

半导体

超配

中性

低配

股票名称	代码	评级	目标价
台积电	2330 TT	买入	
中芯国际	981 HK	买入	HK\$47.00

即使没有海思半导体，台积电依旧前途光明

- 台积电做“大家的晶圆代工厂”可以看出，即便海思半导体的订单量或会减少，但台积电仍将引领 2020 年的销售增长。产能爬坡加速带来 N5 前景一片光明。
- 中芯国际：A 股上市将进一步推动中芯国际 H 股的重新评级；巩固国家领先地位能给它带来长期的利好。
- 对台积电给予“买入”评级；对中芯国际 H 股给予“买入”评级，目标价 47.00 港元。

台积电-自成一派：台积电在业绩会上将其以美元为单位的 2020 年销售额增长上调至 20% 以上（之前为中高双位数比例），把资本支出预期额上调至 160 亿美元（之前为 150 亿-160 亿美元），我们认为台积电作为“大家的晶圆代工厂”的方式和其多样化的客户，有利于台积电用其他客户的订单来填补其产能。一线希望：更快的产量增加使 N5 在成本/性能方面颇具吸引力。N5 新客户在 2021 年上半年大量增加带来的丰富渠道使台积电能够将苹果公司的订单拉入 2020 年第四季度，以基本填补海思半导体留下的潜在缺口。我们还看到了其亚利桑那州工厂对利润的可控影响：由于其军用产品的性质，相关客户更重视国家安全和供应的可靠性，而不是成本。

中芯国际 A 股应推动跨境资本流动：作为科创板上首家先期上市 H 股的公司，我们预计中芯国际 H 股的交易模式将在中芯国际 A 股上市后对其作出反应，从本质上讲，中芯国际 H 股的交易模式将更受市场情绪的驱动，并且不一定能反映出其业务基本情况。我们注意到，中芯国际 A 股的流通股持有量为中芯国际 H 股的 27%，并且中国的 A 股市场是由散户驱动的。此外，尽管中芯国际 A 股股价在上市的第一个交易日大幅上涨（上涨了 202%），以 6 倍的 2021 年市净率进行交易，但其股价仍低于其 A 股同行（以 7 倍的市净率进行交易）。

“大者愈大”定律依然适用：中国工信部在国务院 1 月 20 日的新闻发布会上重申，将致力于集中芯片供应链中资本密集型领域（即制造业）的资源/培育早期进入的企业，使其具备全球竞争力，而不是在爬坡阶段让更多企业进入，在生态系统内部形成竞争（链接）。我们认为，由台积电前联席首席执行官蒋尚义博士执掌的武汉弘芯半导体缺乏发展到生产规模的财力，其是一家晶圆代工行业的初创企业，目标市场是 N7-14 纳米晶圆代工。我们认为这有利于晶圆代工领域中的中芯国际/华虹以及委外封测市场中的长电科技/通富微电子/天水 华天科技等成熟企业。

买入台积电/中芯国际 H 股：台积电即使在主要客户的订单连续性存在不确定性的情况下，它作为“大家的晶圆代工厂”的模式和坚实的技术执行力仍能推动其业务恢复；在我们看来，市场应该对其进行进一步重新估价；我们认为，部分对海思半导体订单对中芯国际影响的担忧，忽略了中国的设计工程人才库；如果中芯国际的节点具有竞争力，它将从中国无厂设计初创企业的崛起中获益。我们将目标价维持在每股 47 港元（对应 3.0 倍的 2021 年市净率），并注意到其 ROE 增值科创板上市。

风险提示：行业竞争加剧、技术迭代缓于预期

研究团队

赵冰, PhD, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: bingzhao@huajingsec.com

每日免费获取报告

- 1.每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2.定期分享**华尔街日报**、**金融时报**、**经济学人**；
- 3.和群成员切磋交流，对接**优质合作资源**；
- 4.累计解锁**8万+**行业报告/案例，**7000+**工具/模板

申明：行业报告均为公开整理，权利归原作者所有，
小编整理自互联网，仅分发做内部学习。

手机用户建议先截屏本页，微信扫一扫

或搜索公众号“**有点报告**”

回复<进群>，加入每日报告分享微信群

限时领取【行业资料大礼包】，回复“2020”获取



(此页只为需要行业资料的朋友提供便利，如果影响您的阅读体验，请多多理解)

目录

即使没有海思半导体，台积电依旧前途光明	1
没有海思的日子对中芯国际而言未必灰暗	5
台积电 (2330 TT, 买入)	6
中芯国际 (981 HK, 买入, 目标价: HK\$47.00)	8

海思半导体潜在损失的压力测试：台积电受其影响有限

美国商务部（DoC）于 2020 年 5 月 15 日修改了限制华为获取包含美国技术(软件/设备)的半导体供应链内容的规定，导致相关的晶圆启动活动在上个月暂停（晶圆需要在 120 天宽限期和 N5-7 生产周期内装运发货，将近 3 个月的时间）。

台积电和中芯国际 2019 年各自销售额的 14%和 19%都来自华为的子公司海思半导体(HiSilicon)。我们认为，鉴于台积电作为“大家的晶圆代工厂”的经营方式，以及客户的多元化，该公司在填补产能缺口方面处于更为有利的地位。一线生机：台积电管理层在业绩会表示，2021 年上半年的新客户增加将带来更丰厚的收入。我们认为，N5 更快的产量增加使得它的成本/性能更能吸引更多的客户，特别是在高性能计算领域。根据台积电数据，这些潜在客户可以为台积电抬高 N5 混合的平均销售价格，因为一般 10%-15%的批量折扣是专为苹果/海思半导体等客户提供的。

与此同时，苹果公司打算为其 MacBook 制造自己的芯片(以摆脱对英特尔(Intel)技术的依赖)，我们认为，这可能会推动台积电 2021 年 N5 的销量增长(该类芯片尺寸是 iPhone A14 的三倍以上)。

这些发展促使台积电将其 2020 年以美元为单位的销售额增长上调至 20%以上(之前为中上比例)并且把资本支出预期额上调至 160 亿美元到 170 亿美元(上升了 10 亿美元；2020 年上半年为 106.3 亿美元)，尽管海思半导体可能会损失一些订单。基于公司新的指引，我们上调 2021-2022 年对台积电的销售预期。

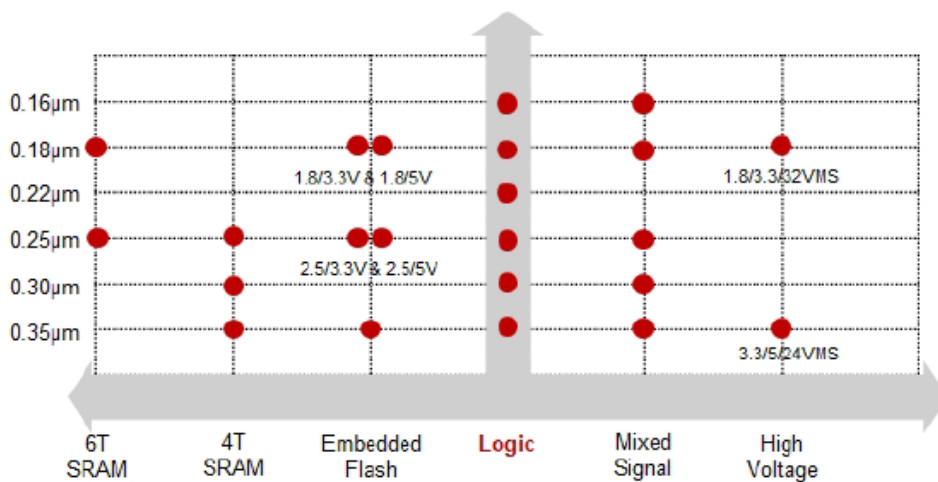
台积电的亚利桑那州工厂计划于 2024 年投产，我们预计任何利润稀释都是可控的：该厂主要负责军用产品，本质上侧重于国家安全和供应的可靠性，使得生产规模和集群效应与另一家台积电完全拥有的美国现有晶圆厂——主要提供商品化的嵌入式闪存技术的华富科技(11 号晶圆厂；每 8 秒 4 万 WPM 0.16-0.35 微米) 相比，在成本考虑方面的作用较小(图 2)。

我们预计，针对美国总部客户的消费者应用试运产线将在亚洲大规模生产之前进行，因为生产效率仍是这些产品成功的关键。

我们注意到台积电宣布将在新竹 12 号晶圆厂和台南 18 号晶圆厂进行为期 6 个月的 N3 试生产线安装。然而，在我们看来，这对其研发路线图的影响是可控的，因为升级的 N5 版本(N5P/N4)将在 2022 年批量生产(按照管理层的要求)，在 2022 年 N3 出现之前为客户提供多个阶段的节点过程，从而增强订单连续性。

我们认为，N3 坚持使用鳍式场效应晶体管结构（而三星电子公司则转换为使用 3 纳米全栅级结构）应该为那些希望在不大幅改变芯片设计结构的情况下实现更可预测的节点扩展路径的客户提供舒适感。尽管精通技术的海思半导体(HiSilicon)出现潜在的业务流失，影响到台积电的研发进度，但得益于规模效益的提升，台积电的 N5 可能会成为一个有利可图的长节点产品。事实上，该公司计划在亚利桑那州的 N5 晶圆工厂为 2024 年的大规模生产做好准备，这也表明该公司认为对 N5 的需求至少将持续到本世纪 20 年代中期。

图表 1：WaferTech：技术组合



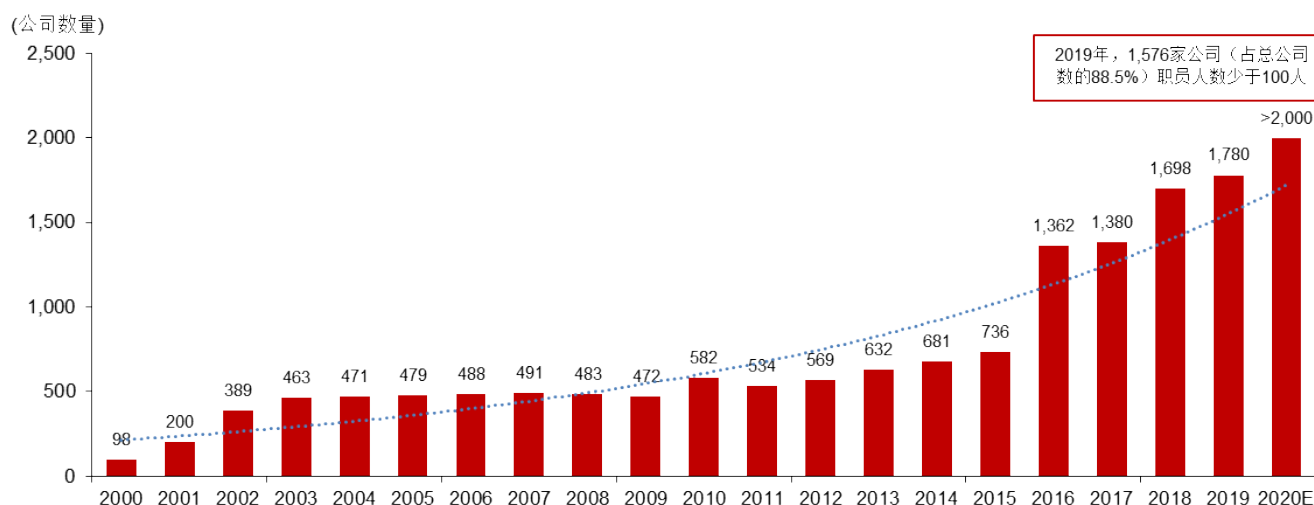
资料来源：WaferTech，华菁证券

没有海思的日子对中芯国际而言未必灰暗

我们认为海思可能无法与中芯国际合作携手优化 N12-14 工艺参数及良率，但这只是短暂的：我们注意到，无论海思在中美政治冲突中的命运如何，中国毕竟拥有更加成熟的 IC 设计工程人才队伍，具备与台积电直至 N5 的工作经验。

此外，我们认为与海思的潜在分拆可能会加速中国无厂设计新创企业的发展：这对于面向中国市场的设计服务公司属于利好，例如 Alchip（3661 TT）和 VeriSilicon（非上市企业）。回顾过去，中国无晶圆厂公司借助 AI 相关 HPC（高性能计算）和芯片本地化发展大势自 2015 年以来发展迅速（图表 2）。同时，我们认为这些设计服务公司之间的竞争有限，因为他们的核心领域比较分散：举例来说，Alchip 主要发展前缘 N7-12 HPC，而 VeriSilicon 的业务重心放在传统节点的模拟/接口 IC 芯片。

图表 2. 中国集成电路设计公司总数量



资料来源：DigiTimes、集邦投资、华菁证券

我们认为，国内珍贵的芯片人才设计队伍对于中国领先的晶圆代工厂中芯国际非常重要，可以协助公司推进 FinFET 制造路线图，跨越 N12-14 进入 N+1/N+2 时代（相当于同业的 N8 和 N7-非 EUV 版本）。人才储备，再加上 N12-14 和 N+1/N+2 之间存在 80% 的共性，应该有助于支撑中芯国际进一步提高 2020 年预期资本开支指引，超过 45 亿美元。

作为科创板上首家先期上市 H 股的公司，我们预计中芯国际 H 股交易模式将在中芯国际 A 股上市后对其作出反应，从本质上讲，中芯国际 H 股的交易模式将更受市场情绪的驱动，并且不一定能反映出其业务基本情况。我们注意到，中芯国际 A 股的流通股持有量为中芯国际 H 股的 27%，并且中国的 A 股市场是由散户驱动的。

图表 3. 中芯国际 A/H 股流通股数对比

	港股		A 股（行使超额配售后）		
	流通股	限售股	流通股	战略投资者持股	线下限售股
股数	3,794	1,657	1,040	843	55
占 A/H 股比例	69.6%	30.4%	53.7%	43.5%	2.9%
A 股流通股数占港股流通股数比例					27.4%

资料来源：港交所、上交所、公司公告、华菁证券

台积电 (2330 TT, 买入)

买入
持有
卖出

当前股价: TWD424.50

52 周最高/最低价 (TWD)	424.50/235.50
市值 (US\$mn)	375,002
当前发行数量(百万股)	25,930
三个月平均日交易额 (US\$mn)	506
流通盘占比 (%)	69
主要股东 (%)	
美国台积电存托凭证专户	21
行政院国家发展基金	6
新加坡政府投资专户	5

按 2020 年 7 月 27 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
2020E EPS (TWD)	17.86	16.62	7%
2021E EPS (TWD)	18.48	17.80	4%
2022E EPS (TWD)	19.76	19.14	3%

股价表现



资料来源: FactSet

二季度超预期，全年指引强劲

- 二季度营收利润均为单季历史最高，三季度指引强劲。
- 台积电表示潜在的海思订单缺口对其影响可控。
- 重申对台积电的“买入”评级。

由于台积电作为“大家的晶圆代工厂”的方式和多样化的客户，有利于台积电用其他客户的订单来填补其产能，基于公司指引，我们上调我们对台积电以美元计算的 2020 年销售额增长率的预测至 20% 以上（之前为中高双位数比例），上调资本支出预估至 160 亿美元（之前为 150 亿-160 亿美元）。产量加速上涨使 N5 在成本/性能方面颇具吸引力。根据管理层，N5 新客户在 2021 年上半年大量增加带来的丰富渠道使台积电能够在 2020 年四季度迎来苹果公司的订单，可基本填补海思半导体订单撤销留下的潜在缺口。台积电在亚利桑那州的工厂方面，鉴于军工产品性质，相关客户对国家安全和供货可靠的重视程度超过了对成本的考量。

我们重申对台积电的“买入”评级，公司作为晶圆代工龙头的地位难以撼动。

风险提示：行业竞争加剧，先进节点研发落后于预期。

研究团队

赵冰, PhD, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: bingzhao@huajingsec.com

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (TWDmn)	1,031,474	1,069,985	1,270,027	1,369,819	1,475,859
每股收益 (TWD)	13.54	13.32	17.86	18.48	19.76
市盈率 (x)	17.6	19.1	23.8	23.0	21.5
市净率 (x)	3.7	4.1	6.1	5.6	5.2
股本回报率 (%)	20.9	21.3	25.6	24.4	24.1

资料来源: 公司年报、华菁证券预测

附：财务报表

年结 12月

利润表

(TWDmn)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,069,985	1,270,027	1,369,819	1,475,859
营业收入	1,069,985	1,270,027	1,369,819	1,475,859
营业成本	(577,284)	(624,471)	(695,184)	(754,740)
毛利润	492,702	645,556	674,635	721,119
管理及销售费用	(120,004)	(120,156)	(110,989)	(119,298)
其中：研发支出	(91,419)	(86,502)	(75,078)	(80,754)
其中：市场营销支出	(28,585)	(33,654)	(35,911)	(38,544)
息税前利润	372,701	509,322	529,225	564,822
息税折旧及摊销前利润	639,503	810,540	896,636	972,259
利息收入	16,189	12,264	14,841	16,829
利息支出	(3,251)	(3,201)	(4,018)	(4,265)
税前利润	389,845	524,529	544,473	582,375
所得税	(44,502)	(61,309)	(65,337)	(69,885)
净利润	345,264	463,074	479,136	512,490
基本每股收益 (TWD)	13.32	17.86	18.48	19.76

资产负债表

(TWDmn)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	822,614	870,903	998,659	1,095,503
货币资金	583,449	589,067	668,520	749,414
应收账款	139,771	143,299	168,479	176,619
存货	82,981	112,592	132,377	138,772
其他流动资产	16,414	25,945	29,283	30,698
非流动资产	1,442,191	1,591,115	1,705,814	1,800,405
固定资产	1,352,377	1,493,856	1,602,445	1,690,008
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
其他	59,642	72,155	72,155	72,155
资产	2,264,805	2,462,019	2,704,474	2,895,907
流动负债	590,736	570,663	653,863	684,963
短期借款	150,322	144,699	153,566	162,392
预收账款	0	0	0	0
应付账款	40,206	33,237	39,585	39,963
长期借款	25,100	52,092	53,748	56,837
非流动负债	26,874	30,216	30,216	30,216
负债	642,710	652,971	737,827	772,017
股份	259,304	259,304	259,304	259,304
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	1,022,188	1,218,179	1,375,778	1,533,022
归属于母公司所有者权益	1,621,410	1,808,212	1,965,811	2,123,055
少数股东权益	685	836	836	836
负债及所有者权益	2,264,805	2,462,019	2,704,474	2,895,907

现金流量表

(TWDmn)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	345,264	463,074	479,136	512,490
折旧摊销	(266,802)	(301,218)	(367,411)	(407,437)
利息（收入）/支出	12,939	9,063	10,823	12,564
其他非现金科目	80	146	0	0
其他	(12,939)	(9,063)	(10,823)	(12,564)
营运资本变动	240,858	(57,120)	26,029	6,324
经营活动产生的现金流量	853,004	707,319	872,576	926,252
资本支出	(547,129)	(442,697)	(476,000)	(495,000)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	(23,416)	(7,445)	(6,110)	(7,027)
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(570,545)	(450,143)	(482,110)	(502,027)
股利支出	(324,130)	(267,083)	(321,537)	(355,246)
债务筹集（偿还）	(5,132)	21,368	10,523	11,916
发行（回购）股份	23,025	(9,038)	0	0
其他	(87,955)	3,196	0	0
筹资活动产生的现金流量	(394,192)	(251,557)	(311,014)	(343,331)
现金及现金等价物净增加额	(111,734)	5,619	79,453	80,894
自由现金流	282,459	257,176	390,466	424,225

关键假设

	2019A	2020E	2021E	2022E
产能 (单位: 千)	29,066	30,248	31,665	33,454
产量 (单位: 千)	22,655	26,158	26,573	28,791

财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
YoY (%)				
营业收入	3.7	18.7	7.9	7.7
息税折旧及摊销前利润	(2.5)	26.7	10.6	8.4
净利润	(1.7)	34.1	3.5	7.0
稀释每股调整收益	(1.7)	34.1	3.4	7.0
盈利率 (%)				
息税折旧摊销前利润率	59.8	63.8	65.5	65.9
息税前利润率	34.8	40.1	38.6	38.3
净利率	32.3	36.5	35.0	34.7
净资产收益率	21.3	25.6	24.4	24.1
总资产收益率	15.2	18.8	17.7	17.7
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.4
估值比率 (x)				
市净率	4.1	6.1	5.6	5.2
市销率	10.3	8.7	8.0	7.5

资料来源：公司年报、华菁证券预测

中芯国际 (981 HK, 买入, 目标价: HK\$47.00)

买入

持有

卖出

重申买入评级

目标价: HK\$47.00 当前股价: HK\$24.85

股价上行/下行空间	+89%
52 周最高/最低价 (HK\$)	44.80/8.23
市值 (US\$mn)	16,441
当前发行数量(百万股)	5,128
三个月平均日交易额 (US\$mn)	547
流通盘占比 (%)	77
主要股东 (%)	
大唐控股	17
芯鑫投资	16
紫光集团	7

按 2020 年 7 月 27 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	47.00	47.00	0%
2020E EPS (US\$)	0.05	0.05	0%
2021E EPS (US\$)	0.06	0.06	0%
2022E EPS (US\$)	0.07	0.07	0%

股价表现



资料来源: FactSet

- 建立 FinFET (非 EUV) 技术基础的繁重工作已完成。
- A 股上市有望持续带来利好。
- 重申对中芯国际的“买入”评级, 目标价 47.00 港元。

鉴于中芯国际对海思的依赖度, 我们预期 FinFET 出货量或将受到影响。但考虑到本地化发展趋势及全球目前只有少数几家先进晶圆厂, 我们在此强调公司致力于扩大 N12-14 的产能的承诺, 扩产将主要在其上海的合资厂中芯南方 (2020 年年底每月晶圆产量超过 1.5 万片, 对比目前仅为月产能 6 千片)。在 12-14nm 节点, 格芯目前发展重心主要在非批量生产的 CMOS 以及利基领域 (例如 FD-SOI 及 RF-SOI), 而联华电子产能则颇为有限 (月产能 2 千片, 终端应用主要为虚拟货币)。

长期而言, 鉴于部分海外客户有晶圆代工厂多样化以及成本缩减的考量, 我们认为一旦中芯国际证实其先进晶圆代工可靠性, 公司将有希望赢得海外客户的公司的 FinFET 订单。值得注意的是, 高通公司在中芯国际 28nm 节点就已经是战略合作伙伴, 只是中芯国际当时良率及产能爬坡过慢。

我们认为, 国内珍贵的芯片人才设计队伍对于中国领先的晶圆代工厂中芯国际非常重要, 可以协助公司推进 FinFET 制造路线图, 跨越 N12-14 进入 N+1/N+2 时代 (相当于同业的 N8 和 N7-非 EUV 版本)。人才储备, 再加上 N12-14 和 N+1/N+2 之间存在 80% 的共性, 应该有助于支撑中芯国际进一步提高 2020 年预期资本开支指引, 超过 45 亿美元。

我们重申“买入”评级, 目标价港币 47.00 元。我们的目标价基于 3 倍 2021 年市净率。我们认为中芯国际将受益于国内 IC 设计初创企业增长的趋势, 只要中芯国际技术持续拥有竞争力。

我们还注意到, 华润微电子 (已在内地上市的中芯国际在晶圆代工领域的同业公司, 但只从事 6 英寸/8 英寸业务, 2019 年的销售额为 8.31 亿美元) 和士兰微电子 (一家功率集成电路 IDM (集成器件制造商)) 目前股价分别对应 7.4 倍和 6.6 倍的 2019 年市净率。我们认为, 我们对于中芯国际 H 股的 3.0 倍 2021 年备考市净率的目标倍数不高, 因这意味着较这些 A 股上市同业公司有显著的折价; 我们注意到, 两地上市公司的 H 股目前的股价较各自 A 股平均有 25% 的折价。

主要风险: 先进节点发展落后于预期, 无法获得所需工具及材料, 行业竞争加剧, 失去海思订单。

研究团队

赵冰, PhD, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: bingzhao@huajingsec.com

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (US\$mn)	3,360	3,116	3,637	3,862	4,494
每股收益 (US\$)	0.03	0.05	0.05	0.06	0.07
市盈率 (x)	46.5	24.0	60.7	55.1	46.3
市净率 (x)	1.2	1.0	1.7	1.6	1.6
股本回报率 (%)	2.5	4.1	2.3	2.9	3.4

资料来源: WIND, 华菁证券预测

附：财务报表

年结 12 月

利润表

(US\$mn)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,116	3,637	3,862	4,494
营业收入	3,116	3,637	3,862	4,494
营业成本	(2,473)	(2,813)	(3,161)	(3,506)
毛利	642	824	700	988
管理及销售费用	(838)	(981)	(1,020)	(1,142)
其中：研发支出	(556)	(661)	(703)	(815)
其中：市场营销支出	(282)	(320)	(317)	(327)
其中：管理支出	0	0	0	0
息税前利润	49	145	3	179
息税折旧及摊销前利润	796	1,142	1,273	1,496
利息收入	139	201	325	326
利息支出	(63)	(77)	(93)	(105)
税前利润	182	282	250	418
所得税	(23)	(36)	(25)	(42)
净利润	235	316	412	491
基本每股收益 (US\$)	0.05	0.05	0.06	0.07

资产负债表

(US\$mn)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,874	13,203	13,629	13,971
货币资金	3,043	9,326	8,999	9,025
应收账款	836	992	1,326	1,445
存货	629	623	805	872
其他流动资产	2,365	2,263	2,499	2,629
非流动资产	9,564	13,047	14,777	16,459
固定资产	8,134	11,663	13,393	15,075
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
资产	16,438	26,250	28,406	30,431
流动负债	3,205	3,431	4,066	4,430
短期借款	563	710	723	707
预收账款	0	0	0	0
应付账款	2,642	2,687	3,300	3,675
长期借款	2,004	2,557	3,052	3,537
非流动负债	1,031	1,740	1,740	1,740
负债	6,240	7,728	8,858	9,706
股份	20	28	28	28
资本公积	5,012	12,713	12,713	12,713
未分配利润	551	866	1,279	1,770
归属于母公司所有者权益	5,669	13,674	14,087	14,578
少数股东权益	4,528	4,848	5,461	6,146
负债及所有者权益	16,438	26,250	28,406	30,431

现金流量表

(US\$mn)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	235	316	412	491
折旧摊销	(747)	(996)	(1,270)	(1,317)
利息（收入）/支出	0	0	0	0
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	(76)	(70)	(187)	(114)
营运资本变动	254	32	(130)	63
经营活动产生的现金流量	1,160	1,274	1,366	1,756
资本支出	(1,998)	(4,525)	(3,000)	(3,000)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	(39)	46	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(2,036)	(4,479)	(3,000)	(3,000)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	276	700	508	469
发行（回购）股份	1,055	8,009	613	686
其他	211	779	187	114
筹资活动产生的现金流量	1,541	9,487	1,308	1,269
现金及现金等价物净增加额	665	6,282	(326)	25
自由现金流	(838)	(3,251)	(1,634)	(1,244)

关键假设

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,116	3,637	3,862	4,494

财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
YoY (%)				
营业收入	(7.3)	16.7	6.2	16.4
息税折旧及摊销前利润	(5.9)	43.4	11.6	17.5
净利润	75.1	34.6	30.6	19.0
稀释每股调整收益	72.9	13.5	10.2	19.0
盈利率 (%)				
息税折旧摊销前利润率	25.6	31.4	33.0	33.3
息税前利润率	1.6	4.0	0.1	4.0
净利率	7.5	8.7	10.7	10.9
净资产收益率	4.1	2.3	2.9	3.4
总资产收益率	1.4	1.2	1.5	1.6
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.1	3.8	3.4	3.2
速动比率	1.9	3.7	3.2	3.0
估值比率 (x)				
市净率	1.0	1.7	1.6	1.6
市销率	5.2	4.5	4.3	3.7

资料来源：WIND, 华菁证券预测

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华菁证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由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特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华菁证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。

有点报告社群

分享8万+行业报告/案例、7000+工具/模版；
精选各行业前沿数据、经典案例、职场干货等。



截屏本页，微信扫一扫或搜索公众号“有点报告”
回复<进群> 即刻加入