益比-17%。

**2Q 单季度资本开支再创新高，上市融资后大幅上调 CapEx。**2Q20 经营现金流 1.48 亿，资本开支 13.42 亿，单季度资本开支再创新高，考虑到公司 2020 全年资本开支预算上调至 67 亿美金，而 1/2 季度分别为 7.77/13.43 亿美金，下半年 3/4 季度资本开支合计预估为 45.8 亿美金，下半年单季度 CapEx 有望在 2Q 已创新高的基础上，更上一层楼。公司 2015 年收到大基金 31 亿美金投资后，资本开支中枢显著提高，本次科创板融资近 70 亿美金，先进制程迭代有望再提速，更高的 CapEx 为公司持续追赶世界一流打下坚实基础。

**成熟制程：扩产进程中稼动率达 98.6%，ASP 持续提高，体现 2Q 需求旺盛。**2Q20 天津 8 寸厂扩产 10k 产能，深圳 8 寸厂减产 9k 产能（功率产能调整），公司总产能从 1Q20 的 476k 每月提高到 480k 每月。2QASP 环比提升至 594 美金，在扩产情况下仍能维持稼动率满载且 ASP 提高，体现了 2Q 需求旺盛。分品类来看，电源管理、射频、低功耗、可穿戴以及特殊存储器自去年 4Q 以来需求强劲，2Q 相关收入 QoQ+7%，YoY+25%，带动了消费电子类收入的增长。为迎合强劲的需求，公司全年计划扩产 30k 8 寸产能及 20k 12 寸产能。

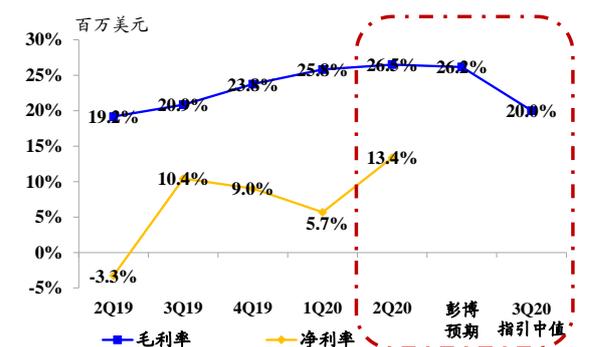
**先进制程：进展平稳，N+1 已进入客户验证阶段，特定客户影响可控。**14nm 按计划持续扩产，2Q20 中芯南方扩产 2k 12 寸产能，扩产后合计 6k，年底预计达到 15k。N+1 进展顺利，目前已在客户验证产品阶段，有超过 20 个 NTO，和超过 5 款量产产品，公司认为特定客户对公司先进制程影响可控。从本次上市募资用途来看，未来公司 CapEx 大部分将用于先进制程的产能建设及研发，研发大力投入将为先进制程加速迭代打下基础。

图表3: 收入 9.38 亿, 彭博预期为 9.45 亿



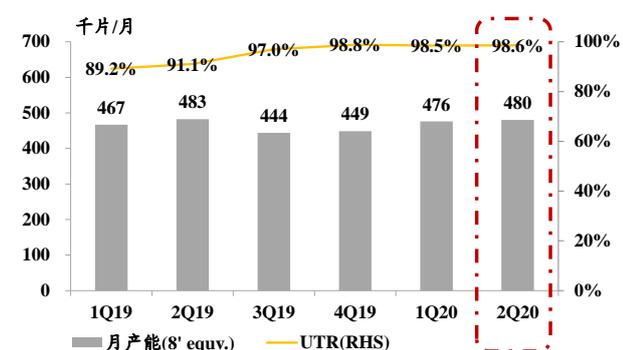
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表4: 毛利率持续改善, 净利润环比增 145%



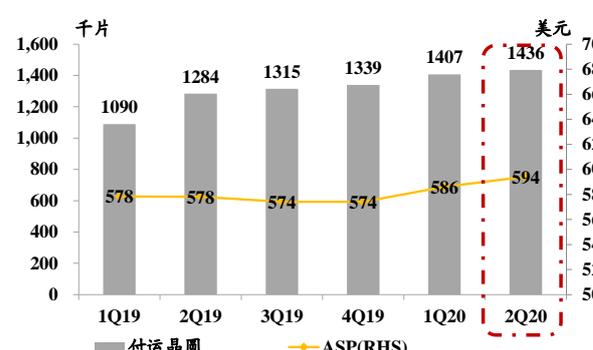
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表5: 二季度持续扩产, UTR 接近满载



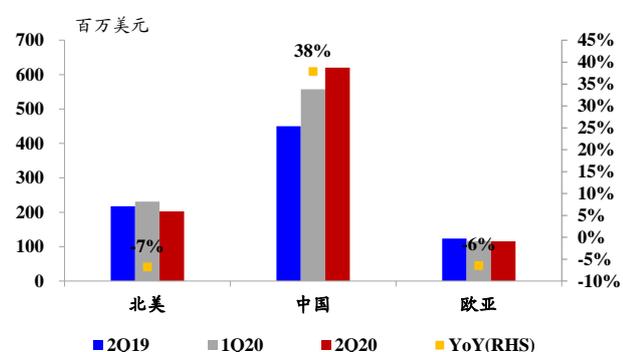
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表6: 付运晶圆再创新高, ASP 环比再提



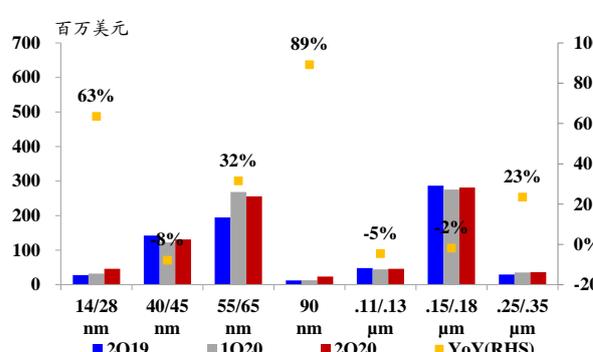
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表7: 中国区收入占比 66.1%, 同比增 38%



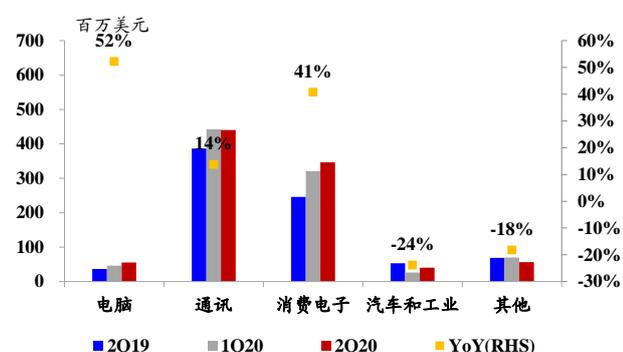
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表8: 14/28nm 收入占比 9.1%



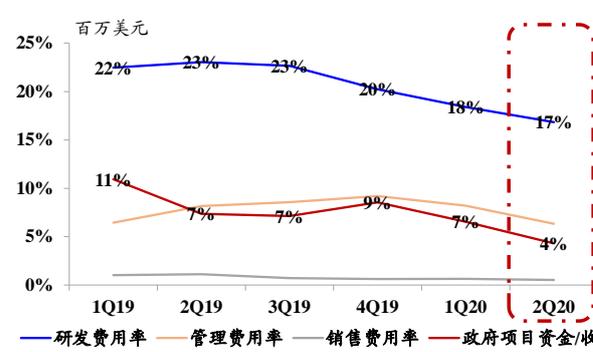
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表9: 消费电子收入同比增长 41%



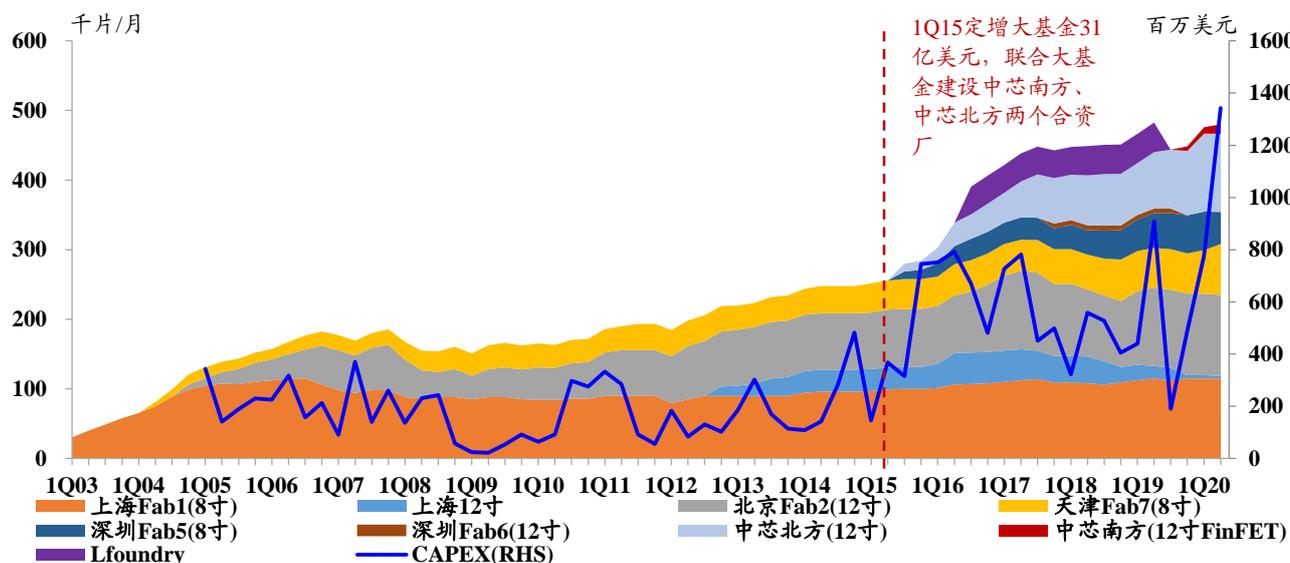
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表10: 三费及政府项目资金占收入比



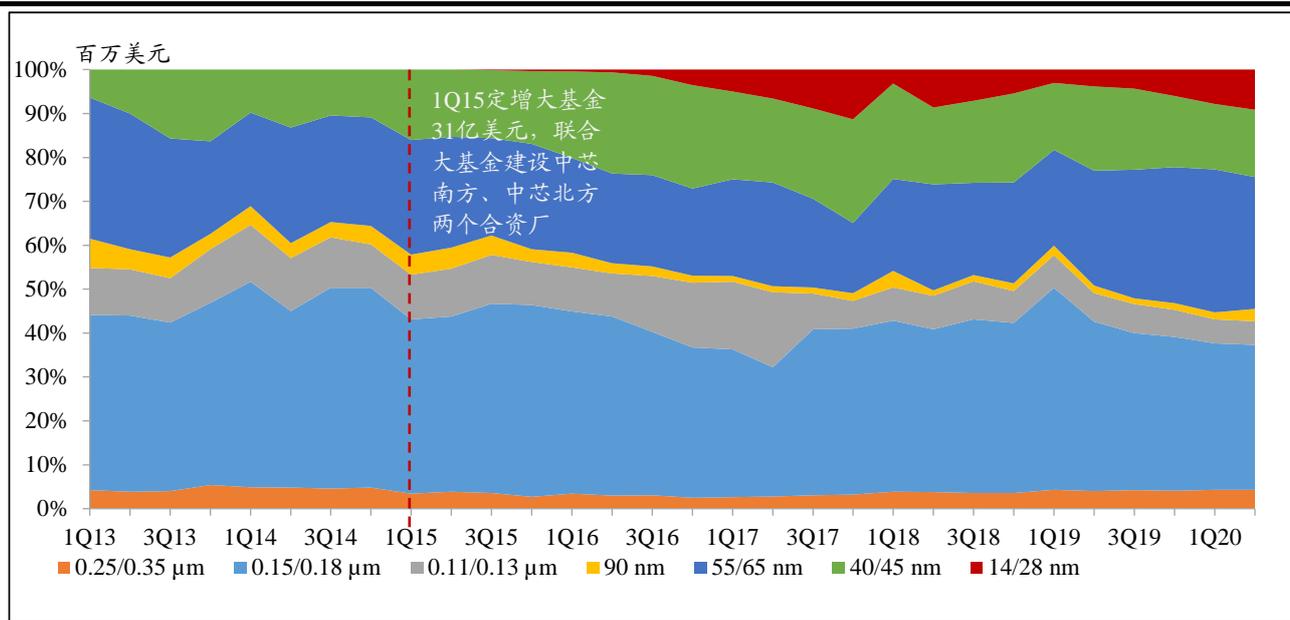
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表11: 中芯国际 CAPEX 及产能 (分厂区) -2Q20 CapEx 约 13.43 亿美金



资料来源: Wind, 公司公告, 方正证券研究所

图表12: 中芯国际分制程收入占比



资料来源: Wind, 公司公告, 方正证券研究所

## 2. 2020 年测算：预估 37 亿营收，经营利润有望同比大增

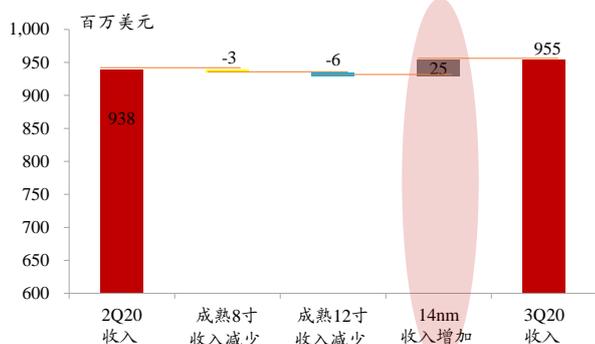
3Q 收入指引乐观，因中芯南方折旧毛利率指引中值下滑至 20%。公司预计 3Q20 营收 9.48-9.67 亿，QoQ+1%至+3%，预计毛利率 19%-21%，环比下降主要是由于中芯南方进入折旧期使得成本增加。

特定客户影响从 9 月开始体现，由于 1) 终端市场需求强劲；2) 国产替代趋势持续，影响有限，4Q 收入预估环比下滑 5%以内。考虑到公司有无法向特定客户供货的风险，预估 9 月中旬起公司将进入客户切换期，我们认为特定客户对公司业绩影响有限，主要有以下原因：

- 1) 行业周期性需求上升：晶圆代工行业每年下半年受到消费电子发新产品及过节拉动消费电子销售等因素影响，往年 3/4 季度产能利用率较高，2020 年受疫情影响，全球智能手机销量同比预估双位数下滑至 12.5 亿部，正值 5G 换机浪潮，2021 年随着全球经济回暖，智能手机销量有望重回 14 亿部，而 3/4 季度已经进入了 2021 年消费电子零部件备货期，2 季度公司产能利用率高达 98.6%，满载状态下需求提升大概率导致订单排队，预计消费电子市场需求提升、排队订单填补有望减小特定客户对 4Q 业绩的影响；
- 2) 大陆客户转单趋势持续：由于中美贸易摩擦，部分大陆 IC 设计公司为了避免地缘政治对业务持续性影响，有向大陆晶圆代工厂转单的动力，中芯国际作为大陆晶圆代工龙头，技术领先，逻辑工艺稳定，市场份额大，受益于晶圆代工国产替代。

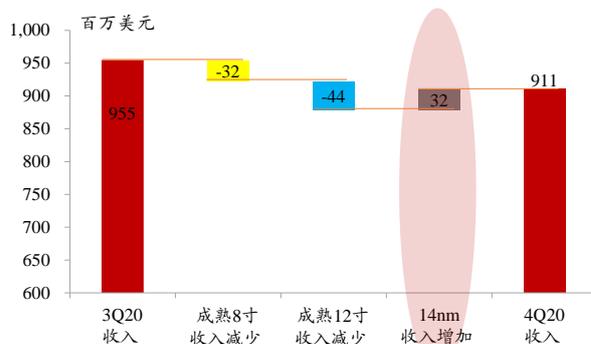
14nm 收入增长拉动 3/4 季度总收入。考虑到特定客户的影响，预估 3/4 季度成熟制程产能利用率或有压力，根据公司 14nm 扩产计划及目前先进制程客户投片情况来看（超过 20 个 NTO，超过 5 个量产产品），下半年伴随着 14nm 产能从 6k 扩充到年底的 15k，14nm 全年出货量有望达到 39k，假设 ASP 全年约 3,913 美元，14nm 全年收入有望达到 1.54 亿美元，而 14nm 一季度收入为 1,072 万美元，二季度根据我们测算约 2,033 万美元，下半年伴随产能爬坡，收入有望持续增长。

图表13： 3Q 收入预期变动分析



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表14： 4Q 收入预期变动分析



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表15：中芯国际盈利预测

	2018	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E	公式
8寸平均月产能(千片/月)	199	222	233	234	242	249	240	264	288	a=b+c+d
上海Fab1(8寸)	108	114	115	115	115	115	115	115	115	b
天津Fab7(8寸)	53	58	63	73	81	88	76	103	127	c
深圳Fab5(8寸)	38	51	55	46	46	46	48	46	46	d
8寸UTR	96%	96%	103%	104%	98%	90%	99%	92%	94%	e
8寸出货量(千片)	2,791	2,799	720	730	711	672	2,834	2,899	3,249	f=a*e*月数
8寸ASP(美元)	544	510	494	499	507	489	497	483	469	g
8寸收入(百万美元)	1,519	1,428	355	364	361	329	1,409	1,400	1,523	h=f*g/1000

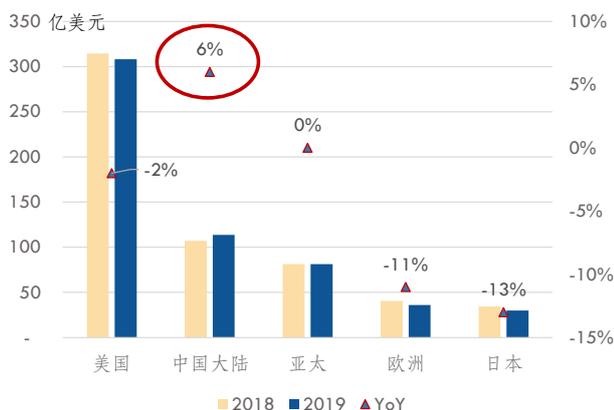
	2018	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E	公式
12寸平均月产能(千片/月)	93	96	104	103	111	119	110	134	158	a=b+c+d+e
上海12寸	15	7	2	1	1	1	2	1	1	b
北京Fab2(12寸)	43	50	52	52	55	57	54	57	57	c
深圳Fab6(12寸)	3	2	0	0	0	0	0	0	0	d
中芯北方(12寸)	32	37	50	50	55	61	54	75	82	e
12寸UTR	83%	86%	98%	101%	94%	85%	94%	89%	92%	f
12寸出货量(千片)	926	991	305	314	314	304	1237	1440	1749	g=a*f*月数
12寸ASP(美元)	1,635	1,474	1502	1494	1473	1375	1,461	1,409	1,338	h
12寸收入(百万美元)	1514	1461	458	468	463	419	1808	2028	2340	i=g*h/1000

	2018	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E	公式
SN1平均月产能(千片/月)		1	4	6	11	15	9	26	43	a=b+c
14nm		1	4	6	11	15	9	26	43	b
N+1		0	0	0	0	0	0	0	0	c
SN1 UTR		20%	22%	28%	35%	45%	37%	58%	43%	d
SN1出货量(千片)		2	3	5	12	20	39	182	220	e=a*f*月数
SN1 ASP(美元)		4,200	4116	4034	3953	3834	3,913	3,729	5,058	f
SN1收入(百万美元)		8	11	20	46	78	154	677	1111	g=e*f/1000

单位: 百万美元	2018	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
<b>收入</b>	<b>3360</b>	<b>3116</b>	<b>905</b>	<b>938</b>	<b>955</b>	<b>911</b>	<b>3709</b>	<b>4447</b>	<b>5315</b>
qoq			7.8%	3.7%	1.7%	-4.6%			
yoy	8.3%	-7.3%	35.3%	18.7%	16.9%	8.5%	19.0%	19.9%	19.5%
8寸收入	1,519	1,428	355	364	361	329	1,409	1,400	1,523
12寸收入	1514	1461	458	468	463	419	1808	2028	2340
SN1收入	0	8	11	20	46	78	154	677	1111
非晶圆代工收入	327	219	81	85	85	85	337	342	342
<b>成本</b>	<b>2613</b>	<b>2475</b>	<b>671</b>	<b>690</b>	<b>763</b>	<b>746</b>	<b>2871</b>	<b>3582</b>	<b>4271</b>
折旧摊销	831	747	214	211	280	294	999	1354	1610
其他制造费用	1778	1724	457	478	482	451	1868	2224	2658
股权报酬	4	4	0	1	1	1	4	4	4
<b>毛利润</b>	<b>747</b>	<b>641</b>	<b>234</b>	<b>249</b>	<b>191</b>	<b>165</b>	<b>838</b>	<b>866</b>	<b>1044</b>
毛利率	22.2%	20.6%	25.8%	26.5%	20.0%	18.1%	22.6%	19.5%	19.6%
<b>经营开支</b>	<b>696</b>	<b>594</b>	<b>186</b>	<b>184</b>	<b>154</b>	<b>115</b>	<b>639</b>	<b>676</b>	<b>861</b>
研发支出	627	687	166	158	172	164	660	712	850
管理费用	200	255	74	59	62	64	259	311	372
销售费用	30	27	6	5	5	5	21	31	37
财务资产减值亏损确认净额	1	1	-1	2	1	1	3	0	0
其他经营收入净额	-163	-377	-59	-40	-86	-118	-304	-378	-399
其中: 政府项目资金		-262	-59	-41	-86	-109	-295	-356	-372
<b>经营利润</b>	<b>51</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>65</b>	<b>37</b>	<b>49</b>	<b>199</b>	<b>190</b>	<b>183</b>
经营利润率	1.5%	1.5%	5.2%	6.9%	3.9%	5.4%	5.4%	4.3%	3.4%

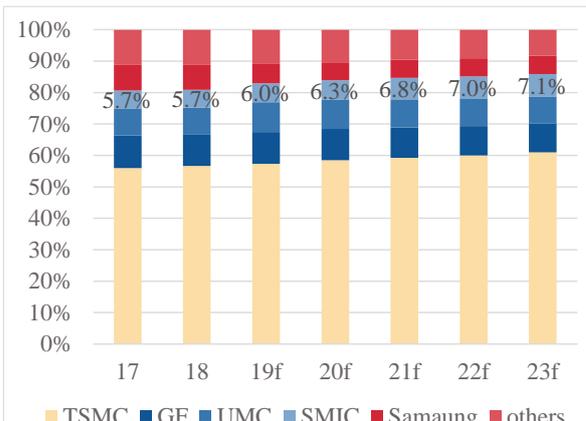
资料来源: Wind, 公司公告, 方正证券研究所

图表16: 全球晶圆代工市场 2019 年增速



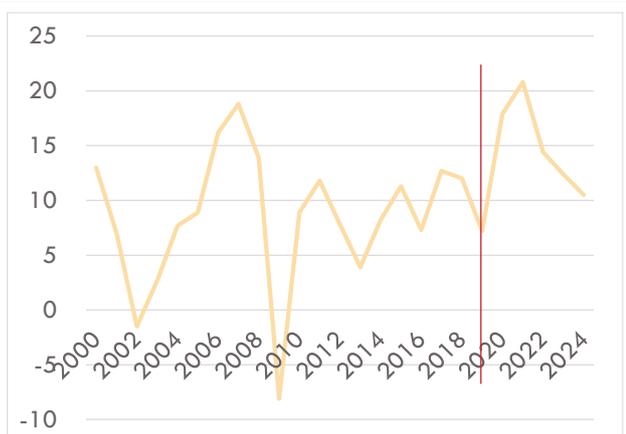
资料来源: IC Insight, 方正证券研究所

图表17: 全球晶圆代工市占率变化预测



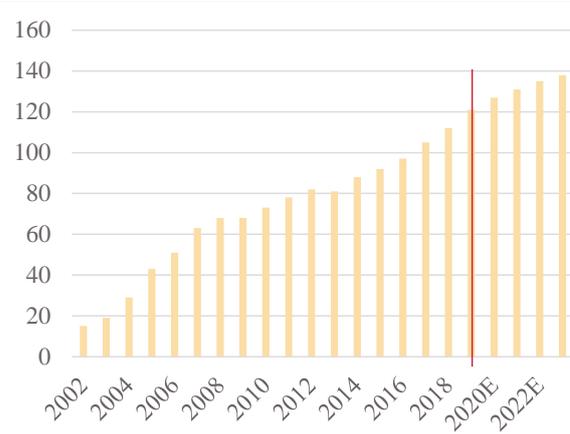
资料来源: DIGITIMES, 方正证券研究所

图表18: 全球每年新增 8 寸晶圆产能与预估 (百万片)



资料来源: IC Insight, 方正证券研究所

图表19: 全球 12 寸晶圆厂数量 (座)



资料来源: IC Insight, 方正证券研究所

图表20: 全球前六大代工厂制程量产路线图

公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020f	2021f	2022f
台积电	20nm	16nm	--	10nm	7nm	7nm+	5nm	5nm	--
英特尔	14nm	--	--	--	--	10nm	10nm+	7nm	7nm+
三星电子	20nm	14nm	--	10nm	7nm	--	--	--	--
GlobalFoundries	20nm	14nm	--	--	--	--	--	--	--
联电	--	--	--	14nm	--	--	--	--	--
中芯国际	--	28nm	--	--	--	14nm	--	--	--

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表21: 可比公司 ROE 及毛利率

评级	ROE %				毛利率 %				
	2018	2019	2020E	2021E	2017	2018	2019	2020E	2021E
中芯国际 强烈推荐	2.2	3.8	2.2	2.1	23.9	22.2	20.6	22.6	19.5
华虹半导体 强烈推荐	7.4	4.0	5.2	6.0	33.4	30.3	23.9	24.4	26.9
台积电 -	20.9	27.0	25.9	26.8	48.3	46.0	51.1	49.9	50.6
联电 -	4.7	8.0	9.1	11.7	15.1	14.4	20.9	22.8	26.6
三星 -	7.6	9.2	11.9	12.5	45.7	36.1	38.0	40.4	41.3
Tower jazz -	6.9	7.0	10.3	n. a.	22.5	18.6	19.5	21.7	n. a.
世界 -	19.9	19.9	22.6	25.0	35.2	36.5	32.5	34.3	35.5

资料来源: Wind, Bloomberg, 公司公告, 方正证券研究所

注: 中芯国际、华虹半导体 2019/2020/2021 年数据为方正证券覆盖预测, 其余为 Bloomberg 一致预期

图表22: 可比公司估值

百万美元	市值	P/E				P/B			
	20200514	2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
中芯国际	41,660	128.0	96.0	92.9	92.5	3.22	3.36	2.09	2.04
华虹半导体	5,832	35.4	57.8	46.0	37.0	2.61	2.54	2.44	2.29
台积电	381,770	32.5	23.7	22.4	19.6	6.53	6.13	5.49	4.88
联电	10,639	31.2	18.1	15.7	12.2	1.49	1.43	1.38	1.35
三星	288,533	18.2	15.6	11.2	10.1	1.33	1.43	1.32	1.21
Tower jazz	2,266	24.9	26.5	17.8	n. a.	1.62	1.60	1.46	n. a.
世界	4,999	25.1	24.8	21.0	18.5	5.52	4.90	4.61	4.55
平均	105,100	42.2	37.5	32.4	31.6	3.19	3.06	2.68	2.72
中值	10,639	31.2	24.8	21.0	19.0	2.61	2.54	2.09	2.17
最低	2,266	18.2	15.6	11.2	10.1	1.33	1.43	1.32	1.21
最高	381,770	128.0	96.0	92.9	92.5	6.53	6.13	5.49	4.88

资料来源: Wind, Bloomberg, 公司公告, 方正证券研究所

注: 中芯国际、华虹半导体 2019/2020/2021 年数据为方正证券覆盖预测, 其余为 Bloomberg 一致预期

**风险提示:** 扩产后折旧提高或使毛利率承压; 技术研发不及预期; 行业竞争加剧; 中美贸易摩擦加剧。

## 附录：公司财务预测表

单位：百万美元

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,873.8	11,074.3	10,092.2	9,428.1
货币资金	2,238.8	8,699.2	7,333.3	6,262.1
应收账款	836.1	741.7	889.5	1,063.0
存货	628.9	746.4	931.2	1,110.5
其他	3,170.0	887.1	938.2	992.5
非流动资产	9,564.0	14,537.7	17,506.4	20,090.9
固定资产	7,757.2	13,068.8	16,044.9	18,634.1
无形资产	96.9	79.6	61.7	43.2
预付租金	138.3	138.3	138.3	138.3
长期股权投资	1,166.4	1,174.6	1,185.1	1,198.9
其他	76.4	76.4	76.4	76.4
资产总计	16,437.8	25,612.1	27,598.6	29,519.0
流动负债	3,205.2	3,285.1	3,605.1	3,915.4
短期借款	562.8	562.8	562.8	562.8
应付账款	1,034.1	1,291.8	1,611.7	1,922.1
其他	1,608.3	1,430.5	1,430.5	1,430.5
非流动负债	3,034.8	2,809.4	2,809.4	2,809.4
长期借款	2,003.8	2,003.8	2,003.8	2,003.8
其他	1,030.9	805.6	805.6	805.6
负债合计	6,240.0	6,094.6	6,414.5	6,724.9
股本	20.2	29.6	29.6	29.6
储备	5,649.2	13,549.6	13,856.4	14,170.3
归母权益	5,669.4	13,579.1	13,885.9	14,199.8
少数股东权益	4,528.5	5,938.4	7,298.2	8,594.3
股东权益合计	10,197.9	19,517.5	21,184.1	22,794.1
负债及权益合计	16,437.8	25,612.1	27,598.6	29,519.0
现金流量表	2019E	2020E	2021E	2022E
净利润	158.86	233.40	232.61	235.99
折旧和摊销	1,027.81	1,415.71	2,051.86	2,439.34
其他	-167.61	234.63	-12.63	-42.53
经营活动产生现金流量	1,019.06	1,883.74	2,271.84	2,632.80
投资活动产生现金流量	-1,948.51	-4,509.66	-5,071.74	-5,077.99
融资活动产生现金流量	1,376.28	9,086.24	1,434.00	1,374.00
现金净变动	437.87	6,460.33	-1,365.91	-1,071.19
现金的期初余额	1,800.97	2,238.84	8,699.17	7,333.26
现金的期末余额	2,238.84	8,699.17	7,333.26	6,262.08

利润表	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,115.7	3,708.7	4,447.3	5,315.1
营业成本	-2,473.2	-2,870.6	-3,581.6	-4,271.3
毛利	642.5	838.1	865.7	1,043.8
销售费用	-26.8	-21.0	-31.1	-37.2
管理费用	-254.9	-259.4	-311.3	-372.1
研发支出	-687.4	-660.2	-711.6	-850.4
财务费用	-63.5	-161.6	-48.5	-43.6
其他	572.4	523.5	495.3	521.7
税前利润	182.3	259.3	258.5	262.2
所得税	-23.4	-25.9	-25.8	-26.2
净利润	158.9	233.4	232.6	236.0
少数股东损益	-75.8	-72.0	-74.2	-77.9
归属母公司净利润	234.7	305.4	306.8	313.9
EPS(元)	0.040	0.041	0.042	0.042
主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-7.3%	19.0%	19.9%	19.5%
营业利润增长率	234.1%	306.3%	-4.5%	-3.6%
净利润增长率	105.7%	46.9%	-0.3%	1.4%
盈利能力	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	20.6%	22.6%	19.5%	19.6%
净利率	5.1%	6.3%	5.2%	4.4%
ROE	3.8%	2.2%	2.1%	2.1%
偿债能力	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率	0.38	0.24	0.23	0.23
流动比率	2.14	3.37	2.80	2.41
速动比率	1.95	3.14	2.54	2.12
营运能力				
资产周转率	0.19	0.14	0.16	0.18
应收账款周转率	3.73	5.00	5.00	5.00
每股资料(美元)				
每股收益	0.04	0.04	0.04	0.04
每股经营现金	0.19	0.25	0.31	0.36
每股净资产	1.14	1.84	1.88	1.92

数据来源：wind 方正证券研究所

## 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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com