

【广发海外】华虹半导体(01347.HK)

无锡新厂投产拖累中期获利能力

核心观点:

● 收入及利润与前期指引吻合

公司公布 3Q 财报, 其中: 1) 营业收入 2.39 亿(美元, 下同), QoQ 为 4%, 与指引吻合; 2) 毛利率 31%, 与指引吻合(30%左右); 3) 归母净利润环比增长 4.3% 至 0.45 亿。归母净利润率变动与毛利率变动基本相同。

从经营层面来看, 3Q 公司产品售价从 460 美元/片(等效 8 英寸)下滑 3.3% 至 445 美元/片, 同时成本端硅片成本也有所提升, 但得益于产能利用率的提升(由 93% 提升到 97%), 公司整体收入及利润仍保持了环比增长。

● 受无锡新厂开工影响, 毛利率指引下滑幅度较大

受无锡新厂开工带来的折旧影响, 4Q 公司毛利率指引下滑约 4 个百分点(从 31% 下滑到 26%-28%)。考虑到公司新厂产能的爬坡规划(2022 年底建成一条工艺等级 90-65 纳米、月产能约 4 万片的 12 英寸特色工艺集成电路生产线)将持续到 2022 年底, 我们认为中期来看公司毛利率都将持续承受较大的压力。

● 资本开支计划超出预期, 下修利润至 1.71/1.56/1.68 亿美元

公司专注于特色工艺, 下游所属的物联网、汽车电动化、ADAS 等细分市场长期景气度较高, 随着无锡 12 寸产能的逐步释放, 公司有望实现快速增长, 与此同时无锡新厂产能爬坡带来的折旧也开始对公司的毛利率产生压制, 这符合我们前期“新厂产能爬坡或将拖累公司中期获利能力”的判断。然基于: 1) 公司毛利率指引低于预期; 2) 叠加明年资本开支计划超出我们的预期(公司预计将达到 10 亿美元, 超出我们预计的 7 亿美元), 我们下修 19-21 年公司净利润至 1.71/1.56/1.68 亿美元(较前期预测低 0%/-18%/-20%)。根据公司 ROE 与 PB 的拟合状况, 我们得出 19 年公司合理 PB 为 0.9 倍, 对应的合理价值为 12.6 元港元/股, 维持“持有”评级。

● 风险提示

全球宏观经济不及预期的风险, 公司无锡项目折旧政策不确定性风险。

盈利预测:

单位: 美元

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	808	930	939	1188	1453
增长率(%)	12.0%	15.1%	0.9%	26.6%	22.3%
EBITDA(百万元)	272	322	323	410	503
净利润(百万元)	145	183	171	156	168
增长率(%)	12.8%	26.1%	-6.7%	-8.7%	8.0%
EPS(元/股)	0.14	0.17	0.13	0.12	0.13
市盈率(P/E)	11.1	14.2	13.0	14.3	13.2
市净率(P/B)	0.96	1.45	0.97	0.91	0.85

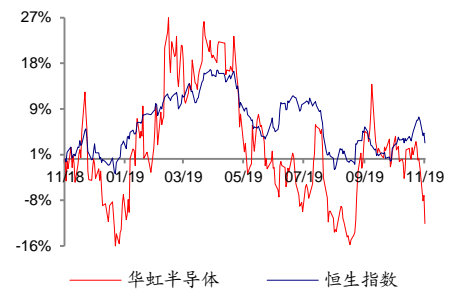
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心(备注: 美元兑港币汇率为 7.83)

公司评级

持有

当前价格	13.6 港元
合理价值	12.6 港元
前次评级	持有
报告日期	2019-11-14

相对市场表现



分析师:

蒲得宇



SAC 执证号: S0260519030002

SFC CE No. BNO719



852-37192085



jeffpu@gfgroup.com.hk

分析师:

张晓飞



SAC 执证号: S0260519010005

SFC CE No. BND704



010-59136696



zhangxiaofei@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外】华虹半导体 2019-08-08

(01347.HK): 新厂产能爬坡
或将拖累中期获利能力

【广发海外】华虹半导体 2019-07-07

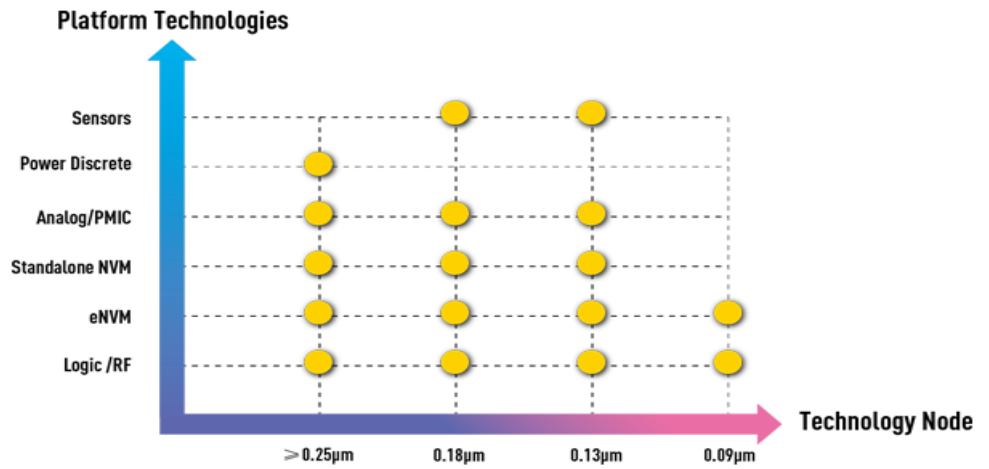
(01347.HK): 专注特色工艺,
定位细分市场

图表索引

图 1: 公司技术平台及技术节点概览.....	3
图 2: 公司技术平台各产品应用领域状况.....	3
图 3: 2013-2018 年公司营收及利润状况 (单位: 亿美元)	4
图 4: 公司收入拆分 (3Q19)	4
图 5: 公司股权架构 (截至 2018 年 12 月 31 日)	5
图 6: 自 1998 年以来, 全球半导体销售额增速与 GDP 增速变化基本趋同	6
图 7: 1994 年至今半导体产业销售同比增速变化与 SOX	6
图 8: 半导体产业库存状况 (左图) 及全球前十大 Fabless 公司 DOI (右图) ..	7
图 9: 全球半导体产业 Lead Time 变化情况.....	7
图 10: 分销商 (TTI) 分立器件平均交货时间变化情况.....	8
图 11: 2015-2017 年全球 Foundry 市场主要厂商收入状况 (单位: 亿美元) ...	9
图 12: 1Q14-2Q19 全球 Foundry 主要厂商产能变化状况 (千片等效 8 英寸) ..	9
图 13: 1Q14-3Q19 全球 Foundry 市场主要厂商产能利用率变化状况	10
图 14: 1Q14-3Q19 全球 Foundry 主要厂商出货量情况 (千片等效 8 英寸) ...	10
图 15: 1Q14-3Q19 Foundry 市场主要厂商 ASP 变化状况 (单位: 美元/片) ..	10
图 16: 2018 年 Pure-Play Foundry 产业收入来源 (按制程)	11
图 17: 2018 年 Foundry 产业主要公司收入来源 (按制程)	11
图 18: 2018 年 Foundry 产业收入来源 (按下游应用)	12
图 19: 2018 年 Foundry 产业主要公司收入来源 (按下游应用)	12
图 20: 2018 年 Foundry 产业收入来源 (按地域)	13
图 21: 2018 年 Foundry 产业主要公司收入来源 (按地域)	13
图 22: Foundry 产业主要公司 CAPEX 支出变化情况 (单位: 亿美元)	14
图 23: Foundry 产业主要公司折旧额占营业收入比例的变化.....	14
图 24: Foundry 产业主要公司毛利率变化情况.....	15
图 25: Foundry 产业主要公司研发费用占营业收入比例变化情况	15
图 26: Foundry 产业主要公司研发费用变化情况 (单位: 亿美元)	16
图 27: Foundry 产业主要公司营业利润率变化情况	16
图 28: 过往三年公司 ROE 与 PB 拟合度较高 (纵轴为 ROE%, 横轴为 PB) ..	19
表 1: 公司各晶圆厂概况.....	3
表 2: 分销商 (Future Electronics) 分立器件平均交货时间变化情况	8
表 3: 公司收入拆分及盈利预测.....	17
表 4: “大基金”4 亿美元注资前后公司 ROE 水平对比 (单位: 亿美元)	18
表 5: 可比公司估值 (股价为 2019 年 11 月 13 日收盘价)	19

1. 公司数据

图 1: 公司技术平台及技术节点概览



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 2: 公司技术平台各产品应用领域状况



数据来源: EEPW, 广发证券发展研究中心

表 1: 公司各晶圆厂概况

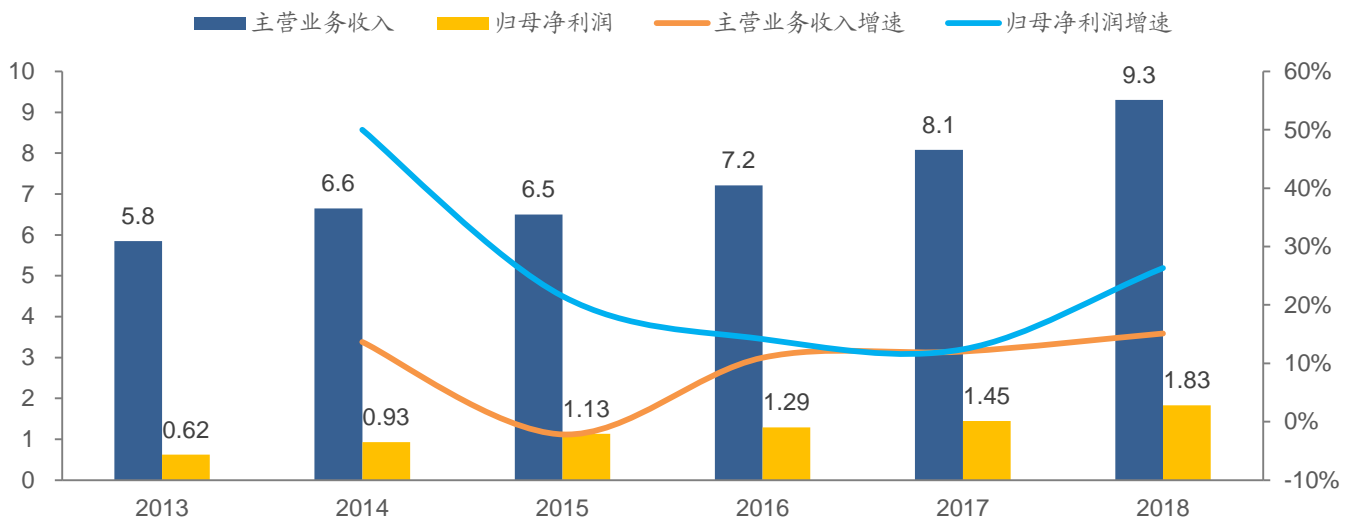
晶圆厂	技术节点	代表性应用
1 号	1µm/0.8µm/0.5µm/0.45µm/0.35µm/0.25µm/0.18µm/0.13µm	智能卡、模拟 IC、PMIC、功率器件、传感器
2 号	0.35µm	功率器件
3 号	0.25µm/0.22µm/0.20µm/0.18µm/0.162µm/0.153µm/0.15µm/0.14µm/ 0.13µm/0.115µm/0.11µm/90nm	微控制器、智能卡、音响产品、蓝牙、FM 调频器、 USB 相关产品、计算机周边设备、传感器

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

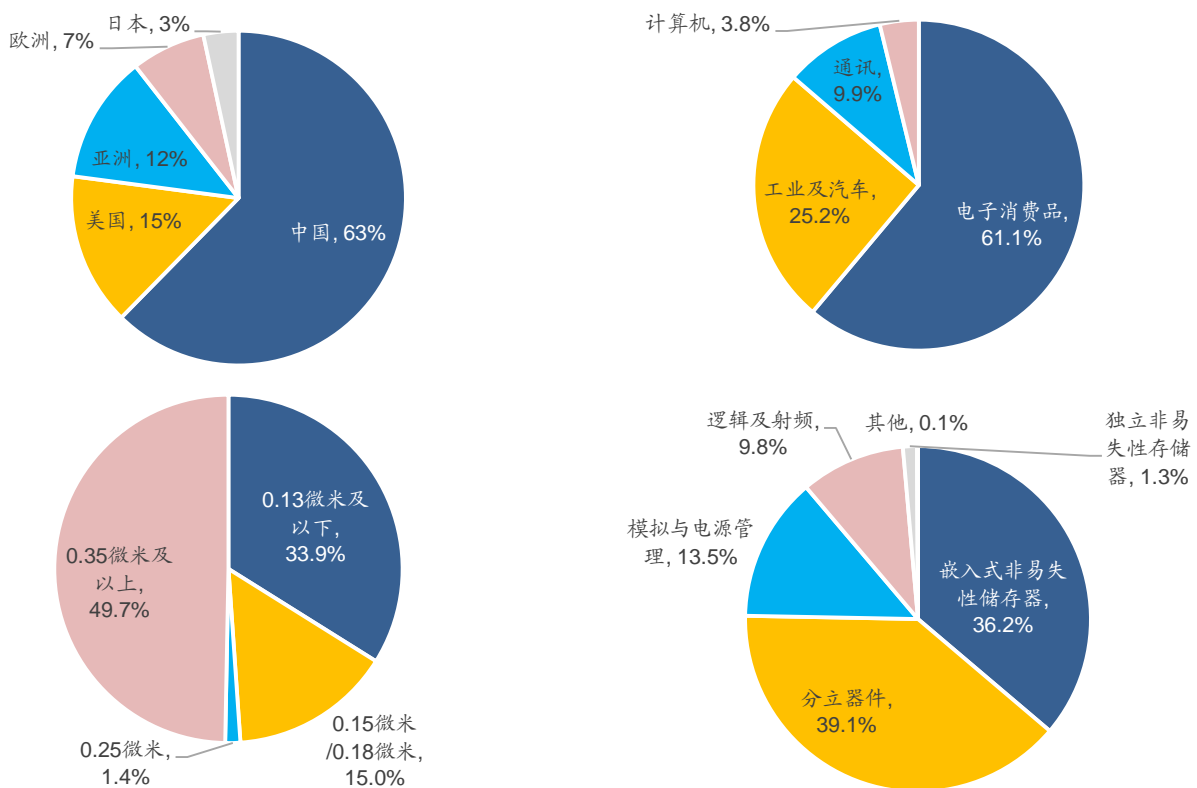
请务必阅读末页的免责声明

图 3: 2013-2018年公司营收及利润状况 (单位: 亿美元)



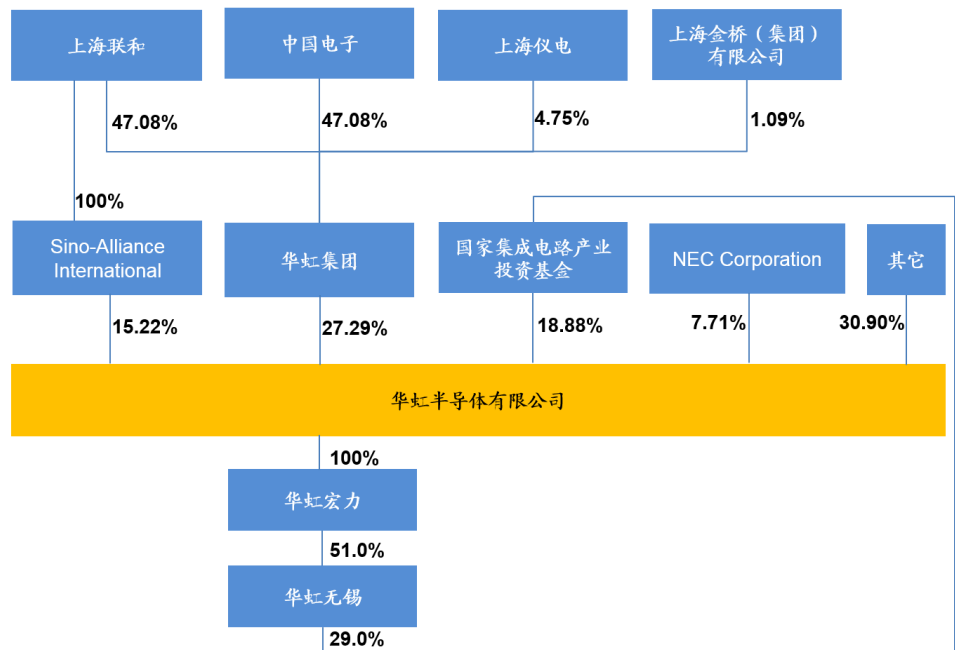
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 公司收入拆分 (3Q19)



数据来源: 公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心 (备注: 亚洲不包括中国及日本)

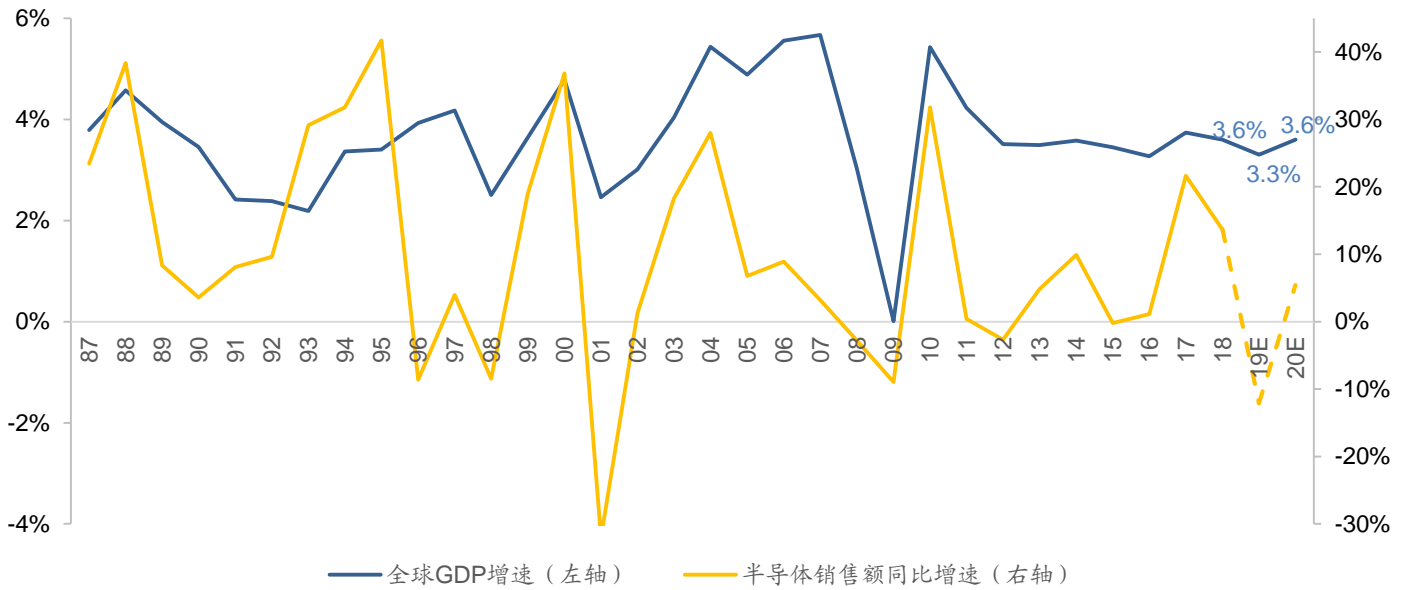
图 5: 公司股权架构 (截至2018年12月31日)



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

2. 产业景气度及库存状况

图 6：自1998年以来，全球半导体销售额增速与GDP增速变化基本趋同



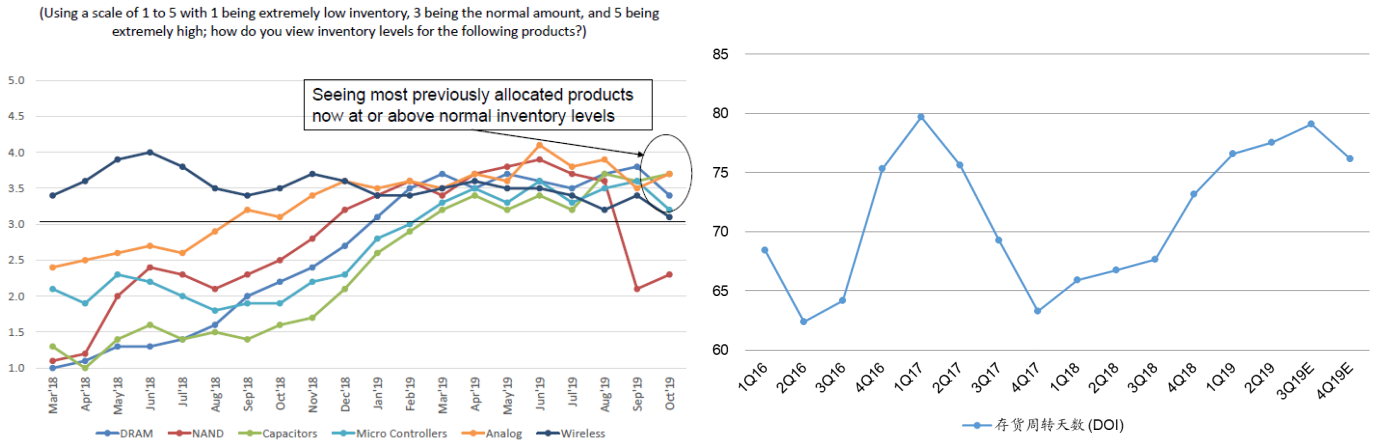
数据来源：IMF，SIA，广发证券发展研究中心

图 7：1994年至今半导体产业销售同比增速变化与SOX



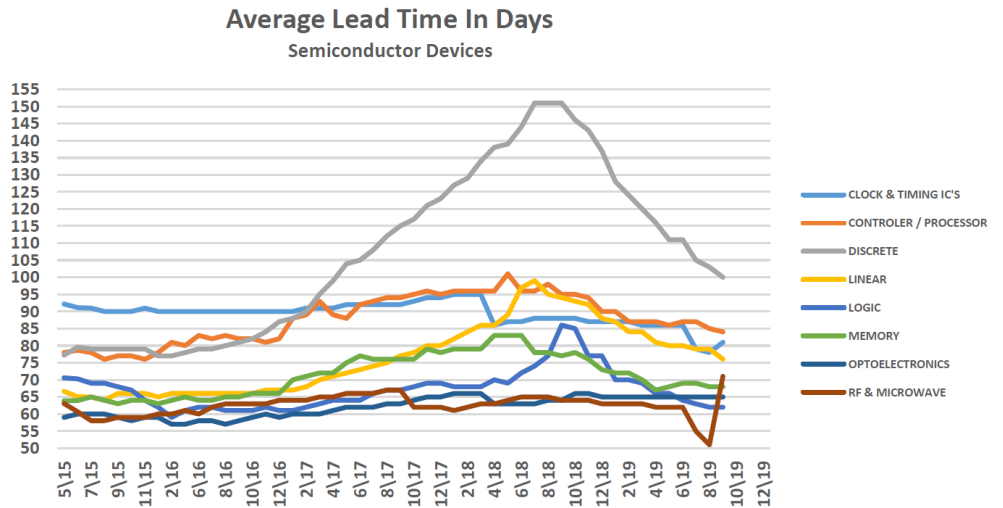
数据来源：SIA，广发证券发展研究中心

图 8: 半导体产业库存状况 (左图) 及全球前十大Fabless公司DOI (右图)



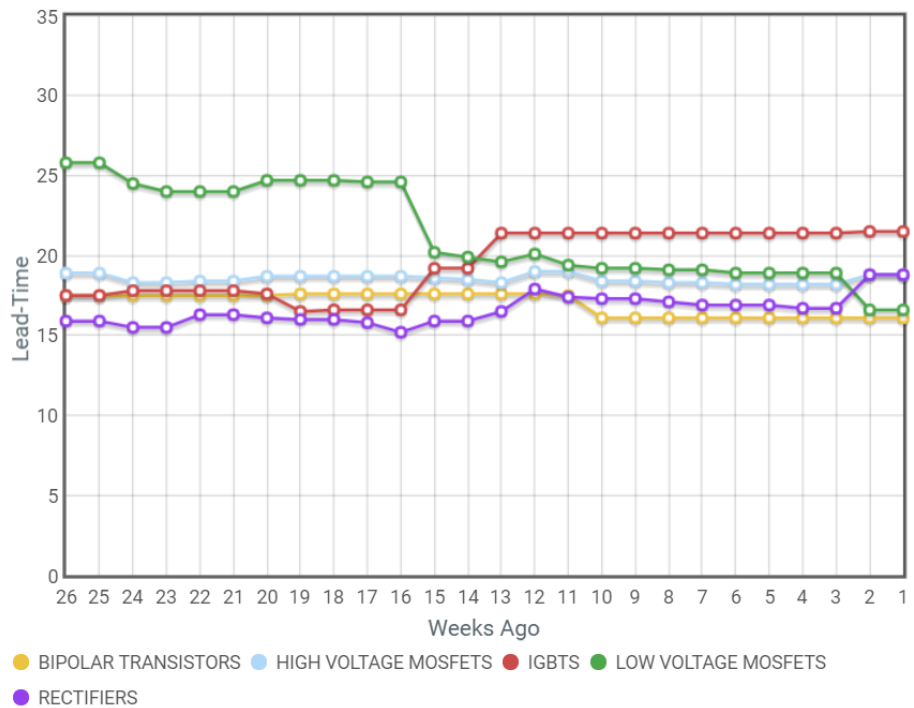
数据来源: ECIA, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 9: 全球半导体产业Lead Time变化情况



数据来源: ECIA, 广发证券发展研究中心

图 10: 分销商 (TTI) 分立器件平均交货时间变化情况



数据来源: TTI, 广发证券发展研究中心

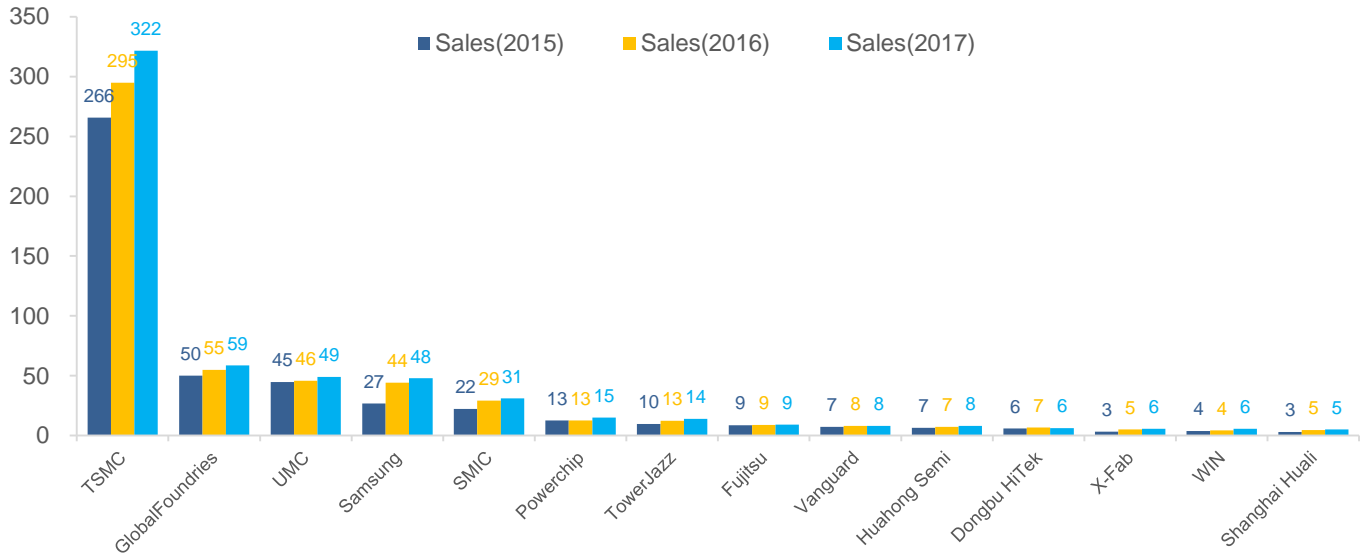
表 2: 分销商 (Future Electronics) 分立器件平均交货时间变化情况

产品类型	品牌商	2Q19 货期	3Q19 货期	货期趋势	目前价格
低压 MOSFET	Infineon	36-50	24-28	缩短	稳定
	Diodes Inc.	32-40	32-40	稳定	上涨
	ON Semiconductor(Fairchild)	24-40	20-26	缩短	稳定
	ON Semiconductor	22-36	16-22	缩短	依据市场进行选择调整
	Nexperia	27-36	24-28	缩短	稳定
	STMicroelectronics	33-44	16-24	缩短	稳定
	Vishay	36-44	20-26	缩短	稳定
高压 MOSFET	Infineon	26-36	20-26	缩短	依据市场进行选择调整
	ON Semiconductor(Fairchild)	26-36	20-26	缩短	依据市场进行选择调整
	IXYS	36-44	30-36	缩短	稳定
	STMicroelectronics	38-50	26-36	缩短	依据市场进行选择调整
	ROHM	26-36	24-28	缩短	稳定
	Microsemi	26-40	20-24	缩短	依据市场进行选择调整
	Vishay	16-20&40	24-28	缩短	依据市场进行选择调整
IGBT	ON Semiconductor(Fairchild)	22-40	22-40	缩短	稳定
	Infineon	20-40	20-26	缩短	稳定
	Microsemi	36-44	20-26	缩短	稳定
	IXYS	36-44	36-44	稳定	上涨
	STMicroelectronics	44-50	30-32	缩短	稳定

数据来源: Future Electronics, 广发证券发展研究中心

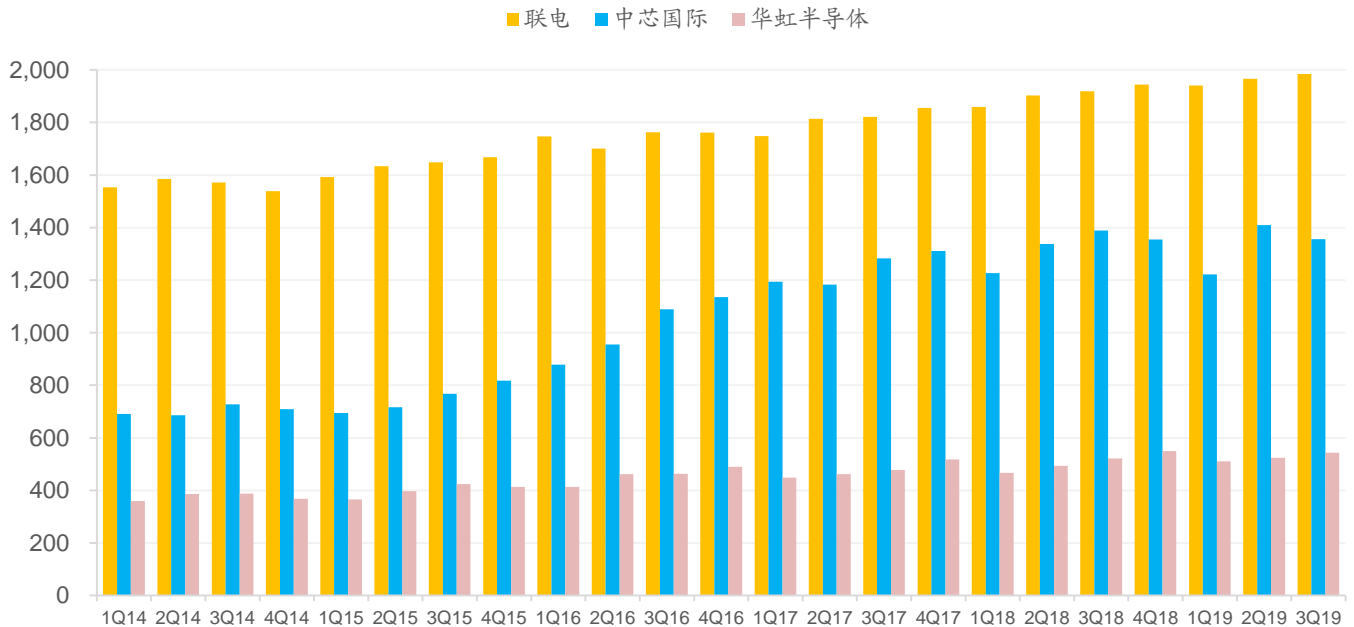
3. Foundry 产业主要公司经营数据

图 11: 2015-2017年全球Foundry市场主要厂商收入状况 (单位: 亿美元)



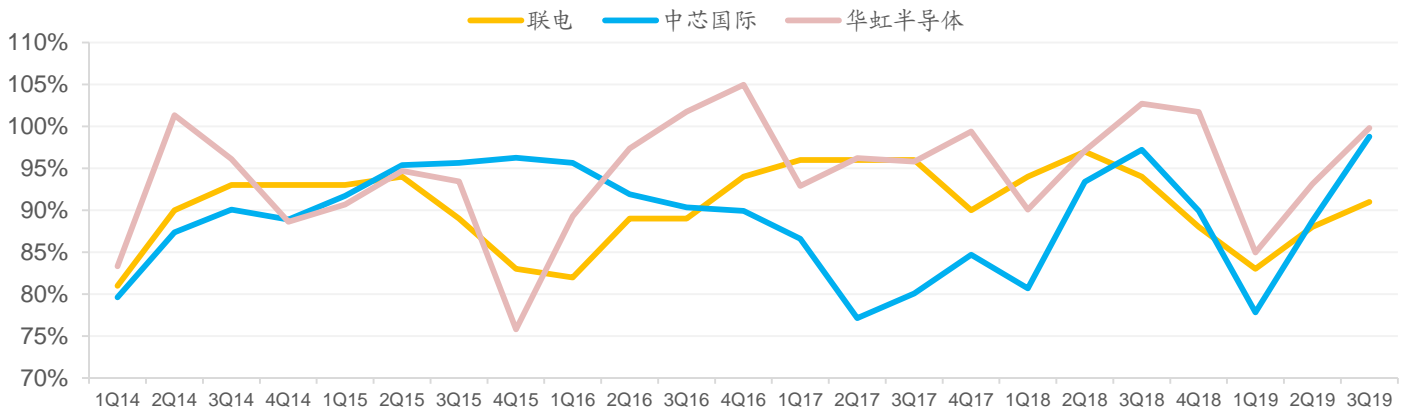
数据来源: IC Insights, 广发证券发展研究中心

图 12: 1Q14-2Q19全球Foundry主要厂商产能变化状况 (千片等效8英寸)



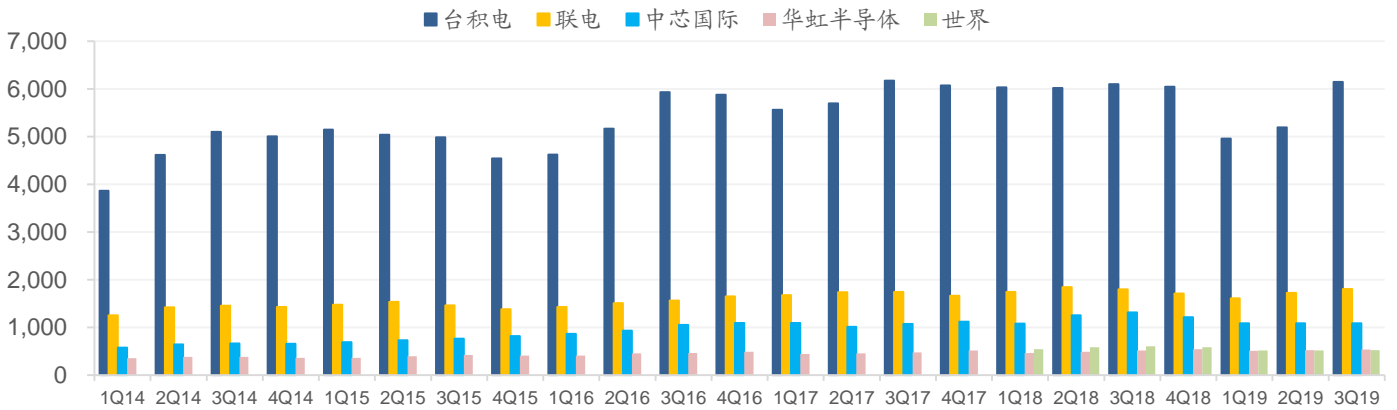
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 13: 1Q14-3Q19全球Foundry市场主要厂商产能利用率变化状况



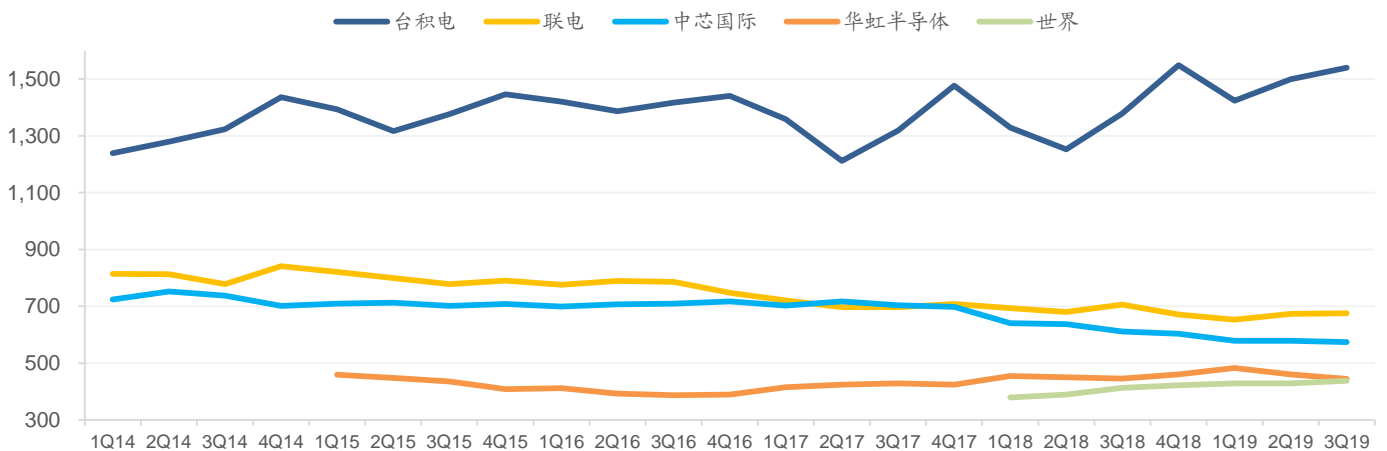
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 14: 1Q14-3Q19全球Foundry主要厂商出货量情况 (千片等效8英寸)



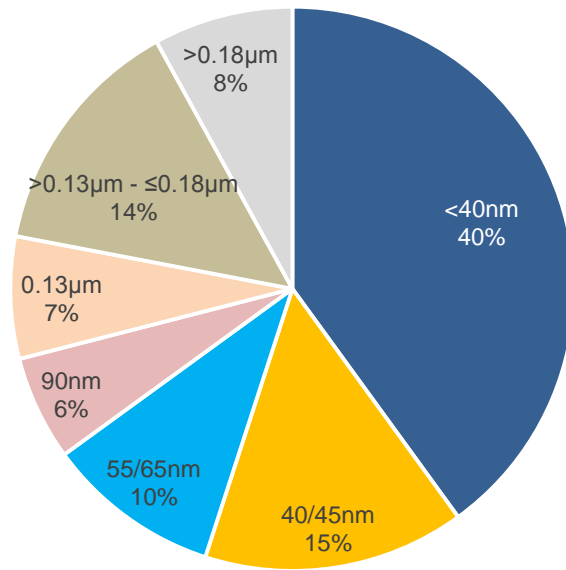
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 15: 1Q14-3Q19Foundry市场主要厂商ASP变化状况 (单位: 美元/片)



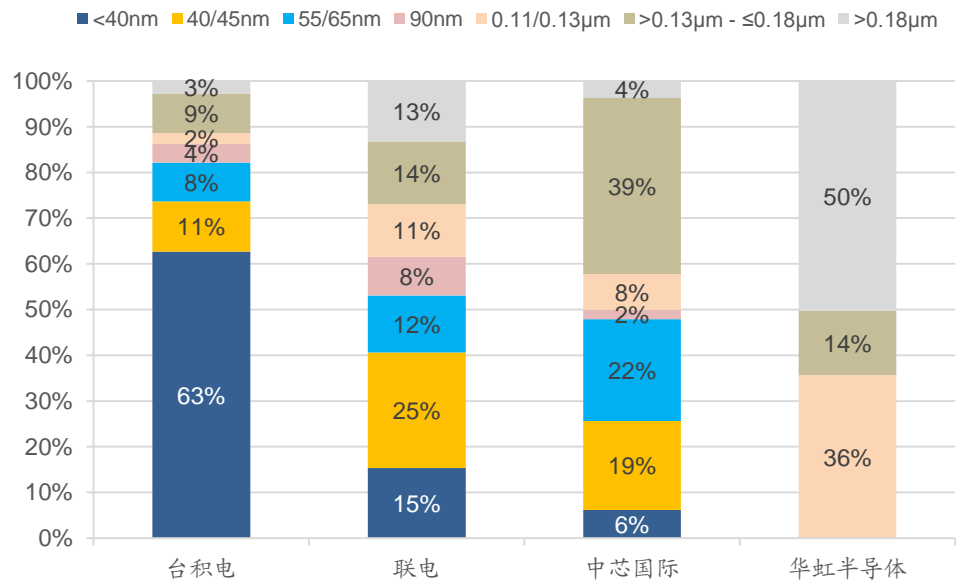
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 16: 2018年Pure-Play Foundry产业收入来源（按制程）



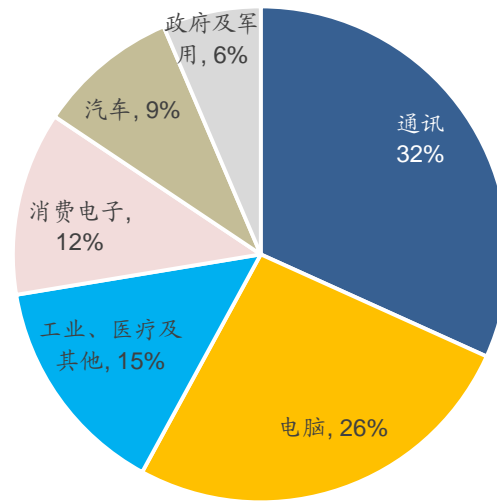
数据来源: IC Insights, 广发证券发展研究中心

图 17: 2018年Foundry产业主要公司收入来源（按制程）



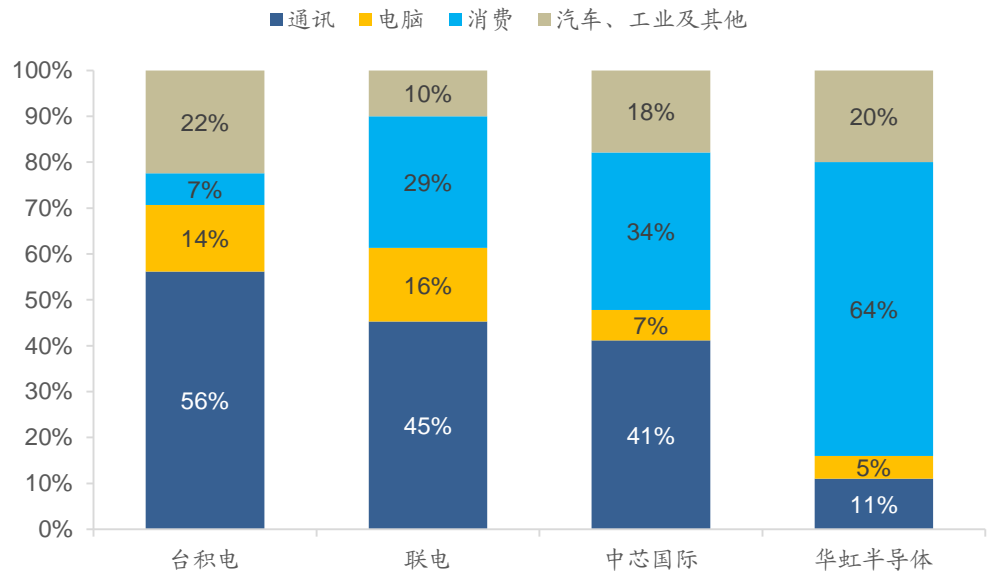
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 18: 2018年Foundry产业收入来源（按下游应用）



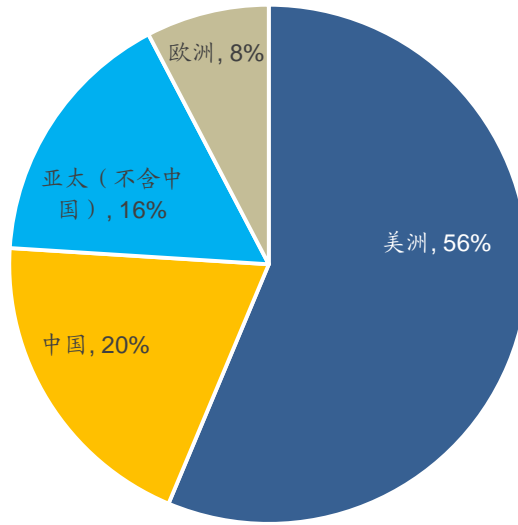
数据来源：IC Insights，广发证券发展研究中心

图 19: 2018年Foundry产业主要公司收入来源（按下游应用）



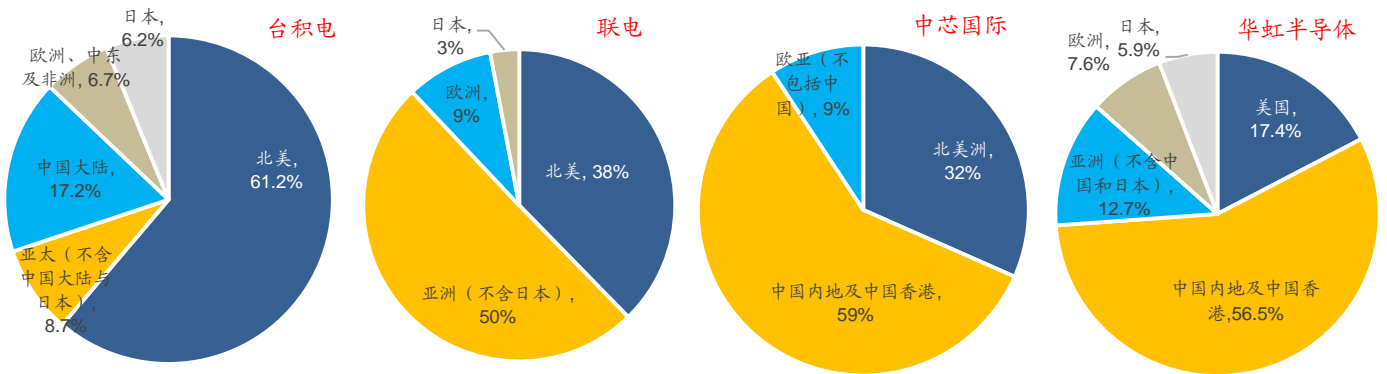
数据来源：各公司季度财务报表，广发证券发展研究中心

图 20: 2018年Foundry产业收入来源 (按地域)



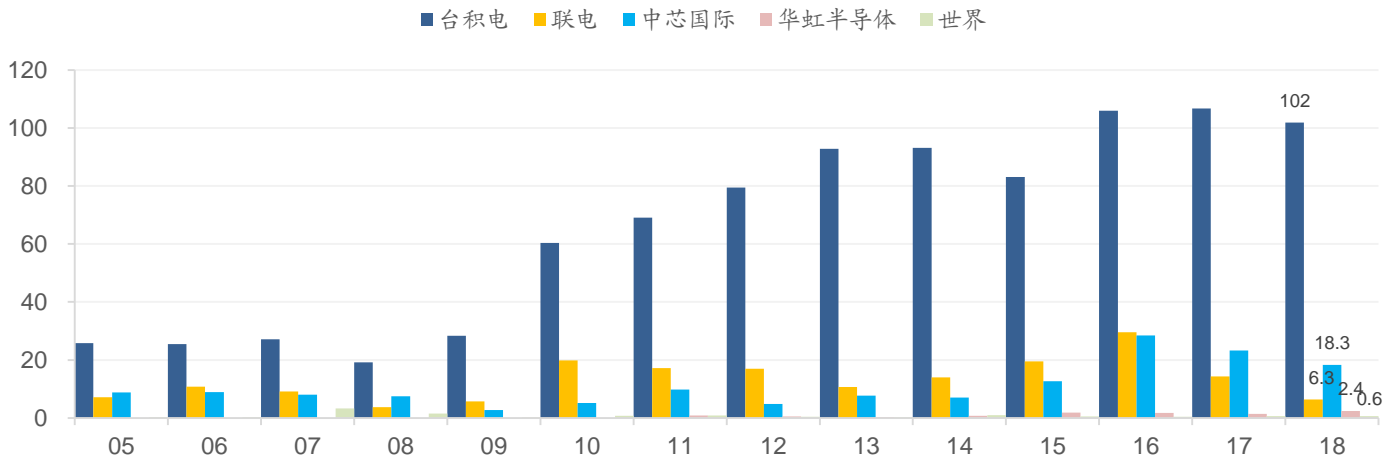
数据来源: IC Insights, 广发证券发展研究中心

图 21: 2018年Foundry产业主要公司收入来源 (按地域)



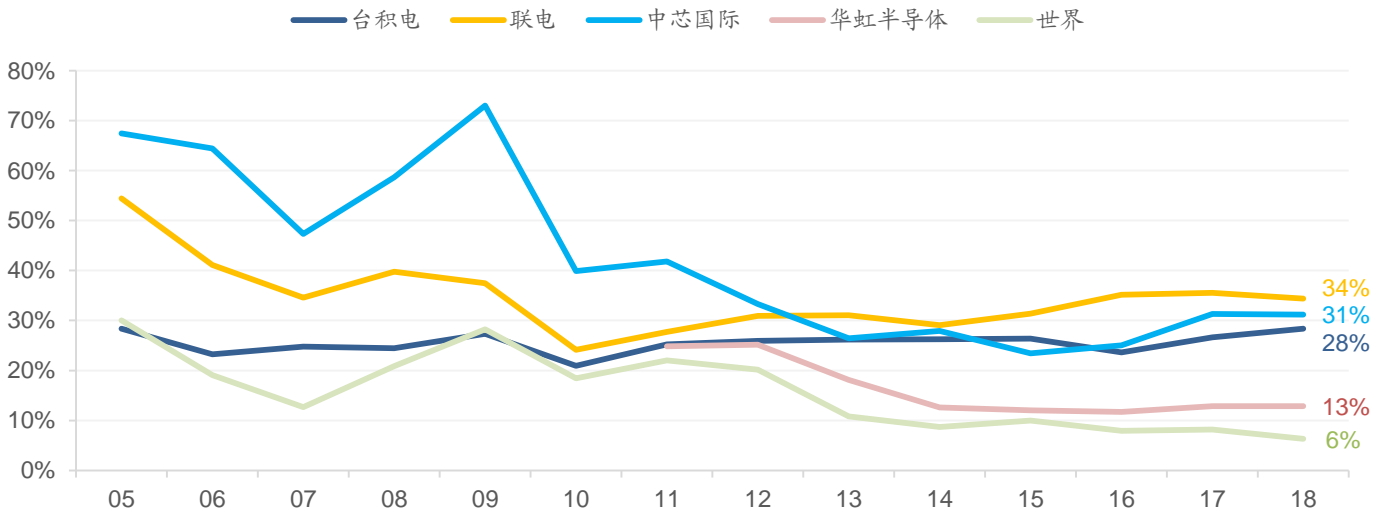
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 22: Foundry 产业主要公司 CAPEX 支出变化情况 (单位: 亿美元)



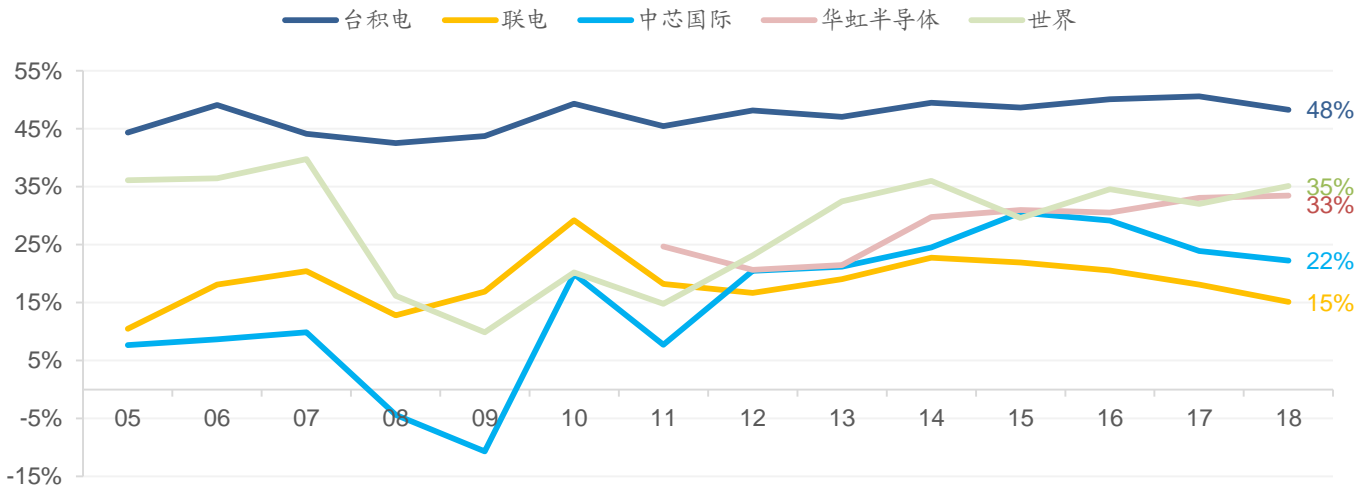
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 23: Foundry 产业主要公司折旧额占营业收入比例的变化



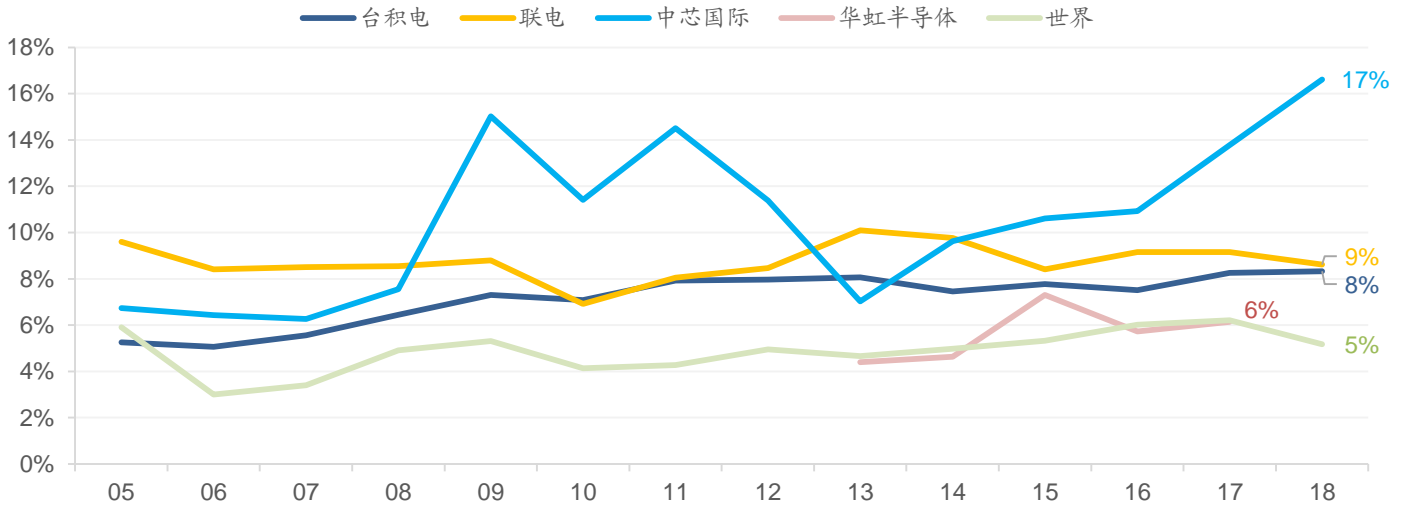
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 24: Foundry 产业主要公司毛利率变化情况



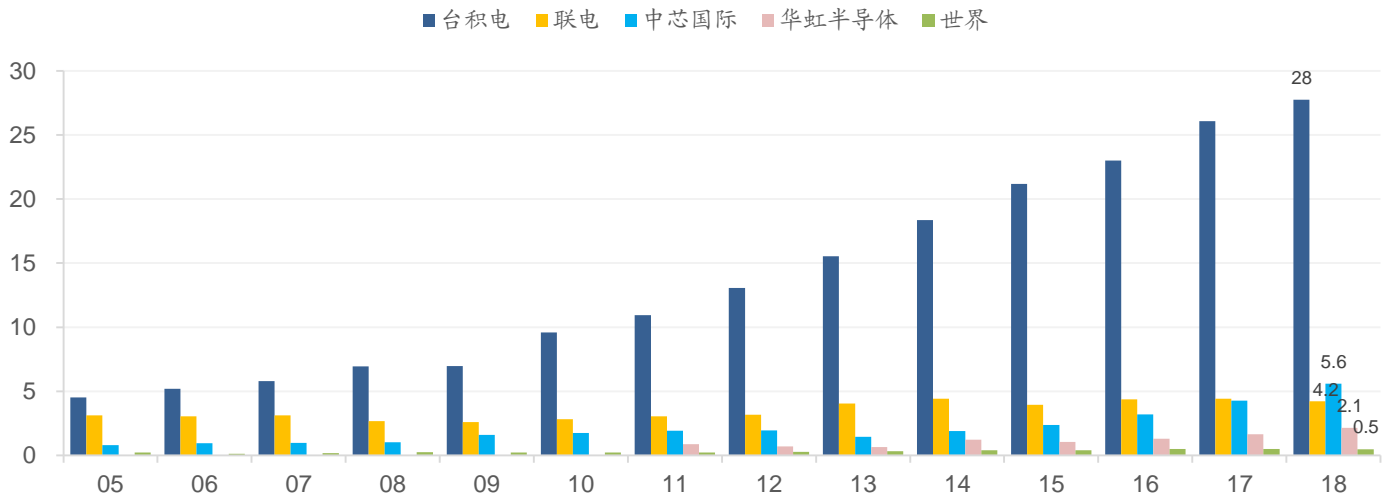
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 25: Foundry 产业主要公司研发费用占营业收入比例变化情况



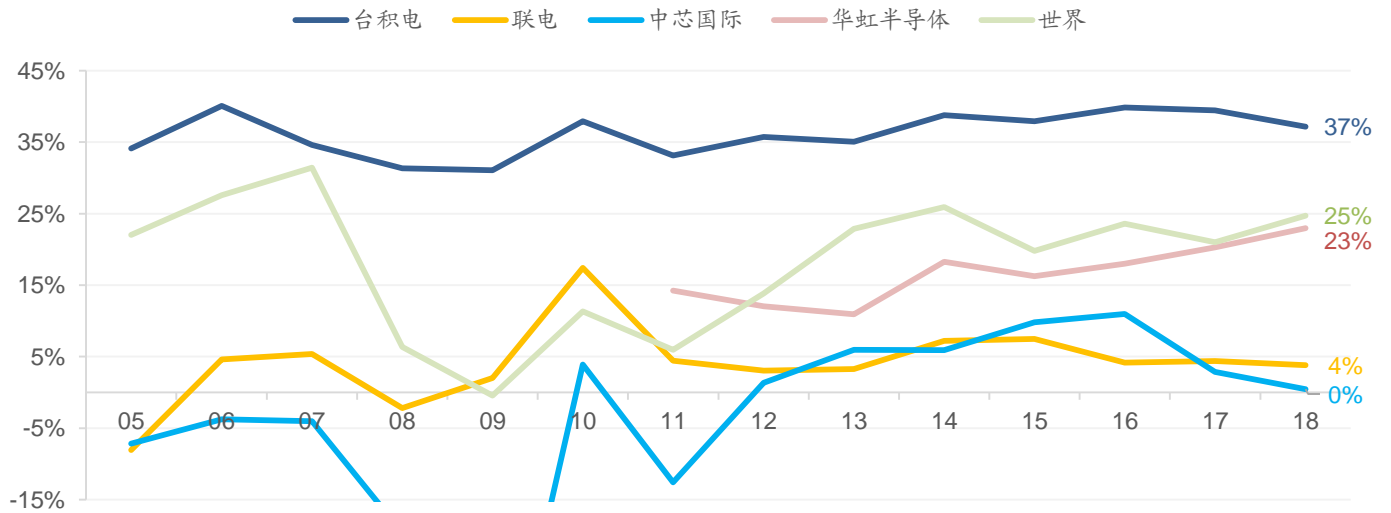
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 26: Foundry 产业主要公司研发费用变化情况 (单位: 亿美元)



数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 27: Foundry 产业主要公司营业利润率变化情况



数据来源: 各公司季度财务报表, Wind, 广发证券发展研究中心 (备注: 中芯国际2008年、2009年营业利润率分别为-20%、-51%)

4. 盈利预测与估值

表 3: 公司收入拆分及盈利预测

产能及利用率		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	2020E	2021E
实际产能(千片等效 8 英寸)		511	525	543	552	2131	2631	3045
	QoQ	-7.0%	2.7%	3.5%	5.0%			
	YoY	9%	6%	4%	4%	5%	23%	16%
产能利用率		85.0%	93.1%	99.8%	99.8%	94.3%	97.5%	97.8%
出货量		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	2020E	2021E
出货量(千片等效 8 英寸)		446	489	524	551	2010	2565	2977
	QoQ	-16%	10%	7%	5%			
	YoY	-2%	-2%	-1%	4%	0%	28%	16%
ASP(美元/片)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	2020E	2021E
ASP		483	460	445	440	456	452	476
	QoQ	5.0%	-4.7%	-3.3%	-1.0%			
	YoY	6%	2%	0%	-4%	1%	-1%	5%
收入拆分(百万美元)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	2020E	2021E
晶圆收入		215	225	233	243	916	1158	1417
		6	5	6	6	23	30	36
利润表(百万美元)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	2020E	2021E
营业收入		221	230	239	249	939	1188	1453
营业成本		150	159	165	182	655	870	1072
毛利润		71	71	74	67	284	318	381
营业费用		41	35	40	16	133	178	227
其他营业收入		15	24	21	-46	14	14	14
营业利润		45	60	55	5	165	154	168
其他收入		0	0	2	33	36	30	30
利润总额		45	61	57	38	201	184	198
所得税		-2	11	13	8	30	28	30
非经常性收益		0	0	0	0	0	0	0
净利润		47	50	44	30	171	156	168
少数股东损益		-1	7	-1	-5	0	0	0
归母净利润		47	43	45	35	171	156	168

数据来源: 公司各季度财务报表, Wind, 广发证券发展研究中心

从历史规律来看, 全球半导体Foundry产业公司的估值一般遵循着PB-ROE的关系。台积电和世界近几年一直保持着较高的ROE水平, 故其PB也维持在较高的水平; 联电的ROE与PB的关系整体与行业保持相匹配关系; 中芯国际受产能扩充及追求先进制程带来的折旧与研发费用增加影响, ROE整体水平较低, 其PB水平亦与之相应。较为明显的是公司和世界先进的直接对比:

从2018年来看, 公司和世界先进的收入(分别为9.3亿美元、8.5亿美元)及净利润(分别为1.8亿美元、1.7亿美元)水平都十分接近, 但由于平均净资产水

平差异较大（分别为19.2亿美元和8.7亿美元），公司的ROE水平（约为10%）仅为世界先进（约为20%）的1/2左右，这直接导致公司全年的平均估值水平（1.4倍PB）也远低于世界先进（3.7倍PB）。除了2018年，这一规律在2016年、2017年亦同样适用。综上，我们认为PB-ROE的方法对公司合理价值的评估指导意义较高。

2018年初，“大基金”为助力公司无锡项目的建设，向公司合计注资9.22亿美元（其中向公司注资4亿美元，向子公司华虹无锡注资5.22亿美元），这导致公司当年股东权益（不含少数股东权益）净增加4亿美元。虽然这一增加值对2018年公司的ROE水平影响较弱，但由于当前无锡项目仍处于大规模投入期且仍未量产（预计投入对应的产能完全释放将在2022年底），我们认为将“大基金”注入的4亿美金计入公司2019年ROE的计算而去预估公司的平均PB将有失公允，在此我们选取剔除“大基金”注资后公司的ROE水平（9.0%）作为公司合理价值评估的基础。

表 4：“大基金”4亿美元注资前后公司ROE水平对比（单位：亿美元）

	股东权益合计 (不含少数)	股东权益合计 (不含少数),剔除大基金	净利润	ROE	ROE (剔除大基金)
2016	14.89	14.89	1.29		
2017	16.95	16.95	1.45	9.1%	9.1%
2018	21.55	17.55	1.83	9.5%	10.6%
2019	22.91	19.02	1.71	7.4%	9.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

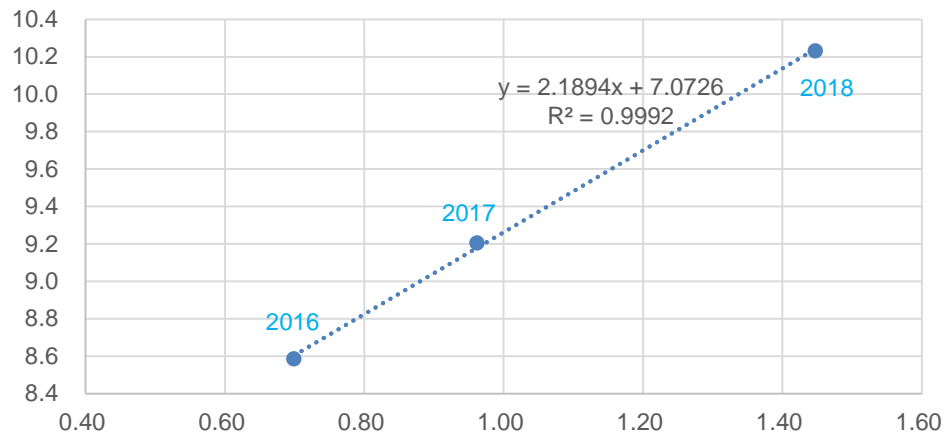
收入及利润与前期指引吻合。公司公布3Q财报，其中：1)营业收入2.39亿(美元，下同)，QoQ(下同)为4%，与指引吻合；2)毛利率31%，与指引吻合(30%左右)；3)归母净利润增长4.3%至0.45亿。归母净利润率变动与毛利率变动基本相同。

从经营层面来看，3Q公司产品售价从460美元/片（等效8英寸）下滑3.3%至445美元/片，同时成本端硅片成本也有所提升，但得益于产能利用率的提升（由93%提升到97%），公司整体收入及利润仍保持了环比增长。

受无锡新厂开工影响，毛利率指引下滑幅度较大。受无锡新厂开工带来的折旧影响，4Q公司毛利率指引下滑约4个百分点（从31%下滑到26%-28%）。考虑到公司新厂产能的爬坡规划（2022年底建成一条工艺等级90-65纳米、月产能约4万片的12英寸特色工艺集成电路生产线）将持续到2022年底，我们认为中期来看公司毛利率都将持续承受较大的压力。

资本开支计划超出预期，下修利润至1.71/1.56/1.68亿美元。公司专注于特色工艺，下游所属的物联网、汽车电动化、ADAS等细分市场长期景气度较高，随着无锡12寸产能的逐步释放，公司有望实现快速增长，与此同时无锡新厂产能爬坡带来的折旧也开始对公司的毛利率产生压制，这符合我们前期“新厂产能爬坡或将拖累公司中期获利能力”的判断。然基于：1)公司毛利率指引低于预期；2)叠加明年资本开支计划超出我们的预期(公司预计将达到10亿美元,超出我们预计的7亿美元)，我们下修19-21年公司净利润至1.71/1.56/1.68亿美元（较前期预测低0%/-18%/-20%）。根据公司ROE与PB的拟合状况，我们得出19年公司合理PB为0.9倍，对应的合理价值为12.6元港元/股，维持“持有”评级。

图 28: 过往三年公司ROE与PB拟合度较高 (纵轴为ROE%, 横轴为PB)



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 可比公司估值 (股价为2019年11月13日收盘价)

地区	证券代码	证券简称	股价(上市所在地币种)	EPS			PE			
				单位	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
香港	00981.HK	中芯国际	10.34	USD	0.02	0.02	0.03	88.02	88.02	48.90
台湾	2330.TW	台积电	304.00	TWD	13.16	16.20	18.25	23.10	18.77	16.66
	2303.TW	联电	14.20	TWD	0.70	0.80	1.09	20.37	17.82	13.04
	5347.TWO	世界	64.30	TWD	3.54	3.67	4.35	18.18	17.52	14.78
均值					-	-	-	37.42	35.53	23.35
香港	01347.HK	华虹半导体	13.58	USD	0.13	0.12	0.13	13.03	14.27	13.21
地区	证券代码	证券简称	股价(上市所在地币种)	BVPS			PB			
				单位	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
香港	00981.HK	中芯国际	10.34	USD	1.17	1.19	1.22	1.13	1.11	1.08
台湾	2330.TW	台积电	304.00	TWD	66.15	72.14	78.23	4.60	4.21	3.89
	2303.TW	联电	14.20	TWD	17.37	17.71	18.08	0.82	0.80	0.79
	5347.TWO	世界	64.30	TWD	18.40	19.06	19.88	3.49	3.37	3.23
均值					-	-	-	2.51	2.38	2.25
香港	01347.HK	华虹半导体	13.58	USD	1.78	1.91	2.04	0.97	0.91	0.85

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (备注: 华虹半导体数据来自广发证券预测, 其余数据均来自彭博一致预期)

5.风险提示

- 1.中美贸易格局改变的风险
- 2.全球宏观经济不及预期的风险
- 3.公司无锡项目折旧政策的不确定性风险
- 4.无锡项目获得政府补助不及预期的风险

资产负债表						现金流量表					
单位: 美元百万元						单位: 美元百万元					
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	853	1,774	1,307	1,405	1,500	经营活动现金流	258	274	288	366	463
货币资金	375	777	300	300	300	净利润	145	183	171	156	168
应收及预付	169	200	202	254	311	折旧摊销	104	120	135	223	289
存货	116	130	137	184	221	营运资金变动	10	-57	-6	-11	-5
其他流动资产	194	667	667	667	667	其它	0	28	-12	-2	10
非流动资产	1,225	1,304	1,969	2,746	3,057	投资活动现金流	-197	-717	-787	-987	-587
长期股权投资	58	64	64	64	64	资本支出	-138	-239	-800	-1,000	-600
固定资产	733	773	1,438	2,215	2,526	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	0	1	2	3	4	其他	-59	-479	13	13	13
无形资产	7	10	10	10	10	筹资活动现金流	-41	865	22	621	124
其他长期资产	426	457	457	457	457	现金净增加额	34	402	-477	0	0
资产总计	2,078	3,078	3,276	4,152	4,557	期初现金余额	341	375	777	300	300
流动负债	337	330	391	1,111	1,347	期末现金余额	375	777	300	300	300
短期借款	61	4	62	694	841						
应付及预收	68	79	87	115	139						
其他流动负债	208	246	242	301	367						
非流动负债	46	44	44	44	44						
长期借款	32	26	26	26	26						
应付债券	0	1	2	3	4						
其他非流动负债	14	18	18	18	18						
负债合计	383	374	436	1,155	1,392						
股本	1,555	1,960	1,960	1,960	1,960						
资本公积	114	35	0	0	0						
留存收益	27	160	331	487	656						
归属母公司股东权	1,695	2,155	2,291	2,447	2,616						
少数股东权益	0	549	549	549	549						
负债和股东权益	2,078	3,078	3,276	4,152	4,557						

主要财务比率					
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	12.0	15.1	0.9	26.6	22.3
归属母公司净利润增长	12.8	26.1	-6.7	-8.7	8.0
获利能力(%)					
毛利率	33.1	33.4	30.2	26.7	26.2
净利率	18.0	19.7	18.2	13.1	11.6
ROE	9.1	9.5	7.7	6.6	6.7
ROIC	10.0	8.7	6.1	4.7	4.9
偿债能力					
资产负债率(%)	18.4	12.1	13.3	27.8	30.5
净负债比率	-16.6	-52.3	-30.9	-8.2	-3.1
流动比率	2.53	5.38	3.34	1.27	1.11
速动比率	2.19	4.99	2.99	1.10	0.95
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.36	0.30	0.32	0.33
应收账款周转率	5.02	5.04	4.66	5.20	5.14
存货周转率	5.13	5.05	4.91	5.42	5.29
每股指标(美元)					
每股收益	0.14	0.17	0.13	0.12	0.13
每股经营现金流	0.25	0.26	0.22	0.29	0.36
每股净资产	1.63	1.68	1.78	1.91	2.04
估值比率					
P/E	11.1	14.2	13.0	14.3	13.2
P/B	0.96	1.45	0.97	0.91	0.85
EV/EBITDA	4.9	3.7	4.2	4.8	4.2

利润表					
单位: 美元百万元					
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	808	930	939	1188	1453
营业成本	541	619	655	870	1072
其他收入及收益	13	14	14	14	14
销售费用	7	8	8	10	12
管理费用	109	122	124	157	192
财务费用	2	2	1	11	23
其他费用及亏损	0	0	0	0	0
投资净收益	11	28	36	30	30
利润总额	172	221	201	184	198
所得税	27	35	30	28	30
净利润	145	186	171	156	168
少数股东损益	0	2	0	0	0
归属母公司净利润	145	183	171	156	168
EBITDA	272	322	323	410	503
EPS(美元)	0.14	0.17	0.13	0.12	0.13

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峽：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。