

2020-05-12 公司深度报告 **买入/维持**

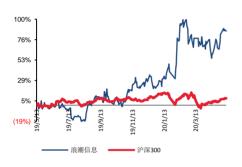
浪潮信息(000977)

昨收盘: 42.38

信息技术 技术硬件与设备

上下游释放需求回暖信号,上游芯片格局变化带来公司毛利改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 1,441/1,441 总市值/流通(百万元) 61,075/61,075 12 个月最高/最低(元) 49.15/19.94

相关研究报告:

浪潮信息(000977)《一季度业绩超预期,公司备货大幅增加》 --2020/04/30

浪潮信息(000977)《公司业绩符合预期,行业需求有望迎来上升拐点》 --2020/04/21

浪潮信息(000977)《多重改善带来业绩增长,下游市场需求有望触底回升》--2019/10/31

证券分析师: 王文龙

电话: 021-61376587

E-MAIL: wangwenlong@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517080001

联系人: 陈小珊

电话: 021-61376587

E-MAIL: chenxs@tpyzq.com

报告摘要

下游云计算公司资本支出回暖,5G 商用提振服务器需求,公司作为行业龙头持续受益。1902 开始全球云计算龙头公司资本支出增速由负转正,2001 同比增长近35%, Amazon增速接近100%,呈现周期性向上的趋势,从国内互联网公司来看,腾讯资本连续三个季度向上增长,202001实现2.7倍增速,国内新建和规划数据中心机柜数量庞大,未来2-3年的服务器将迎来新一轮成长周期;同时,5G 加速落地,运营商向云战略转型,2020年运营商服务器需求回暖,也存在边缘服务器增量需求,浪潮作为行业龙头,有望充分受益。

上游 intel 服务器 CPU 收入快速增长,释放服务器需求增加的信号,浪潮积极备货。从服务器上游来看, x86 芯片占服务器成本的 30%,而 intel 占据 x86 芯片 95%的市场份额,因此 Intel 数据中心集团收入可以作为服务器行业需求的前瞻性指标, 2020Q1 该收入增速同比增长 43%,超出预期,反映出下游服务器厂商积极备货的状态,浪潮 2020 年一季度存货同步大幅增长,释放出积极信号。

上游芯片一家独大格局有望打破,公司议价能力提升带来毛利率改善。目前服务器以 x86 架构为主,AMD x86 处理器的性价比逐步超越Intel,二者之间的竞争加剧,intel 已出现让利行为,从中长期来看,arm 架构逐步崛起,芯片供应商可选择性进一步增加,公司议价能力可以提升,获得更好的采购折扣,提升毛利。同时,AI 服务器等高端服务器具备较大潜在需求,毛利率较高,公司综合毛利率水平可以进一步提升。投资建议:我们预计 2020、2021、2022 年 EPS 分别为 0.95 元、1.23元和1.55 元,基于以上判断,维持"买入"评级。

风险提示: AI 服务器产品发展速度存在不确定性,存储产品的推广速度具有不确定性等,公司海外市场拓展存在不确定性

■ 盈利预测和财务指标:

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	51653	66172	78185	90050
(+/-%)	10.04	28. 11	18. 15	15. 18
净利润(百万元)	929	1373	1772	2235
(+/-%)	41.02	47. 79	29. 08	26. 15
摊薄每股收益(元)	0. 72	0. 95	1. 23	1. 55
市盈率 (PE)	41. 78	39. 16	30. 34	24. 05

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算



目录

一、	上下游反映服务器上升周期到来,公司作为龙头受益显著	4
	下游投入持续增长,服务器需求同步增加上游供应商收入大幅提升,公司积极备货	
二、	上游芯片市场竞争加剧,有望释放公司业绩弹性	9
(二)	X86 领域: AMD 实力提高, INTEL 降价应对, 释放公司利润弹性	11
三、	盈利预测及投资建议	15
四、	风险提示	16



报告标题

图表目录

图表 1	: 全	球云计算龙头公司资本支出	4
图表 2	: 国	内互联网厂商资本支出呈上升趋势	5
		里数据中心合作承建方的在建工程规模(亿元)	
图表 4	: 20	19年浪潮收入中多数来自互联网公司	6
图表5	: 20	20 年浪潮来自运营商体量	6
图表 6	: IN1	IEL 数据中心集团收入与服务器出货显著相关	7
图表 7	: IN1	IEL 数据中心集团收入和增速	8
		潮信息 202001 存货增加	
图表9	: Al	DM 的 ROME 系列性能超过 INTEL 的 XEON 系列	9
		AMD 与 NTEL 在同频下单核跑分结果	
图表 1	1: A	MD 在服务器领域的市占率有所提高	10
		INTEL 至强系列处理器芯片价格下调 30%-50%	
图表 1	3: J	E马逊基于 ARM 架构的处理器 GRAVITON2 拥有更高性价比	11
图表 1	4: A	RM 架构可以通过增加核心数大幅提升性能	12
		浪潮 AI 布局	
图表 1	6 : 消	è潮 AI 服务器市场份额排在一位	14
图表 1	7: I	NVLINK 提升 GPU 效率	14



一、 上下游反映服务器上升周期到来,公司作为龙头受益显著

(一) 下游投入持续增长, 服务器需求同步增加

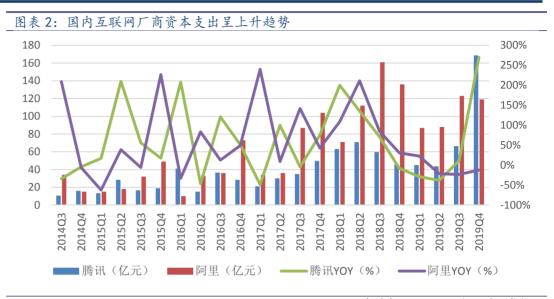
全球互联网公司资本支出迎来新一轮上升周期。全球互联网公司资本开支具备周期性特点,一般周期在 3-5 年,2012-2014 年,2016-2018 年是资本支出高点,2019Q1 资本支出增速达到阶段性低点,2019Q2 开始由负转正,同比增长 9%,2019Q3 保持上升上升趋势,同比增速达到 14%,2019Q4 有所放缓,2020Q1 快速上升,资本支出超过历史最高点,实现 156 亿美元,同比增长 34%,其中 Amazon 作为行业领头羊、资本支出增长接近 100%,有望开启新一轮上升周期。



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

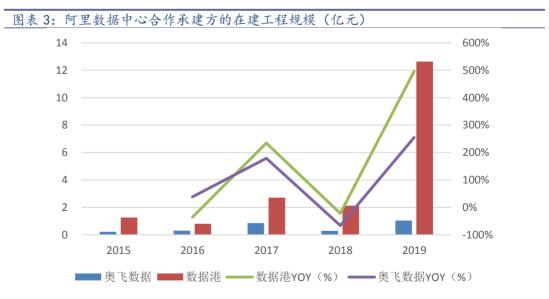
国内互联网公司资本支出上,腾讯自 2019Q3 开始由负转正, 2019Q4 资本支出投资规模同比增长 290%, 实现 169 亿元高峰值; 阿里资本支出降幅收窄, 2020 年 4 月 20 日, 阿里云宣布未来三年投资 2000 亿元用于云操作系统、服务器、芯片、网络等技术研发和面向未来的数据中心建设,阿里集团 2017-2019 年资本开支合计 1158 亿元, 2000 亿元投资将较大程度带动公司数据中心建设和服务器需求体量。

互联网公司资本支出增加,上游服务器需求同步增长。服务器产业链下游客户中互联网公司占据绝对份额,近年来云计算成为互联网厂商收入增长的主要动力,互联网公司的资本开支主要为云基础设施的投资,包括对服务器的需求,因此随着互联网厂商资本支出开启新的一轮增长,上游服务器需求也将随之迎来上升拐点。



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

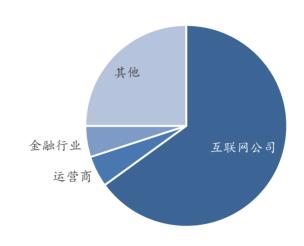
从数据中心投资和承建数据来看,2019 年底开始,阿里多个数据中心启用,包括深圳河源、江苏南通、内蒙古乌兰察布,均可容纳30万台的服务器,合计拥有90万台的服务器需求。根据DCMap咨询机构对北京周边80多个数据中心的调研,截至2020年3月底,北京周边地区数据中心投运机柜数达到17.35万个,在建32.55万个,规划建设27.62万个,在建和规划体量大,阿里数据中心的承建合作方数据港和奥飞数据19年底的在建工程规模庞大,同比增速分别在5倍和2.5倍,根据数据港的公告,2019年底阿里拟扩建数据中心,涉及24.4亿元运营合同,国内数据中心规模有望在未来2-3年保持快速增长,拉动服务器需求的增长。



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

浪潮收入中较高比例来自互联网公司,包括阿里、腾讯、京东和百度等,随着 2020 年互联网公司服务器需求端的快速增长,公司来自互联网客户的收入将快速增长,总体收入规模也将有较好增长速度。

图表 4: 2019 年浪潮收入中多数来自互联网公司



资料来源:草根调研,太平洋证券整理

5g 叠加新基建,运营商市场需求回暖,公司来自运营商收入规模增加。5g 建设加速,叠加新基建概念的提出,运营商云数据中心建设加速,服务器需求回暖,2020年初中国移动、中国电信已开启服务器集采招标工作,分别计划采购13.8万台(半年满足期)和5.6万台服务器,较2019年回暖,保守假设移动、联通、电信2020年采购总额分别为20万台、3万台和5.6万台,按照2018年浪潮的中标份额计算,2020年浪潮运营商端需求有望达到4.5万台,单台5.5万元,浪潮来自运营商市场收入规模有望达到24.75亿元。

图表 5: 2020 年浪潮来自运营商体量

	2018			2020E	2018年海湖份额	2020 德潮预针中标数量
	一批次(3月)	二批次(8月)				
移动	85772	67519	80676	200000	13%	26000
联通	3032	0	-	30000	40%	12000
电信	6210	0	-	56314	12%	6757.68
合针						44757.68

资料来源: 招标网, 太平洋证券整理

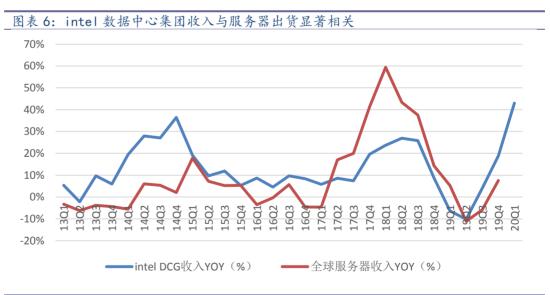


5G 时代边缘计算产业包含服务器在内具备万亿的市场空间, IDC 预测, 到 2022 年, 30%的企业在边缘计算和边缘数据中心 IT 设施上的支出将两倍于核心数据中心。

2017年6月,以形成运营商行业面向电信应用的深度定制、开放标准、统一规范的服务器技术方案及原型产品为目标,中国移动、中国电信、中国联通、中国信通院、英特尔、浪潮等公司共同发起 OTII(Open Telecom IT Infrastructure)联盟,基于该标准,2019年2月25日,浪潮首发相应的边缘计算服务器 NE5260M5,专为5G设计,可承担物联网、MEC 和NFV等5G应用场景,中标中国移动首次边缘服务器采购,中标8万台 NE5260M5,产品能力获得认可,后续运营商预计会对边缘服务器进行大规模采购,可以为公司带来一定增量收入。

(二) 上游供应商收入大幅提升,公司积极备货

上游 intel 芯片收入可作为服务器出货的前瞻指标。目前服务器主流架构仍然以 x86 为主,根据 idc 的数据,2019Q4 全球 x86 服务器收入为 224 亿美元,非 x86 服务器收入为 30 亿元,x86 服务器占比接近 90%,其上游的 x86 处理器市场几乎被 intel 垄断,intel 市场份额高达 95%。回归分析全球服务器销售收入和 intel 数据中心集团 (DCG) 收入,发现二者存在显著的线性回归关系($\alpha=27$. $\beta=3$.08),通过对比二者增速,同样可以看到显著的正相关性。



资料来源: intel 季报、idc, 太平洋证券整理

Intel2020 年一季度收入同比增长 43%, 超出预期, 其中云服务商增长 53%, 公司 2020 年二季度给出的数据中心收入指引为 25%, 仍保持较快增长预期, 表明下游服务器厂商备货积极, 服务器需求旺盛。

公司深度报告 报告标题



资料来源: intel 季报, 太平洋证券整理

公司 2020 年一季度积极备货,存货总额接近 125 亿元,同比增长 78%,环比增长 46%,二季度服务器出货量有望实现较快增长。



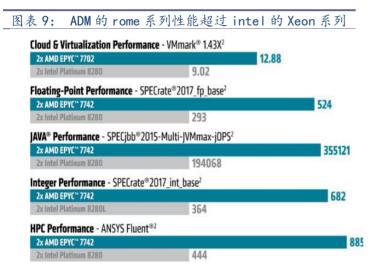
资料来源: 浪潮财报, 太平洋证券整理

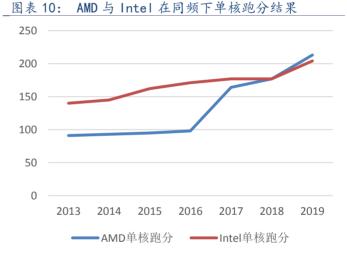


二、 上游芯片市场竞争加剧,有望释放公司业绩弹性

(一) X86 领域: AMD 实力提高, intel 降价应对, 释放公司利润弹性

AMD 处理器具备高性价比,竞争力增强。2019 年 8 月,AMD 发布 x86 处理器 EPYC Rome,采用7nm 工艺,最多可提供 64 内核和 128 线程,支持 Pc le4.0,拥有强悍的运算效能,相比一代 NAPLES,同样的能耗下性能提升一倍,相比 intel 的 14nm 工艺,具备能耗优势(TDP 最高 240W),更高的时钟频率、更大的缓存,并且在价格上极具优势,对比 AMD 的 ROME 系列和 intel 至强系列,在云平台与虚拟化、浮点性能、JAVA 和高性能计算上,AMD 的表现更优,在 Cinebench R15 上,同频率下 AMD 的单核的分在 2019 年超过了 Intel。





资料来源: AMD 官网, 太平洋证券整理

资料来源: Cinebench R15, 太平洋证券整理

AMD 获得更多厂商支持,市占率提高。随着 AMD 产品实力的提升,公司拥有的生态合作伙伴已达 60 多家,包括技嘉和 QCT 等原始设计供应商,博通、美光、赛灵思等独立硬件供应商,并得到了微软和多个 Linux 操作系统供应商的支持,主流云计算厂商也宣布支持 AMD EPYC ROME 额处理器,开始小批量的使用,公司在服务器领域的市占率也有所提高,19Q4 达到 4.5%。RMD 二代 EPYC 支持应用情况:

- (1) Google 在内部基础架构生产数据中心环境部署 ROME 系列, 云计算引擎也支持 ROME 系列;
- (2) 微软基于 ROME 系列,应用全新 Azure 虚拟机提供预览,提供基于云的远程桌面和高性能计算工作负载的限量预览;
 - (3)联想宣布利用 ROME 系列所有增强功能的全新解决方案,推出基于 ROME 系列的



ThinkSystem SR655/SR635 服务器;

- (4) DEII 推出全新设计的专为 ROME 系列优化的服务器:
- (5) VMware vSphere 将支持 ROME 系列的安全和其他特性。



资料来源: Mercury Research, 太平洋证券整理

Intelx86 处理器降价,下游服务器厂商受益芯片价格降低,公司毛利弹性空间有望增强。应对来自 AMD 的竞争,2019 年 4 月,Intel 推出二代至强系列,在提供更多内核的情况下价格不变,相比一代单核价格平均下降 20%,2020 年 1 月再次降价,价格平均降低 30%-50%, AMD64 核/128 线程的 EPYC7742 单片价格不到 7000 美元,仍具备较大的价格差距,随着竞争的加剧,可以预期价格的进一步下调,公司受益原材料端成本的降低,毛利率有望得到提升。

图表 12: lintel 至强系列处理器芯片价格下调 30%-50%

		Cores	Base Freq	Turbo Freq	L3 Cache	TDP (W)	Optane	Price
Xeon Platinum 8200								
8280	L	28	2.7	4.0	38.50	205	Yes	\$17906 to \$13012
8276	L	28	2.2	4.0	38.50	165	Yes	\$16616 to \$11722
8260	L	24	2.4	3.9	25.75	165	Yes	\$12599 to \$7705
8253	L	16	2.2	3.0	35.75	165	Yes	
				Xeoi	n Gold 6200			
6240	L	18	2.6	3.9	24.75	150	Yes	\$10342 to \$5448
6238	L	22	2.1	3.7	30.25	140	Yes	to \$5615
Xeon Gold 5200								
5215	L	10	2.5	3.4	16.50	85	Yes	\$9119 to \$4224

资料来源: Intel, 太平洋证券整理

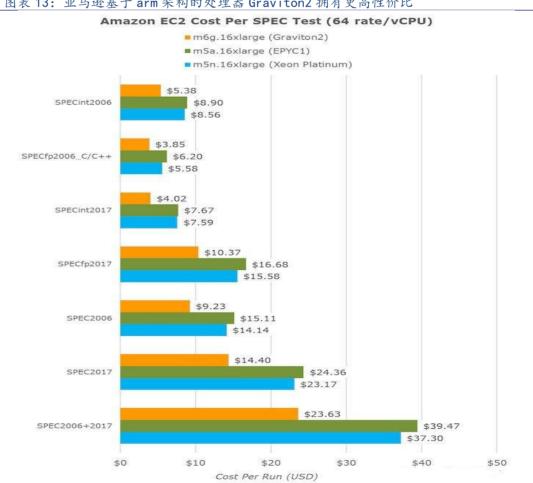


(=)ARM 架构逐步崛起, 芯片可选择性增加增强公司议价能力

从中期来看,基于非 X86 架构的服务器市场冉冉升起。目前非 X86 架构处理器主要包括 ARM 架构和 RISC-V 等架构,ARM 架构在移动端傲视群雄,并逐步向 PC 和服务器市场上拓展。从中长 期来看,随着 ARM 架构性能逐渐攀升,和 X86 架构自身性能提升的瓶颈, ARM 架构的服务器有望 实现突破:

1、ARM 架构的性能得到大幅提升

目前基于 ARM 架构的服务器芯片性能大幅提升,如富士通的 A64FX、Cavium 的 ThunderX2, 华为的鲲鹏 920. 已具备一定的竞争实力。ARM 公司在 2018 年发布了针对服务器的 Neoverse 架构, 2019 年又推出基于 7nm 工艺的 N1 架构,基于此架构,亚马逊推出 Graviton 处理器, 2019 年 12月4日,亚马逊推出 Graviton2,比1代提升7倍性能,浮点性能是2倍,存储速度是5倍, AWS表示, Graviton2相较 x86 同类产品计算量提升 4倍, 性价比提升最高达 40%。



图表 13:亚马逊基于 arm 架构的处理器 Graviton2 拥有更高性价比

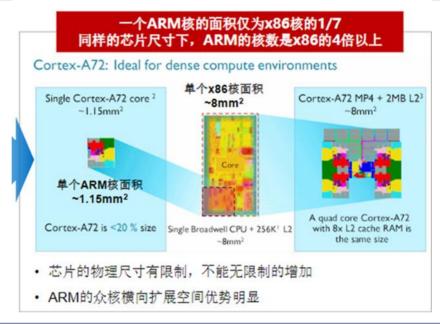
资料来源: Anandtech, 太平洋证券整理



2、X86 架构的更新周期和成本上升

X86 架构的提升一方面依靠指令集的增加,一方面是制造工艺的提升。X86 架构不断扩充的指令集臃肿造成其运行效率的下降,需要依靠制造工艺的提升来弥补,然而当芯片工艺进入 28nm 以下空间时,靠工艺提升性能的成本会急剧上升,更新周期也会有所拉长,ARM 核的面积更小,可以通过增加核数来获得性能的大幅提升,突破依靠工艺提升性能的限制。

图表 14: ARM 架构可以通过增加核心数大幅提升性能



资料来源: 华为, 太平洋证券整理

低功耗、低发热和低成本是 ARM 架构最大的优势,适宜部分 IT 场景如存储、大数据、web hosting、HPC等,目前不少云企业开始尝试 ARM 服务器,国内华为鲲鹏和飞腾基于 ARM 架构自研芯片,进入了政府端和运营商的采购清单。

从短期来看,X86 架构仍然主导市场,ARM 在部分超高性能计算上需求增加,随着 ARM 生态的完善,未来 ARM 和 X86 并行的时代下,供应商的可选择性增加,公司面对上游的议价能力将增强,可以获得更好的采购折扣,同时 X86 架构的芯片利润空间会有所下降,服务器市场的 CPU 架构会面临新一轮的洗牌,浪潮做为整机厂,本身并不排斥与其他芯片厂商的合作,目前已经完成与飞腾等其他芯片厂商的适配工作,规模化优势、成熟的供应链体系、成本控制、快速技术迭代和产品交付能力,市场领头羊地位也将成为芯片厂商争相合作的伙伴。



(三) 5G、人工智能带来需求变革,浪潮前瞻性布局收获红利

根据 IDC 数据,2019 年中国 AI 服务器市场规模达 23.3 亿美元,同比增长 57.9%,是全球增速的两倍,5G 技术逐步商用化,超高清、物联网等场景下,对云平台的高吞吐、高并发计算和存储需求更加严苛,x86 通用 CPU 处理平台已面临一定的瓶颈,通过 GPU/FPGA 乃至 NPU 神经网络处理芯片等异构计算架构可以满足这些需求,带来对 AI 服务器的增量需求。

根据我们 2018 年 9 月发布的《浪潮信息:立于新一轮产业成长之巅》,目前 AI 服务器主流架构以 GPU 为主,但是随着 AI 技术的持续推进,基于 FPGA、ASIC 等平台的 AI 芯片受到市场关注,未来 GPU 独占鳌头的局面或将改变。上游竞争者增多,对于掌握大量客户的服务器企业而言,其议价能力得到提升。从而改善毛利率。

浪潮在AI 领域布局已久,已经不仅仅是一家只提供服务器硬件产品的企业,在智慧计算战略的指导下,公司基于四个层次积极布局AI 计算,除了尖端的计算硬件产品外,还包括综合性的管理套件、优化的深度学习框架,以及端到端的行业解决方案。软硬件产品的结合,解决方案的推出对公司未来毛利率的改善将起到积极作用。公司AI 服务器的性能获得互联网公司和运营商的认可,公司中标中国移动 2020 年 AI 服务器采购,中标 600 台 AI 服务器 NF5468M5,金额超过 2 亿元,为阿里、腾讯、百度供应 90%的 AI 服务器。

图表 15: 浪潮 AI 布局

计算平台

业界最强的AI计算产品阵列,包含GPU、FPGA等AI服务器系列



- NF5288M5(AGX-2)
- GX4
- NF5280M5
- NF5280M5-V
- SR-Al Rack
- F10A FPGA

框架优化

针对主流深度学习框架的优化封装



• Caffe-MPI

管理套件

包含深度学习训练集群管理软件AIStation、应用特征分析系统Teye



- AlStation
- Teye

应用加速

包含应用场景咨询与系统方案设计、应用代码移植优化、计算加速部件性 能横向评测等

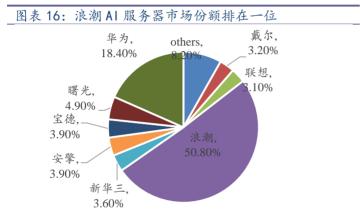


• AI端到端解决方案

资料来源: 浪潮官网, 太平洋证券整理

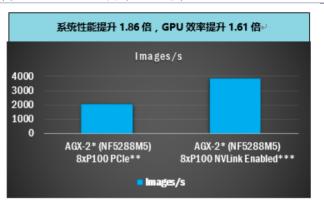


公司拥有业内**最强最全的 AI 服务器产品阵列**,包括单机计算性能高达每秒两千万亿次的最强 AI 计算主机 AGX-5,支持 NVL ink2.0 技术,有效提高 GPU 节点内 P2P 通信效率,降低系统延迟,最高计算密度 AI 服务器 AGX-2、业界性能最好的 Transformer 训练服务器 AI 服务器 NF5488M5 等,2017-2019 年浪潮 AI 服务器的市场份额始终排在第一位,占比超过50%。



资料来源: IDC,太平洋证券整理

图表 17: NVLink 提升 GPU 效率



资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

浪潮作为行业龙头,可以前瞻性进行技术研发和产品设计,在市场规模较小时先发获得市场 认可、绑定客户,可以享受 AI 服务器高价下的高利润空间,在市场规模足够大时,下游客户定价 权增加,公司可以通过规模放量来提高业绩。



三、 盈利预测及投资建议

假设条件1(收入预测):公司从事的主要业务为传统服务器、AI服务器和存储产品的研发、生产及销售,随着互联网厂商新一轮投资周期到来,在建和规划数据中心规模快速增长,带动服务器行业的蓬勃发展,公司作为行业龙头,营业收入仍将持续增长,我们预计公司未来三年的营业收入增速约为28%、18%、15%。

假设条件2(毛利率):公司规模效应逐渐凸显,边际产出有所增加,随着上游竞争加剧,公司对上游的议价能力增强,公司毛利率逐渐回升,我们预计公司2020年-2022年毛利率分别为11.96%、11.99%、12.01%。

假设条件3(费用率): 随着规模效应的体现,公司2020年-2022年销售费用占营业收入比率分别为2.8%、2.78%、2.77%,管理费用占营业收入比率分别为6%、5.94%、5.9%。

根据上述假设, 预计 2020、2021、2022 年 EPS 分别为 0.95 元、1.23 元和 1.55 元。

公司深度报告 报告标题

四、风险提示

AI 服务器产品发展速度存在不确定性,存储产品的推广速度具有不确定性等,公司海外市场拓展存在不确定性。

报告标题





次立名体を(デエ)							知识表(不不)	- 知识表 (不不)	がまって、 ののまってで、	がいま / エエ	4127ま/エエ
资产负债表(百万)	20194	2010 4	2020E	2021E	20225		利润表(百万)	利润表(自力) 2018A			
货币资金	2018A <i>5535</i>	2019A <i>6705</i>	2020E <i>7968</i>	2021E 11182	2022E 11989		营业收入				
页 P 页 金 应 收 和 预 付 款 项	5027	10689	8833	10920	12392		营业成本	6 五収八	5 五収八	6 工化八	6 工化八
应收和预付款项 存货	8217	8568	10753	12701	14624		营业税金及附加	吕亚成平	日亚成本	吕亚风平	52 22 27 122
^{什贝} 其他流动资产	4670	993	1123	1109	1171		销售费用	音亚优亚及图加	自亚代亚及州加	名亚 代 亚及南加	日 亚
流动资产合计	23449	26954	28677	35912	40177		管理费用	2222	0000 0400	0000 0400 0070	2000 2400 2070 4/44
长期股权投资	314	314	314	314	314		财务费用	40.4	101 110	101 110 110	404 440 440 405
投资性房地产	103	99	99	99	99		资产减值损失	510	540 770	540 770 4/5	540 770 4/5 4/0
固定资产	593	847	937	1012	1047		投资收益		// //	// //0	// //0 /// //0
在建工程	133	107	155	167	197		公允价值变动	2	0 0		
_工 工 形 资 产 开 发 支 出	832	701	485	294	164		营业利润	70.4	70.4 4007	704 4007 4500	70.4 4007 4500 4047
长期待摊费用	0	0					其他非经营损益				
其他非流动资产	2150	2455	2345	2257	2184	利润点		700	700 4024	700 1021 1527	700 4024 4527 4074
资产总计	25599	29409	31021	38169	42360	所得税		138	138 75	138 75 112	138 75 112 144
短期借款	2090	1607	1607	1607	1607	净利润		651	651 955	651 955 1415	651 955 1415 1827
应付和预收款项	11034	12718	13794	17407	19403	少数股东损益		-7	-7 27	-7 27 43	-7 <i>27 43 55</i>
长期借款	223	122	122	122	122	归母股东净利润		659	659 929	659 929 1373	659 929 1373 1772
其他负债	2943	4654	3716	5522	5508						
负债合计	16290	19101	19240	24658	26640						
股本	1289	1289	1441	1441	1441			2018A	2018A 2019A	2018A 2019A 2020E	2018A 2019A 2020E 2021E
资本公积	4280	4437	4437	4437	4437	毛利率		11. 02%	11. 02% 11. 97%	11. 02% 11. 97% 11. 96%	11. 02% 11. 97% 11. 96% 11. 99%
留存收益	2366	3165	4444	6118	8258	销售净利率		1. 40%	1. 40% 1. 80%	1. 40% 1. 80% 2. 07%	1. 40% 1. 80% 2. 07% 2. 27%
归母公司股东权益	8975	9947	11378	13052	15192	销售收入增长率	8	84. 1 <i>7</i> %	34. 17% 10. 04%	34. 17% 10. 04% 28. 11%	24. 17% 10. 04% 28. 11% 18. 15%
少数股东权益	334	361	404	459	528	EBIT 增长率	67.	86%	86% -5. 29%	86% -5. 29% 42. 67%	86% -5. 29% 42. 67% 26. 59%
股东权益合计	9310	10308	11782	13511	15720	净利润增长率	54. 05	%	5% 41. 02%	5% 41.02% 47.79%	5% 41. 02% 47. 79% 29. 08%
负债和股东权益	25599	29409	31021	38169	42360	ROE	7. 34%	6	9. 34%	9. 34% 12. 06%	9. 34% 12. 06% 13. 57%
						ROA	2. 57%	í	3. 16%	3. 16% 4. 42%	3. 16% 4. 42% 4. 64%
现金流量表(百万)						ROIC	17. 05%	í	20. 41%	20. 41% 28. 00%	20. 41% 28. 00% 48. 78%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS (X)	0. 51		0. 72	0. 72 0. 95	0. 72 0. 95 1. 23
经营性现金流	1330	865	1708	3896	1431	PE(X)	31. 17	7	41. 78	41. 78 39. 16	41. 78 39. 16 30. 34
投资性现金流	-243	3088	-533	-524	-462	PB(X)	2. 29		3. 90	3. 90 4. 72	3. 90 4. 72 4. 12
融资性现金流	1593	-2812	88	-158	-162	PS(X)	0. 44		<i>0. 75</i>	0. 75 0. 81	0. 75 0. 81 0. 69
现金增加额	74	80	0	0	0	EV/EBITDA(X)	10. 64	23.	. 73	. 73 24. 78	. 73 24. 78 19. 10

资料来源: WIND, 太平洋证券



投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上:

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

看淡: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间; 持有: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间; 减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

销售团队

柏	邮名	手机	姓名	职务
ı. com	wangjl@tpyzq.	13910596682	王均丽	华北销售总监
q. com	chengxy@tpyzo	18519233712	成小勇	华北销售
zq. com	mengchao@tpyz	13581759033	孟超	华北销售
com	weikj@tpyzq.d	13701050353	韦珂嘉	华北销售
com	weiht@tpyzq.d	13269328776	韦洪涛	华北销售
ı. com	chenhm@tpyzq.	13564966111	陈辉弥	华东销售副总监
pyzq. com	liyangyang@tp	18616341722	李洋洋	华东销售
ı. com	yanghp@tpyzq.	17717461796	杨海萍	华东销售
q. com	liangjp@tpyzo	15999569845	梁金萍	华东销售
yzq. com	yangjinga@tpy	18616086730	杨晶	华东销售
com	qinjj@tpyzq.d	18717767929	秦娟娟	华东销售
ı. com	wangyq@tpyzq.	17321189545	王玉珙	华东销售
om	cixc@tpyzq.co	18621268712	慈晓聪	华东销售
q. com	zhangqp@tpyzo	13923766888	张茜萍	华南销售总监
com	zhafl@tpyzq.d	18520786811	查方龙	华南销售
om	hubh@tpyzq. co	18566223256	胡博涵	华南销售
q. com	zhangzy@tpyzo	13554982912	张卓粤	华南销售
q. com	zhangwt@tpyzo	18820150251	张文婷	华南销售
cpyzq. com cq. com com cq. com com com com com com com com com	liyangyang@tpyzq. liangjp@tpyzq. yangjinga@tpyzq. qinjj@tpyzq. wangyq@tpyzq. cixc@tpyzq.co zhangqp@tpyzq. hubh@tpyzq.co zhangzy@tpyzq.co	17717461796 15999569845 18616086730 18717767929 17321189545 18621268712 13923766888 18520786811 18566223256 13554982912	李杨梁杨秦王慈张查胡张洋海牵晶娟琪聪萍龙涵粤	华华华华华华南华华华华南南南南南镇镇





研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610)88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格,经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证,本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告,视为同意以上声明。