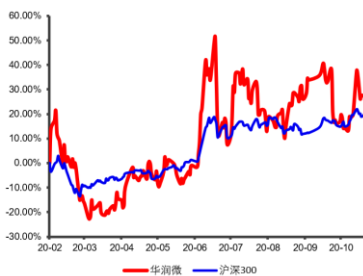


华润微 (688396.SH) / 电子元件
功率半导体国产替代受益者，盈利能力稳步提升
评级：买入（首次）
市场价格：69.88
分析师：胡杨
执业证书编号：S0740519090005
电话：
Email: huyang@r.qlzq.com.cn
分析师：张欣
执业证书编号：S0740518070001
电话：
Email: zhangxin@r.qlzq.com.cn

基本情况

总股本(百万股)	1215.92
流通股本(百万股)	249.04
市价(元)	70.11
市值(百万元)	84300.00
流通市值(百万元)	17300.00

股价与行业-市场走势对比



公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6270.80	5742.78	6805.20	8002.91	9147.33
增长率 yoy%	6.73%	-8.42%	18.50%	17.60%	14.30%
净利润	429.44	400.76	948.28	1333.33	1552.50
增长率 yoy%	511.02%	-6.68%	136.62%	40.61%	16.44%
每股收益(元)	0.35	0.33	0.78	1.10	1.28
每股现金流量	1.79	0.47	0.36	3.01	0.64
净资产收益率	10.76%	8.37%	16.19%	19.34%	18.95%
P/E	197.87	212.03	89.61	63.73	54.73
PEG	4.80	4.16	-0.28	1.54	1.07
P/B	20.48	15.67	13.50	11.34	9.56

备注：股价取自2020年12月10日收盘价

投资要点

- 功率半导体的内资龙头，盈利能力持续向好。**公司是中国领先的拥有芯片设计、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化经营能力的半导体企业。经过一系列发展整合，根据中国半导体行业协会数据，2019年公司在我国半导体企业排名第7（以销售额计），是前十中唯一一家以IDM模式经营的企业。功率器件产品线覆盖齐全，拥有超过1100种分立器件产品及超过500种IC产品，广泛应用于消费电子、工业控制、新能源、汽车电子等领域，丰富的产品线能够满足不同下游领域市场需求以及细分市场客户的差异化需求。公司通过业务结构不断优化，全面规范各级管理程序，提高管理水平，降低生产及管理成本，盈利能力稳步提升。
- 功率半导体市场规模持续增长，进口替代空间宽广。**据IHS Markit数据显示，2019年全球功率器件市场规模为404亿美元，预计到2021年市场规模将增长至441亿美元，年复合增长率为4.1%；据Gartner，中国也是全球功率半导体最大消费国，但功率半导体主要器件国产化率却不足50%，IGBT模组、MOSFET、晶闸管、整流器的国产化率也只有30%多，国产替代空间广阔。此外，新能源汽车、快充和新兴电子产品的兴起有望为IGBT和MOSFET市场带来增长的新动力。IGBT是新能源汽车电机控制器、充电桩等设备的核心元器件，新能源汽车的高景气度将为IGBT市场的增长提供稳定的市场需求，IGBT的需求量和单车价值量有望有进一步提升；快充的兴起和家电变频化的趋势有望推动公司的MOS器件、沟槽栅MOS产品、MOSFET等分立器件需求量提升。受益于下游应用领域高景气度，公司有望抓住国产替代机会填补市场需求缺口，进一步实现营收规模的持续增长。
- 盈利预测和投资建议：**我们预计公司2020-2022年的营业收入分别是：68.05亿元、80.03亿元、91.47亿元，归母净利润分别是9.5亿元、13.3亿元、15.5亿元。对应的EPS分别是0.8元、1.1元、1.3元，对应的PE分别是90倍、64倍、55倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**下游细分市场增速不及预期、半导体行业景气度不及预期、海外大厂降价竞争、产品研发不及预期、公司红筹架构与适用境内法律、法规和规范性文件存在的上市公司存在差异、市场规模测算偏差等风险。

内容目录

一、功率半导体的优质内资企业，盈利能力持续向好	- 3 -
1. 华润微：全产业链一体化功率半导体内资龙头	- 3 -
2. 功率器件产品线齐全，功率半导体营收规模本土第一	- 3 -
3. 下游应用广泛，优质客户资源助发展	- 4 -
4. 业绩稳健增长，利润迎来释放期	- 5 -
二、下游需求推动打开行业空间，国产替代势头不减	- 7 -
1. 功率半导体行业空间广阔，市场天花板高	- 7 -
2. 新能源汽车：驱动 IGBT 市场增长的主力下游市场	- 8 -
3. 快充及新兴电子产品的兴起有望推动 MOSFET 需求增加	- 9 -
4. 需求持续存在缺口，国产替代逻辑不变	- 10 -
三、投资建议及盈利预测	- 11 -
四、风险提示	- 12 -

图表目录

图表 1 公司功率器件主要产品及应用领域	- 3 -
图表 2 2018 年国内功率器件企业收入排名 (亿元)	- 4 -
图表 3 2018 年 MOSFET 产品国内市场收入排名 (亿元)	- 4 -
图表 4 公司产品下游应用领域	- 4 -
图表 5 公司主要客户分布	- 5 -
图表 6 公司前五大客户销量占比	- 5 -
图表 7 历年主营业务收入 (亿元)	- 6 -
图表 8 公司毛利率和净利率持续攀升	- 6 -
图表 9 公司费用率变动情况	- 7 -
图表 10 全球半导体功率市场规模	- 7 -
图表 11 中国功率半导体市场规模	- 8 -
图表 12 2018 年国内主要功率半导体市场结构	- 8 -
图表 13 快充市场规模及占比	- 9 -
图表 14 传统快充和内置 MOS 快充充电器拆解	- 9 -
图表 15 家电单机平均功率半导体价值量 (美元)	- 10 -
图表 16 全球家电功率半导体市场规模预测	- 10 -
图表 17 2017 年各类器件国产化率情况	- 11 -
图表 18 公司收入拆分及业绩预测	- 11 -
图表 19 可比公司估值 (Wind 一致预期, 选取时间为 2020 年 12 月 10 日)	- 12 -
图表 20 公司财务数据	- 13 -

一、功率半导体的优质内资企业，盈利能力持续向好

1. 华润微：全产业链一体化功率半导体内资龙头

- 公司是中国拥有芯片设计、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化经营能力的领先的半导体企业。公司主要产品为功率半导体、智能传感器、智能控制和其他IC产品，致力为客户提供丰富的半导体产品与解决方案。公司是华润集团半导体投资运营平台，曾先后整合了华科电子、中国华晶、上华科技等中国半导体先驱，建成并运营国内第一条4英寸和6英寸晶圆生产线；根据中国半导体行业协会数据，公司在2019年中国半导体制造企业排名第七（以销售额计），是前十名企业中唯一一家以IDM模式为主运营的半导体企业。

2. 功率器件产品线齐全，功率半导体营收规模本土第一

- 公司业务聚焦功率半导体，可分为功率器件与功率IC两大类产品。其中，功率器件产品主要有MOSFET、IGBT、SBD及FRD，功率IC产品主要有各类电源管理芯片。作为国内产品线最为齐全的功率器件厂商，公司拥有超过1100种分立器件产品及超过500种IC产品，广泛应用于消费电子、工业控制、新能源、汽车电子等领域，丰富的产品线能够满足不同下游领域市场需求以及细分市场客户的差异化需求。并且，公司还是国内营收规模最大、技术能力领先的功率半导体厂商，凭借IDM模式和较强的研发能力，公司能够提供-100V至1500V范围内低、中、高压全系列MOSFET产品，也是国内拥有MOSFET主流器件结构研发和制造能力的主要企业。

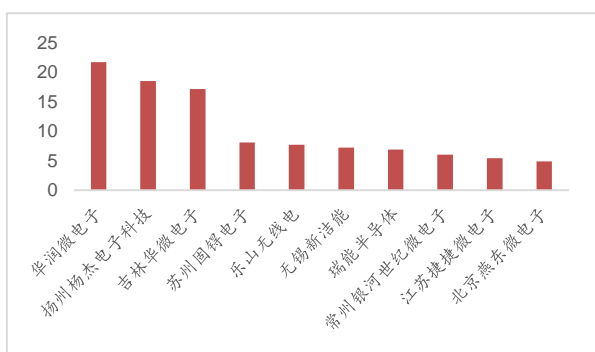
图表 1 公司功率器件主要产品及应用领域

MOSFET	场效应晶体管，产品有平面栅 MOS、沟槽栅 MOS、超结 MOS、屏蔽栅 MOS 等，电压范围覆盖 -100V-1500V。主要应用领域有消费电子、工业控制、汽车电子等。
IGBT	绝缘栅双极型晶体管，产品有功率单管、功率模块等，电压范围覆盖 600V-1200V。主要应用领域有消费电子、工业控制、汽车电子等。
SBD	肖特基二极管，产品有平面型 SBD、沟槽型 SBD 等，电压范围覆盖 45V-150V，电流范围覆盖 200mA-30A。主要应用领域有消费电子、新能源等。
FRD	快恢复二极管，电压范围覆盖 200V-6500V。主要应用领域有消费电子、汽车电子、智能电网等。

来源：招股说明书，中泰证券研究所整理

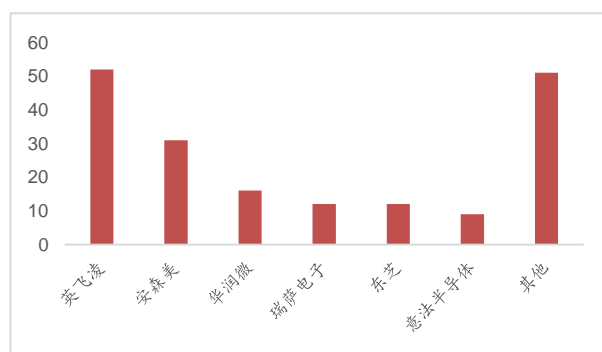
- 公司MOSFET产品国内营业收入规模名列前茅。根据IHS Markit数据，2018年公司MOSFET销售额在中国MOSFET市场排名第三，仅次于英飞凌与安森美两家国际企业，是中国本土营收规模最大的MOSFET厂商。

图表 2 2018 年国内功率器件企业收入排名 (亿元)



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所整理

图表 3 2018 年 MOSFET 产品国内市场收入排名 (亿元)



来源: 招股说明书、IHS Markit, 中泰证券研究所整理

3. 下游应用广泛, 优质客户资源助发展

- 公司产品广泛应用于消费电子、工业、科技、汽车、通信等各个领域。近年来, 公司通过加大研发投入及产品创新力度, 针对多个中国战略新兴产业进行重点布局, 秉承本土化、差异化的管理理念, 深刻理解不同专业领域客户的需求, 能够为客户提供高质量的一体化服务。尤其是中高端消费电子及汽车电子领域, 客户更换供应商风险高受益小, 公司通过与客户共同改进工艺流程、针对性改善产品性能等方式, 持续加深合作关系, 加强客户依赖。

图表 4 公司产品下游应用领域



来源: 公司官网, 中泰证券研究所整理

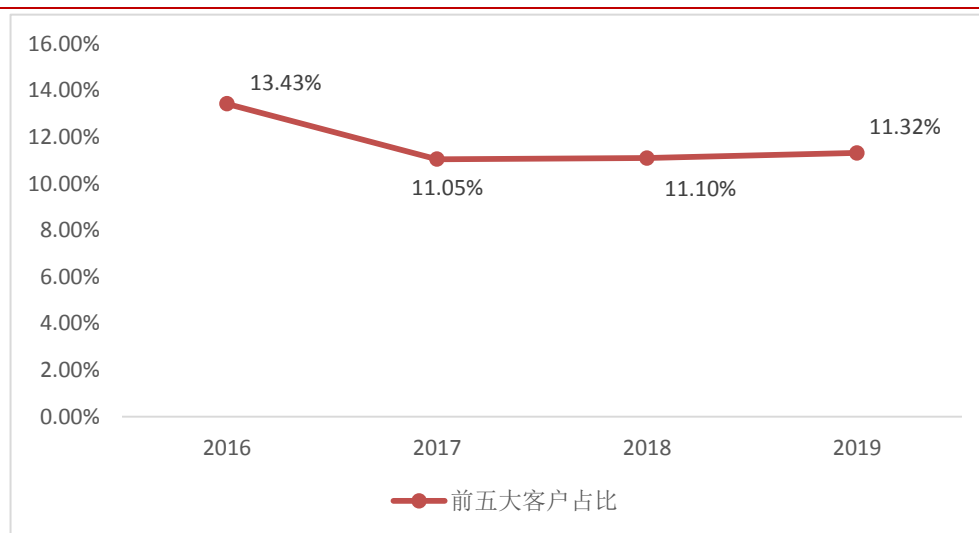
- 公司下游客户结构高度分散, 根据公司招股说明书显示, 客户广泛分布在电源、工业、消费电子、电动自行车等行业, 抗单一行业波动风险的能力较强。公司前五大客户销售集中度近年来有所下降, 有效减缓了单一客户订单波动风险。以 2019 年为例, 公司前五大客户销售额为 64,471.16 万元, 占年度销售总额的 11.32%。从客户结构上看, 公司前十大客户变动较小, 客户结构较为稳定, 侧面证明了公司自研芯片的推出加强了市场影响力及客户粘性, 分散的客户结构有利于转移订单以应对客户降价压力, 从而提高毛利率。

图表 5 公司主要客户分布



来源：招股说明书，中泰证券研究所整理

图表 6 公司前五大客户销量占比



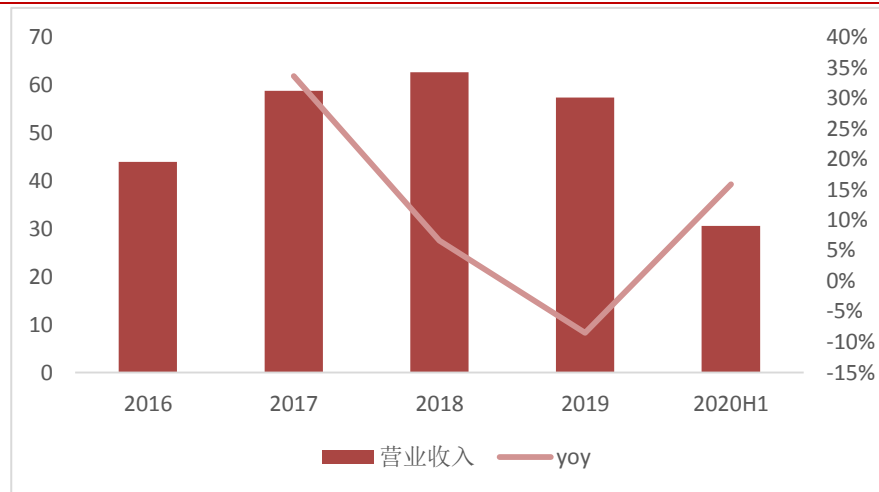
来源：公司年报，中泰证券研究所整理

公司专注于功率半导体行业，近年来营业收入保持稳定增长趋势，由 2016 年的 44 亿元，增长至 2019 年的 57.4 亿元，年复合增长率为 9.27%，其中 2017 年增速较快是因为公司在 2017 年收购了主导产品为功率半导体的重庆华微 52.41% 的股份，收购后协同效应显著，公司半导体产品规模及竞争力进一步提升；2019 年实现营收 57.43 亿元，比上年减少 5.28 亿元，降幅 8.42%，主要系 2019 年半导体整体行情位于低谷，下游需求缩水，公司产能利用率降低至 80%，营收规模也随之减少。2020 年上半年公司实现营收 30.63 亿元，同比增长 16.03%，主要系公司抓住新基建及疫情带来的居家消费电子需求增加带来的机会。随着疫情逐步得到控制，公司产能利用率及业绩有望进一步改善。

- 公司主营业务覆盖产品与方案和制造与服务两大类，产品与方案业务占比逐年提升，业务结构不断优化。2016 年至 2019 年，产品与方案业务占比从 30% 提升至 44%，产品与方案业务相较于制造与服务业务毛利率要高，业务结构优化有利于提升公司综合毛利率。2019 年因半导体行业景气度低迷，毛利率同比减少 2.26 个百分点；2020 年以来，下游需求逐渐回暖，公司产能利用率同比亦有增长，固定成本也相应有所减少，

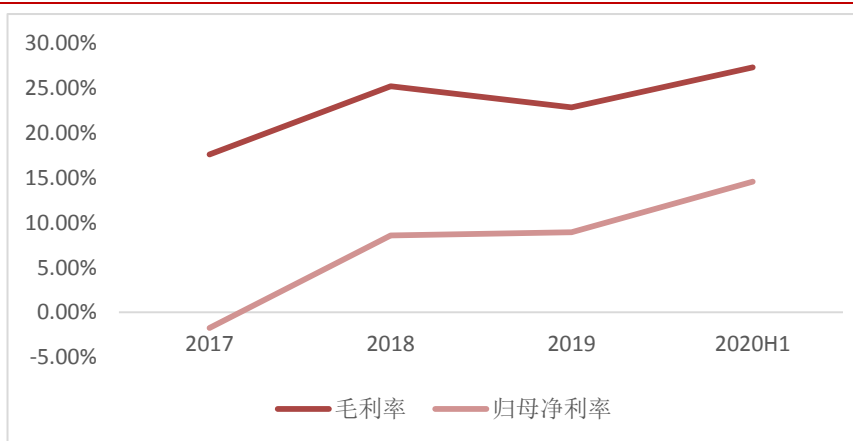
2020 年上半年毛利率同比提升 6.62%。

图表 7 历年主营业务收入 (亿元)



来源：公司年报，中泰证券研究所整理

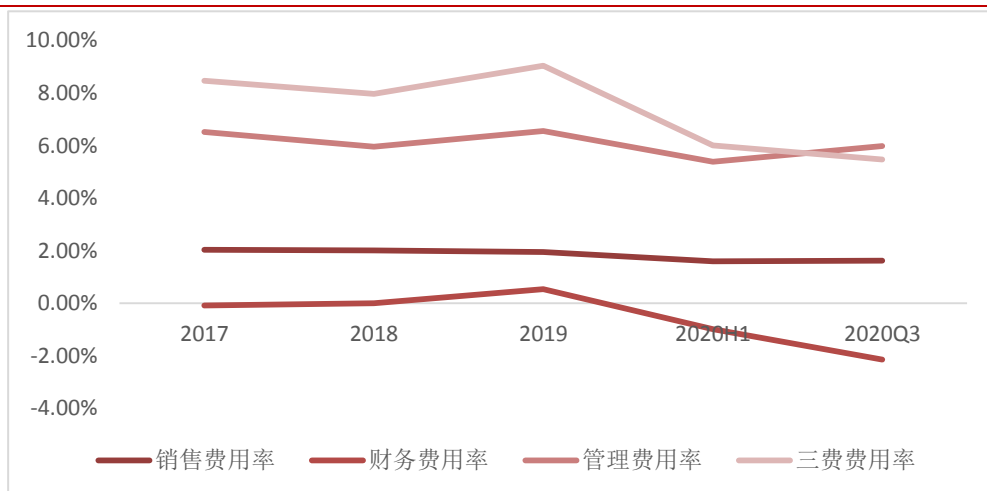
图表 8 公司毛利率和净利率持续攀升



来源：公司年报，中泰证券研究所整理

- 公司三费费用率控制得当，总体水平保持平稳，2020 年有降低趋势。公司销售费用率和管理费用率分别从 2016 年的 6.2% 和 2.2% 下降至了 2020 年前三季度的 5.4% 和 1.6%，两费均有明显改善，主要系 2020 年上半年职工薪酬和办公费用减少所致；2020 年三季度公司财务费用有所减少，主要由于公司募集资金产生的利息费用增加。2020 年公司营收规模大，费用率相对低，显示出公司 IDM+ 代工厂商模式在行业景气时利润有较大弹性的基础。

图表 9 公司费用率变动情况



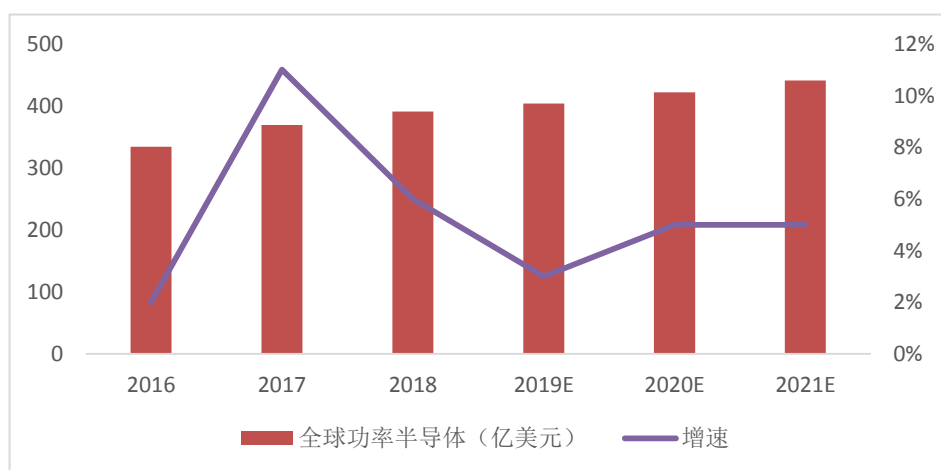
来源: Wind, 中泰证券研究所整理

二、下游需求推动打开行业空间，国产替代势头不减

1. 功率半导体行业空间广阔，市场天花板高

- 功率半导体是电子装置中电能转换与电路控制的核心，主要改变电子装置中电压和频率、直流交流转换等。功率半导体可以分为功率 IC 和功率分立器件两大类，其中功率分立器件主要包括二极管、晶闸管、晶体管等产品。近年来，功率半导体的应用领域已从工业控制和消费电子拓展到新能源、轨道交通、智能电网、变频家电等诸多市场，市场规模呈稳健增长态势。根据 IHS Markit 预测，2019 年全球功率器件市场规模为 404 亿美元，预计至 2021 年市场规模将增长至 441 亿美元，CAGR 为 4.1%，其中 MOSFET 和 IGBT 有望成为未来增长势头最强劲的功率器件。

图表 10 全球功率半导体市场规模

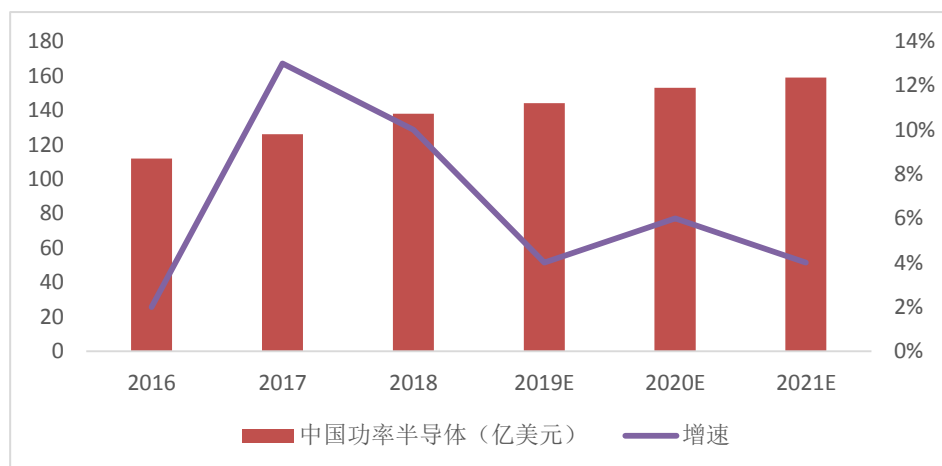


来源: IHS Markit, 中泰证券研究所整理

- 目前国内功率半导体产业链正在日趋完善，技术也正取得突破。Gartner 的数据显示，中国也是全球最大的功率半导体消费国；据 IHS Markit 数据显示，2018 年国内市场需求达到 138 亿美元，增速为 9.5%，占全

球功率半导体需求的 35%。预计未来中国功率半导体将持续保持较高速度增长，2021 年市场规模有望达到 159 亿美元，CAGR 达 4.8%。

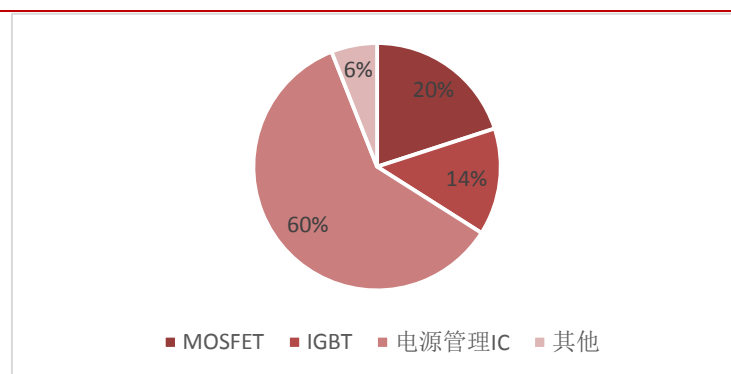
图表 11 中国功率半导体市场规模



来源：IHS Markit, 中泰证券研究所整理

- 根据 IHS Markit 统计，中国功率半导体市场中前三大产品是电源管理 IC、MOSFET、IGBT，三者市场规模占 2018 年中国功率半导体市场比例分别为 60.98%、20.21%与 13.92%；2018 年我国 MOSFET、IGBT 市场规模分别为 27.92 亿美元和 19.23 亿美元，对应的 2016 年至 2018 年复合年均增长率为 15.03%和 11.74%，均高于功率半导体行业的平均增速。在新能源汽车领域，IGBT 是电控系统和直流充电桩的核心器件，随着未来新能源汽车等新兴市场的快速发展，IGBT 将迎来黄金发展期。目前我国已经通过大力研发与外延并购，在芯片设计与工艺上不断积累，实现了功率二极管、整流桥、晶闸管等传统的功率半导体产品的突破，具备与国外一线品牌竞争的水平实力；在中低压 MOSFET 产品、特定领域的电源管理 IC、MOSFET、IGBT 等产品领域的技术研发亦有所成就。在国家政策支持，产业生态逐渐完善，人才水平逐渐提高的背景下，中国本土企业有望进一步向高端功率半导体领域迈进。

图表 12 2018 年国内主要功率半导体市场结构



来源：IHS Markit, 中泰证券研究所整理

2. 新能源汽车：驱动 IGBT 市场增长的主力下游市场

- 新能源汽车领域有望持续推动 IGBT 市场规模增长。根据集邦咨询调研

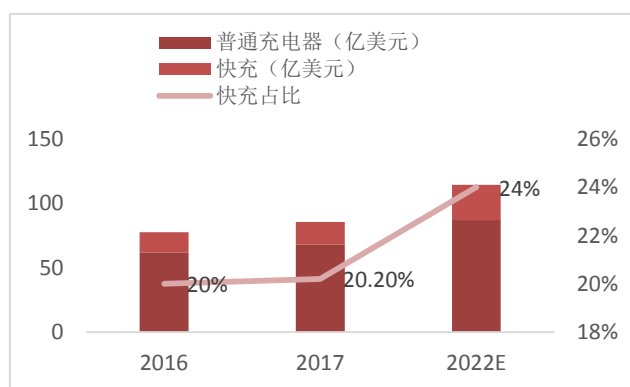
的数据显示,2018年IGBT的下游应用中占比最大的为新能源汽车,比重高达31%。对新能源汽车来说,电机驱动是最关键的部分,因为电机驱动控制系统将电能转换为机械能,是新能源汽车车辆行驶中的主要执行结构,其驱动性能决定了汽车行驶的主要性能指标。而电机驱动系统的核心是IGBT,IGBT在电机驱动系统中属于逆变器模块,将动力电池的直流电逆变成交流电提供给驱动电动机。根据Digitimes Research的数据,IGBT约占新能源汽车电机驱动系统及车载充电系统成本的40%,折合到整车上约合总成本的7%~10%,其性能直接决定了整车的能源利用率。

- 随着国家利好政策的大力支持,未来新能源汽车市场规模有望快速增长。根据工信部印发的《汽车产业中长期发展规划》,提出到2020年,新能源汽车新车销量达到200万辆,2025年达到700万辆,2017年到2025年新能源汽车产量年复合增长率达16.95%。根据集邦咨询,预计到2025年,中国新能源汽车所用IGBT市场规模有望达到210亿元。充电桩作为新能源汽车的配套基础设施,建设速度将与新能源汽车协同发展。根据《电动汽车充电基础设施发展指南》通知,明确到2020年,新增集中式充换电站超过1.2万座,分散式充电桩超过480万个。根据集邦咨询的数据,预计到2025年,充电桩所用IGBT的市场规模将达到100亿人民币。

3. 快充及新兴电子产品的兴起有望推动 MOSFET 需求增加

- 快充的兴起带动了 MOSFET 需求的提升。随着人们对于手机充电效率要求的提高,手机充电出现了“快充”模式,通过提高电压来达到高电流高功率充电,但高电压存在安全隐患,需要添加同步整流的 MOS 管来调整;后来出现较为安全的“闪充”模式,即通过低电压高电流来实现高速充电,对同步整流 MOS 管提出了更高的要求,发热少、体积小的 GaN-MOS 管成为主流。根据 BCC Research 数据统计,2017 年全球有线充电器市场规模达到 85.49 亿美元,其中快充占比 20.2%,预计 2022 年快充市场规模将达到 27.4 亿美元,占比提升至 24%。华润微的超结 MOS 器件以及沟槽栅 MOS 产品对口应用于手机快充,有机会抓住快充需求提升带来的红利。

图表 13 快充市场规模及占比



来源: BCC Research, 中泰证券研究所整理

图表 14 传统快充和内置 MOS 快充充电器拆解



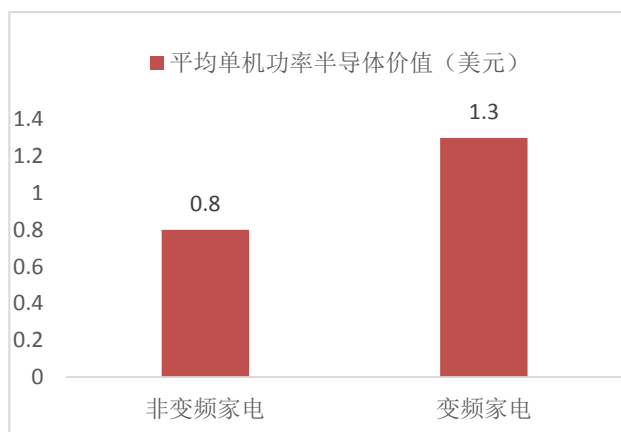
传统 18W PD 快充方案 内置 MOS 18W PD 快充方案

来源: 充电头网, 中泰证券研究所整理

- 家电变频化趋势增大功率半导体市场需求量。根据电子发烧友,变频家

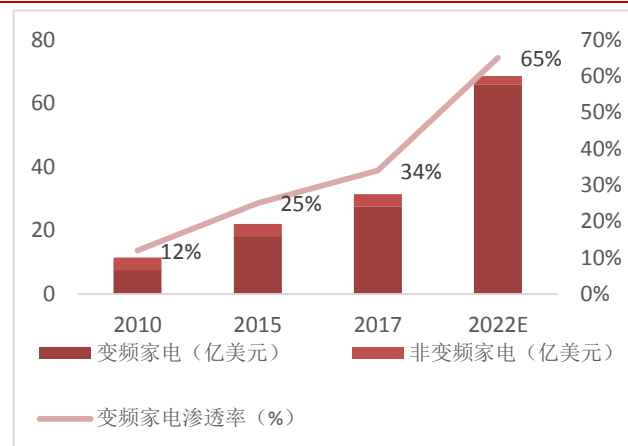
电拥有节能、低噪音等优势：变频空调其压缩机不会频繁开启，整体节能达到 15%~30%的效果，变频洗衣机高速脱水时电机啸声可比定频洗衣机减少 10 至 20 分贝，变频冰箱的速冻能力比普通冰箱提高 20%。因此，变频家电渗透率迅速提升，到 2022 年有望达到 65%，相比 2017 年增长近一倍。根据英飞凌给出的数据，从 MOSFET 等分立器件的用量来看，变频家电功率半导体相比普通家电增长 12 倍以上，全球家电功率半导体规模受益于上述驱动也有望从 2017 年的 31.4 亿美元增长至 2022 年的 68.6 亿美元，年复合增长率近 17%。

图表 15 家电单机平均功率半导体价值量（美元）



来源：英飞凌，中泰证券研究所整理

图表 16 全球家电功率半导体市场规模预测

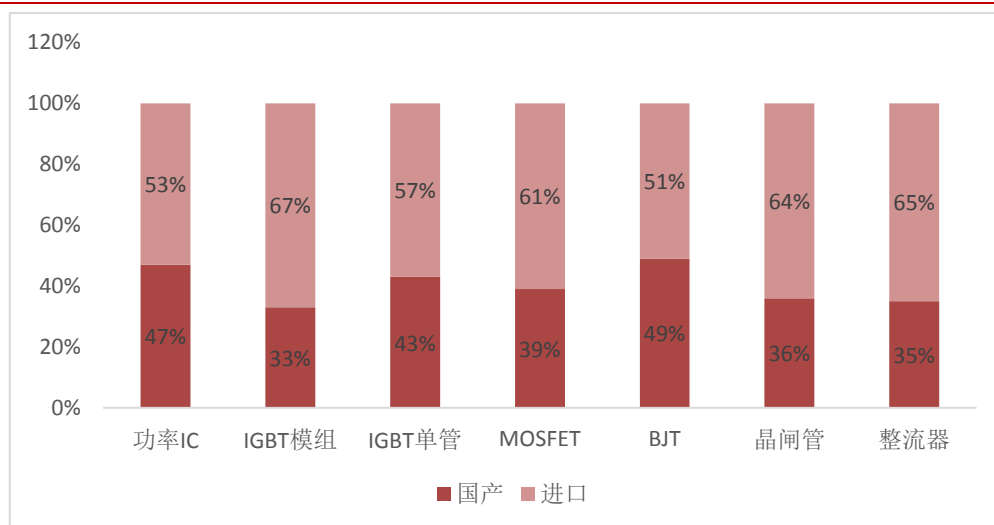


来源：英飞凌，中泰证券研究所整理

4. 需求持续存在缺口，国产替代逻辑不变

- 根据 IHS Markit 的统计，2019 年全球 MOSFET 市场规模为 76 亿美元，国内市场占比达 39%，市场规模约为 195 亿元，但国产化率却不足 50%。IGBT 模组、MOSFET、晶闸管、整流器的国产化率也只有 30% 多，国产替代空间广阔。从技术端看，汽车和工业场景相对于日常应用场景来说，使用环境和工况更为复杂，同时在损耗、功率密度以及成本上也有着更高的技术需求；工业级产品需要达到上万次的温度循环周和近 10 万次的功率循环周，而汽车级产品要长期处于高振动、高湿度、高温度的工作环境，在温度冲击、温度循环、功率循环周次数、结温等与全生命周期可靠性相关方面有更高的要求，替代难度更高，因此中高端功率半导体产品目前对进口依赖程度更高，未来有足够大的国产替代需求空间。

图表 17 2017 年各类器件国产化率情况



来源: Yole, 中泰证券研究所整理

三、投资建议及盈利预测

- 合理假设:** (1) 新能源汽车是功率半导体的纯增量市场, 新能源汽车及其配套基础设施充电桩陆续起量, 带动上游 IGBT 需求走强; 快充及新兴电子的兴起加速 MOSFET 等分立器件的用量增长, 加之国产替代趋势不减, 公司功率半导体业务收入及占比有望快速提升; 晶圆代工业务则受益于产业链国产化, 产能利用率有望维持高位, 收入有望稳定增长; (2) 制造与服务业务方面, 伴随下游需求旺盛的趋势, 公司产能利用率有望维持高位, 同时受益于折旧到期, 毛利率有望持续提升; 产品与方案方面, 中高端功率半导体产品取得突破, 折旧减少, 该板块毛利率有上行空间; 同时随着产品结构不断优化, 高毛利的产品与方案营收占比不断提升, 综合毛利率有进一步提升空间。

图表 18 公司收入拆分及业绩预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
制造与服务					
营收 (亿元)	35.72	31.84	38.11	44.82	51.22
同比	1.50%	-10.90%	19.69%	17.60%	14.29%
产品与方案					
营收 (亿元)	26.83	25.16	29.36	34.59	39.55
同比	56.64%	-6.30%	16.70%	17.82%	14.32%
其他产品					
营收 (亿元)	0.15	0.44	0.58	0.62	0.7
同比	-8.20%	183.10%	31.82%	6.90%	12.90%
总营收 (亿元)					
同比	6.73%	-8.42%	18.50%	17.60%	14.30%

数据来源：Wind，中泰证券研究所整理

- **投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别是：68.05 亿元、80.03 亿元、91.47 亿元，归母净利润分别是 9.5 亿元、13.3 亿元、15.5 亿元。对应的 EPS 分别是 0.8 元、1.1 元、1.3 元，对应的 PE 分别是 90 倍、64 倍、55 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 19 可比公司估值 (Wind 一致预期, 选取时间为 2020 年 12 月 10 日)

公司	2020E	2021E	2022E
闻泰科技	38.52	27.8	22.43
斯达半导	231	169	124
新洁能	143	99	72
平均	137.5	98.6	72.8

来源：Wind，中泰证券研究所整理

四、风险提示

- **下游细分市场需求增速不及预期：**新能源汽车领域、快充领域、家电变频领域、工控领域均是下游重要应用领域，需求的放量将有望提升功率半导体的高景气度；若上述细分市场需求增速放缓，将导致公司产品与服务领域收入增速放缓，对整体盈利产生负面影响。
- **半导体行业景气度不及预期：**2019 年半导体行业整体处于景气度低谷，下游需求缩水，公司营收及盈利能力受到负面影响。2020 年上半年受疫情影响，下游需求放缓，如未来半导体行业景气度恢复不及预期，公司业绩将会受到负面影响。
- **海外大厂降价竞争：**英飞凌等海外大厂具备丰富的 IGBT 生产与销售经验，若主动挑起价格战，可能会损害公司利益。
- **产品研发不及预期：**若公司在投研项目不能取得预期的技术成果，公司的盈利空间将会缩小，继而对公司盈利能力产生负面影响。
- **公司红筹架构与适用境内法律、法规和规范性文件的上市公司存在差异：**公司设立在开曼群岛，属于《上海证券交易所科创板股票上市规范》规定的红筹企业。开曼群岛法律在多个方面与中国的可比法律、法规和规范性文件有所不同，因此公司目前的公司治理结构与境内上市公司存在差异，主要包括监事会的设置、股利分配政策、公司清算、解散、公司合并及收购、查阅公司账目和记录等。
- **市场规模测算偏差：**IGBT、MOSFET 市场测算基于一定前提假设，存在实际达不到，不及预期的风险。

图表 20 公司财务数据

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,270.8	5,742.8	6,805.2	8,002.9	9,147.3	货币资金	1,537.6	1,930.7	600.0	3,980.8	4,455.2
增长率	6.73%	-8.42%	18.50%	17.60%	14.30%	应收账款	1,785.2	821.8	2,267.5	1,365.5	2,787.1
营业成本	-4,690.3	-4,431.3	-4,804.5	-5,506.0	-6,320.8	存货	1,181.3	1,054.8	1,369.6	1,408.8	1,780.7
% 销售收入	74.8%	77.2%	70.6%	68.8%	69.1%	其他流动资产	602.18	1,285.31	1,321.78	1,014.92	1,482.91
毛利	1,581	1,311	2,001	2,497	2,827	流动资产	5,106	5,092	5,559	7,770	10,506
% 销售收入	25.2%	22.8%	29.4%	31.2%	30.9%	% 总资产	51.1%	50.4%	55.9%	67.8%	77.8%
营业税金及附加	-84.6	-66.2	-78.4	-92.2	-105.4	长期投资	-	81.7	81.7	81.7	81.7
% 销售收入	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	3,898.4	3,815.7	3,424.7	2,881.6	2,258.0
营业费用	-126.1	-112.0	-122.5	-144.1	-164.7	% 总资产	39.0%	37.8%	34.4%	25.1%	16.7%
% 销售收入	2.0%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	无形资产	294.0	274.9	245.7	216.4	187.2
管理费用	-823.4	-859.5	-929.6	-1,048.4	-1,198.3	非流动资产	4,885.7	5,002.8	4,382.7	3,696.8	2,992.8
% 销售收入	13.1%	15.0%	13.7%	13.1%	13.1%	% 总资产	48.9%	49.6%	44.1%	32.2%	22.2%
息税前利润 (EBIT)	638	513	1,030	1,462	1,708	资产总计	9,992	10,095	9,942	11,467	13,499
% 销售收入	10.2%	8.9%	15.1%	18.3%	18.7%	短期借款	-	-	-	-	-
财务费用	-0.2	-31.0	-31.0	-31.0	-31.0	应付款项	715.6	748.6	838.9	980.4	1,108.1
% 销售收入	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	其他流动负债	635.4	482.8	482.8	482.8	482.8
资产减值损失	-	-	36.6	36.6	36.6	流动负债	4,653.9	1,978.7	2,331.5	2,475.0	2,898.1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	-	1,506.1	-	-	-
投资收益	10.6	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	其他长期负债	318.4	219.6	219.6	219.6	219.6
% 税前利润	1.8%	-	-	-	-	负债	4,972	3,704	2,551	2,695	3,118
营业利润	586	478	1,036	1,468	1,714	普通股股东权益	5,020	6,391	7,390	8,772	10,381
营业利润率	9.3%	8.3%	15.2%	18.3%	18.7%	少数股东权益	871.6	967.7	1,097.0	1,278.8	1,490.5
营业外收支	5.0	28.2	28.2	28.2	28.2	负债股东权益合计	9,992	10,095	9,942	11,467	13,499
税前利润	591	506	1,064	1,496	1,742						
利润率	9.4%	8.8%	15.6%	18.7%	19.0%	比率分析					
所得税	-53.0	6.5	13.6	19.1	22.3						
所得税率	9.0%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	每股指标					
净利润	538	512	1,078	1,515	1,764	每股收益 (元)	0.35	0.33	0.78	1.10	1.28
少数股东损益	108.1	111.7	129.3	181.8	211.7	每股净资产 (元)	6.05	5.26	6.08	7.21	8.54
归属于母公司的净利润	429	401	948	1,333	1,553	每股经营现金净流 (元)	1.79	0.47	0.36	3.01	0.64
净利率	6.8%	7.0%	13.9%	16.7%	17.0%	每股股利 (元)	-	0.03	0.08	0.11	0.13
						回报率					
						净资产收益率	10.8%	8.4%	16.2%	19.3%	19.0%
						总资产收益率	5.4%	5.1%	10.8%	13.2%	13.1%
						投入资本收益率	7.1%	6.5%	14.6%	17.3%	17.0%
						增长率					
						营业总收入增长率	6.7%	-8.4%	18.5%	17.6%	14.3%
						EBIT增长率	2404.1%	-18.8%	125.0%	40.5%	16.4%
						净利润增长率	511.0%	-6.7%	136.6%	40.6%	16.4%
						总资产增长率	2.5%	1.0%	-1.5%	15.3%	17.7%
						资产管理能力					
						应收账款周转天数	104	82	82	82	82
						存货周转天数	61	71	64	62	63
						应付账款周转天数	43	46	42	41	41
						固定资产周转天数	233	242	192	142	101
						偿债能力					
						净负债/股东权益	75.8%	15.4%	3.6%	22.2%	-12.4%
						EBIT利息保障倍数	2,478.76	15.30	34.42	48.36	56.29
						资产负债率	49.8%	36.7%	25.7%	23.5%	23.1%

来源: Wind, 中泰证券研究所整理

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。