

强烈推荐-A (维持)

兆易创新 603986.SH

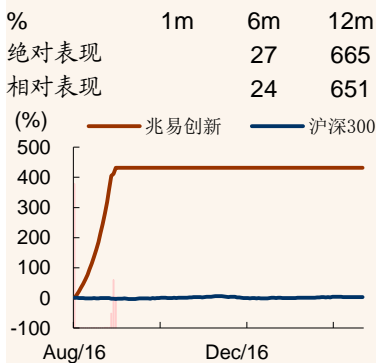
目标估值: 210 元  
当前股价: 177.97 元  
2017 年 03 月 13 日

收购补全存储器版图, NOR 涨价提升业绩弹性

基础数据

上证综指	3213
总股本(万股)	10000
已上市流通股(万股)	2500
总市值(亿元)	178
流通市值(亿元)	44
每股净资产(MRQ)	12.4
ROE(TTM)	14.7
资产负债率	21.4%
主要股东	朱一明
主要股东持股比例	12.22%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《兆易创新(603986)一拟收购北京矽成, 补全存储器芯片版图》2017-02-14
- 2、《兆易创新(603986)一业绩符合预期, 存储器和 MCU 芯片业务高速增长》2016-10-28
- 3、《兆易创新(603986)新股分析一国内存储器芯片设计龙头, 受益芯片国产化战略》2016-08-18

郦凡

0755-83074419  
yanfan@cmschina.com.cn  
S1090511060002

李学来

lixuelai@cmschina.com.cn  
S1090516070001

事件:

公司发布收购预案(修订稿): 拟发行股份及支付现金的方式收购北京矽成 100% 股权。其中发行股份支付对价为 47.5 亿元, 现金支付对价为 17.5 亿元。同时, 公司拟募集配套资金 20.3 亿元。公司股票将于 3 月 13 日复牌。

点评:

- 北京矽成是全球领先的 SRAM 和 DRAM 芯片设计厂商。矽成的主营业务为集成电路存储器及相关器件的设计、制造和销售, 存储芯片业务是公司最核心业务, 占收入的比重超过 95%, 主要收入来自 DRAM、SRAM 存储芯片, 其产品主要面向专用领域市场, 广泛应用于工业、汽车、通信设备、医疗和消费电子等领域。公司在 SRAM 和 DRAM 领域分别位居全球第二和第八位。
- 收购矽成将助公司补全存储器版图, 打造全球影响力的存储器业务。兆易是国内存储器芯片设计龙头, 其主要业务是 NOR Flash、NAND Flash 和 MCU 芯片。矽成在 SRAM 和 DRAM 领域具有全球竞争力, 在汽车、工业等领域拥有一批优质客户, 包括汽车领域的 Delphi、Valeo、TRW, 工业领域的 Siemens、Schneider、Honeywell、GE、ABB 和三菱等。收购矽成之后, 公司将增加 SRAM 和 DRAM 业务, 补全存储器版图, 将进一步提升公司在全球的竞争力。
- 收购矽成有助于提升公司的盈利水平。矽成方面承诺 2017-2019 年的扣非净利润分别为 2.99/4.42/5.72 亿元, 收购价格相对于 2017 年的业绩承诺 PE 为 21.7 倍, 远低于 A 股同类公司的估值。若矽成可完成业绩承诺, 2017-2019 年合并备考利润将相当可观, 大幅提升公司的盈利水平。
- 供需紧张, NOR Flash 存储器价格上涨提升公司业绩弹性。由于产能紧张及 AMOLED 等需求旺盛, NOR Flash 今年上半年有望涨价 30%, 美光、华邦电、旺宏等股价大幅上涨。NOR Flash 涨价的主要原因: 1) 新增晶圆产能有限, Cypress 关闭生产线, 以及美光退出 NOR Flash 业务加剧产能紧张, 晶圆代工价格上涨; 2) AMOLED 面板、物联网等爆发带动 NOR Flash 需求大幅增长; 3) 市场集中度提升; 4) DRAM 和 NAND Flash 涨价的带动效应。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级。考虑公司的业绩增长和矽成的业绩承诺, 以及股本增加的因素, 预计 2017-2019 年公司的备考业绩分别为 5.89/8.19/10.62 亿元, 当前股价 17/18/19 年对应的 PE 分别为约 43/31/24 倍。维持“强烈推荐-A”投资评级, 目标价 210 元。
- 风险提示: 行业景气度下滑, 重组进展不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	947	1189	1499	1888	2377
同比增长	20%	26%	26%	26%	26%
营业利润(百万元)	91	163	179	314	414
同比增长	38%	79%	10%	75%	32%
净利润(百万元)	98	158	172	290	377
同比增长	44%	61%	9%	68%	30%
每股收益(元)	1.31	2.11	1.72	2.90	3.77
PE	136.2	84.5	103.3	61.4	47.2
PB	31.8	23.3	14.6	12.2	10.2

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

公司发布收购北京矽成预案（修订稿）公告.....	3
北京矽成是全球领先的存储器芯片设计厂商.....	3
收购矽成将补全公司存储器版图，提升全球竞争力.....	4
存储器芯片供需紧张，NOR Flash 涨价提升公司业绩弹性.....	5
半导体存储器行业的全球格局.....	7
全球半导体存储器规模近 800 亿美元.....	7
半导体存储器市场被三星、海力士、美光等寡头垄断.....	8
存储器产业链的投资机会分析.....	10
技术变革时期，新型存储器或助中国弯道超车.....	10
投资建议.....	11

## 图表目录

图 1 公司营收中下游细分市场占比.....	3
图 2 公司营收中各类产品占比.....	3
图 3 北京矽成的股东及股权结构.....	4
图 4 北京矽成最近 3 年的营收和利润情况.....	4
图 5 半导体存储器芯片分类.....	5
图 6 NAND Flash 和 DRAM 价格走势.....	6
图 7 存储器龙头公司的股价表现强势.....	6
图 8 2015 年全球硬盘和半导体存储器产值对比（单位：亿美元）.....	7
图 9 全球半导体产品总销售额和存储器销售额.....	7
图 10 中国半导体存储器市场规模（亿人民币）.....	8
图 11 2014 DRAM 主流供应商营收(亿美元)及市占率.....	8
图 12 2015 DRAM 主流供应商营收(亿美元)及市占率.....	8
图 13 2015Q1 移动 DRAM 主流供应商市占率.....	9
图 14 2014 NAND 主流供应商市场规模（亿美元）及市占率.....	9
图 15 2012 NOR flash 主流供应商市占率.....	10
图 16 2013 NOR flash 主流供应商市占率.....	10
表 1: 并购后公司业绩预测和估值水平（假设配套融资股份发行价格为 158.3 元/股）.....	5
附：财务预测表.....	12

## 公司发布收购北京矽成预案（修订稿）公告

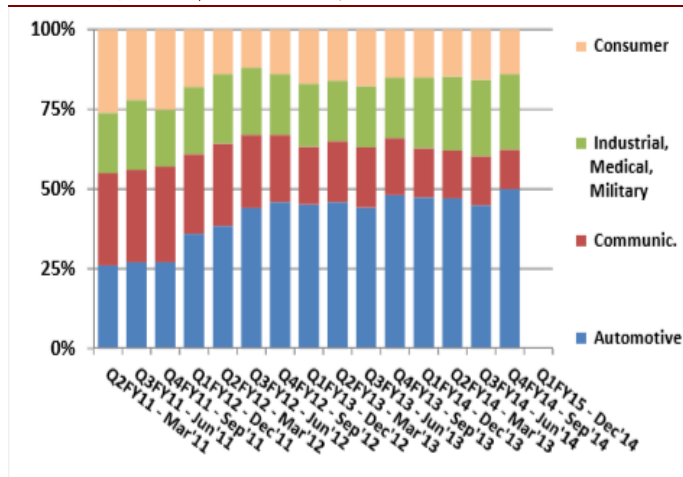
3月11日，公司发布收购预案（修订稿）：拟发行股份及支付现金的方式收购北京矽成100%股权（作价65亿元）。其中发行股份支付对价为47.5亿元，现金支付对价为17.5亿元。同时，公司拟募集配套资金20.3亿元。本次发行股份及支付现金购买资产的股份发行价格是158.30元/股，而募集配套资金的股份发行价格采用询价方式确定。

标的业绩承诺：上海承裕、屹唐投资、华创芯原和闪胜创芯作为业绩承诺方，其承诺标的公司在2017年度、2018年度和2019年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别为2.99亿、4.42亿和5.72亿元。

## 北京矽成是全球领先的存储器芯片设计厂商

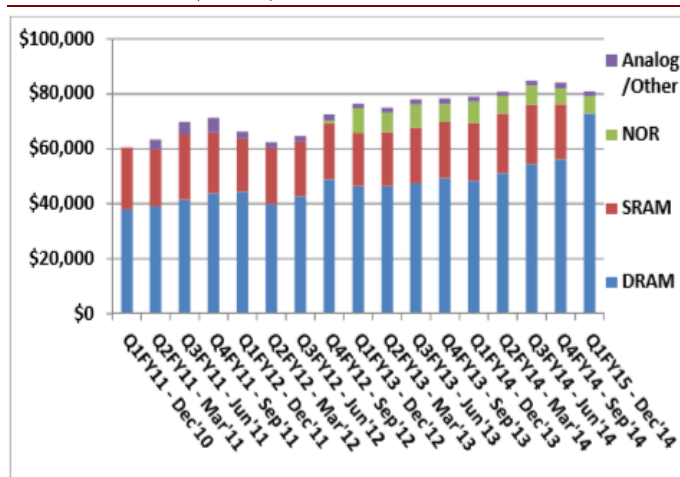
北京矽成及其下属公司的主营业务为集成电路存储器及相关器件的设计、制造和销售，集成电路存储芯片业务是公司最核心业务，报告期内占收入的比重超过95%，主要收入来自DRAM、SRAM存储芯片，以及部分FLASH和ANALOG产品。产品主要面向专用领域市场，广泛应用于工业、汽车、通信设备、医疗和消费电子等领域，主要客户以汽车行业占比最高，其次为工业、医疗、通信、消费类等领域。

图1 公司营收中下游细分市场占比



资料来源：招商证券，公司资料

图2 公司营收中各类产品占比



资料来源：招商证券，公司资料

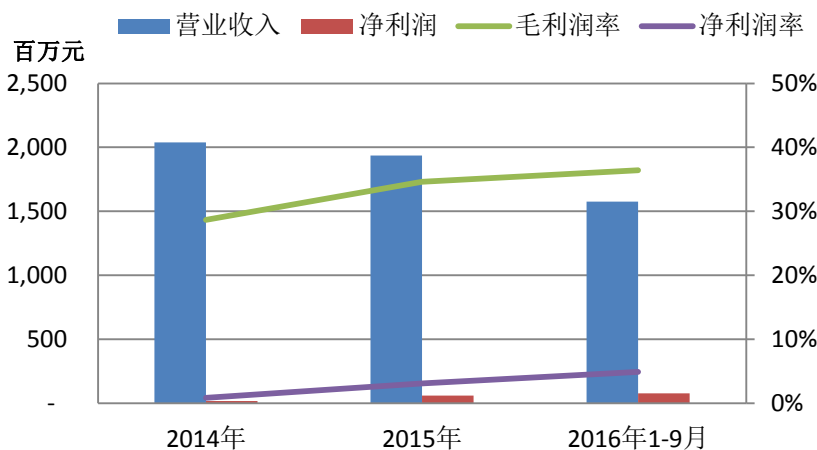
标的公司是2015年12月成功私有化并从纳斯达克退市的美国公司芯成半导体(ISSI)，芯成半导体在易失性存储芯片领域拥有上百种自主研发专利，跻身国际一流梯队。公司的存储芯片产品在DRAM、SRAM领域保持全球领先地位，根据第三方机构IHS统计，2016年上半年，标的公司的SRAM产品收入在全球SRAM市场中位居第二位，仅次于赛普拉斯；DRAM产品收入在全球DRAM市场中位居第八位，与三星、海力士、美光、华邦电子等国际一流厂商一同处于行业领先地位。同时，北京矽成拥有一批优质客户，包括汽车领域的Delphi、Valeo、TRW，工业领域的Siemens、Schneider、Honeywell、GE、ABB和三菱等，多年来关系稳定。

图 3 北京矽成的股东及股权结构

序号	股东名称	出资额（万元）	出资方式	出资比例（%）
1	上海承裕资产管理合伙企业(有限合伙)	22,435.4620	货币	43.17
2	北京屹唐半导体产业投资中心(有限合伙)	19,312.1603	货币	37.16
3	北京华创芯原科技有限公司	7,812.5000	货币	15.03
4	上海閃胜创芯投资合伙企业(有限合伙)	1,966.9490	货币	3.79
5	烟台民和志威投资中心(有限合伙)	439.8777	货币	0.85
合计		51,966.9490	-	100.00

资料来源：招商证券，公司资料

图 4 北京矽成最近 3 年的营收和利润情况



资料来源：招商证券，公司资料

2014 年、2015 年和 2016 年 1-9 月，北京矽成未经审计的营业收入分别为 203,759.90 万元、193,575.52 万元和 157,534.90 万元，营业收入规模保持相对稳定；同期，北京矽成备考合并报表层面实现净利润 1,725.56 万元、5,956.84 万元及 7,738.77 万元，净利润规模整体呈逐年高速增长趋势。

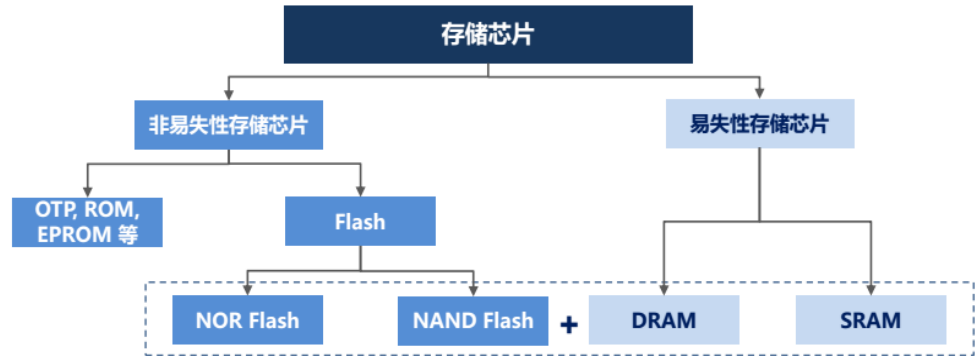
2015 年度，北京矽成备考合并报表的净利润水平较 2014 年同比增加 4,231.27 万元，增幅达 245.21%，该增长主要系标的公司的备考报表根据北京矽成前次收购时存货购买价格增值情况调整 2014 年的主营业务成本所致。

## 收购矽成将补全公司存储器版图，提升全球竞争力

兆易是国内存储器芯片设计龙头，其主要业务是 NOR Flash、NAND Flash 和 MCU 芯片。矽成在 SRAM 和 DRAM 领域分别位居全球第二和第八，具有全球竞争力，在汽车、工业等领域拥有一批优质客户。在国内尚无 DRAM 专利技术及研发实力的背景之下，本次收购将弥补国内存储领域空白，造就国内首个存储芯片全产品的自主研发及销售平

台。收购矽成之后，公司将增加 SRAM 和 DRAM 业务，补全存储器版图，进一步提升公司在全球的竞争力。

图 5 半导体存储器芯片分类



资料来源：招商证券

收购矽成有助于提升公司的盈利水平。矽成方面承诺 2017-2019 年的扣非净利润分别为 2.99 亿、4.42 亿和 5.72 亿元，收购价格相对于 2017 年的业绩承诺为 21.7 倍，远低于 A 股同类公司的估值。根据我们的预测，兆易创新自身业绩将保持较快增长，假设矽成完成业绩承诺，2017-2019 年合并备考利润将相当可观，EPS 大幅增长，并降低公司当前股价的估值水平。

表 1: 并购后公司业绩预测和估值水平 (假设配套融资股份发行价格为 158.3 元/股)

	2017E	2018E	2019E
净利润 (亿元)	2.90	3.77	4.90
矽成业绩承诺 (亿元)	2.99	4.42	5.72
备考利润	5.89	8.19	10.62
增发前股本 (百万)	100	100	100
增加股本 (百万)	42.85	42.85	42.85
增发后总股本 (百万)	142.85	142.85	142.85
停牌前股价	177.97	177.97	177.97
总市值 (亿元)	254.22	254.22	254.22
P/E	43.16	31.04	23.94

资料来源：招商证券、公司资料

## 存储器芯片供需紧张，NOR Flash 涨价提升公司业绩弹性

下游需求超预期，产能供求不足导致存储器芯片价格持续上涨，公司将从中受益。半导体存储器的涨价始于 2016 年二季度，首先是 NAND Flash，到三季度，DRAM 也开始涨价。截至目前，NAND Flash 和 DRAM 的涨幅分别超过 30% 和 60%。NOR Flash 也同样出现涨价的趋势。

由于产能紧张及 AMOLED 等需求旺盛，NOR Flash 今年上半年有望涨价 30%。NOR Flash 涨价主要原因：

- ✓ 近几年全球 NOR Flash 新增产能极少，Cypress 关掉明尼苏达的 NOR Flash 晶圆

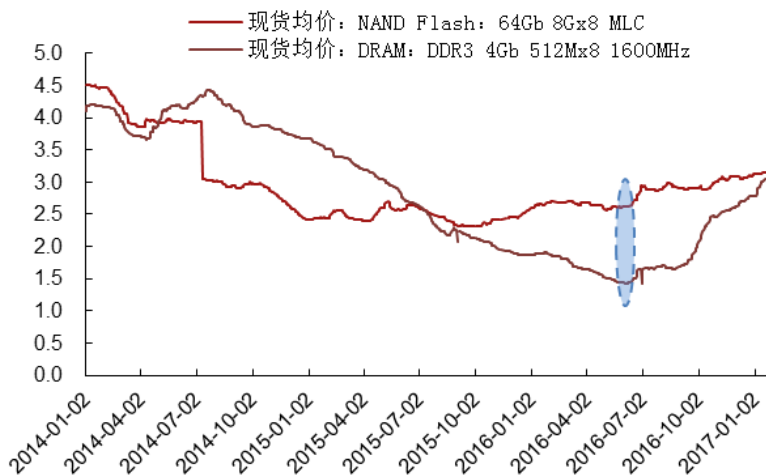


厂，以及美光有意出售 NOR Flash 业务，将产线转化成 DRAM 生产线，导致目前产能吃紧。

- ✓ 过去几年 NOR Flash 市场缓慢萎缩，部分生产线放弃生产 NOR Flash，市场集中度提升。
- ✓ 下游需求大幅增长。AMOLED 面板需要使用 NOR Flash 维持色彩，其爆发带动 NOR Flash 需求增长。物联网、智能家居、智能车和无人机等市场快速增长，拉动 NOR Flash 的需求。
- ✓ DRAM、NAND Flash 价格的上升带动了 NOR Flash 价格提升。

我们判断，此次存储器价格上涨是由于产能不足和原材料涨价引起的，持续时间将超过 1 年，有望持续到今年年底。芯片价格的上涨对兆易创新和北京矽成形成利好，公司的业绩有望超预期。今年以来美光、华邦、旺宏等公司股价大幅上涨，反映了市场对 NOR Flash 涨价的预期。

图 6 NAND Flash 和 DRAM 价格走势



资料来源：招商证券，Wind

图 7 存储器龙头公司的股价表现强势



资料来源：招商证券，Wind

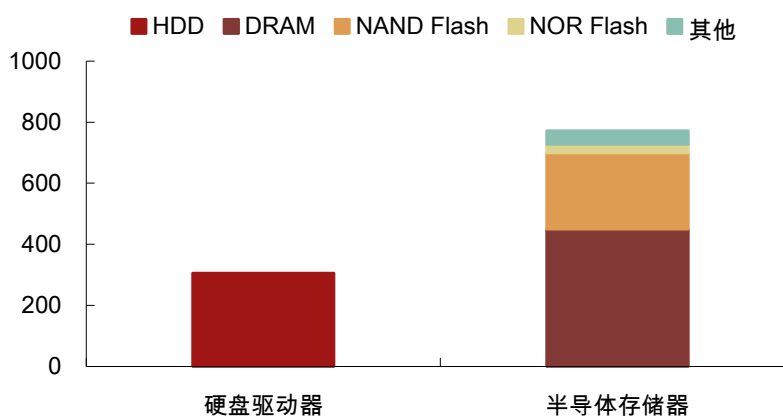
## 半导体存储器行业的全球格局

### 全球半导体存储器规模近 800 亿美元

半导体存储器超越硬盘，成为全球主流存储器。2015 年全球硬盘驱动器（HDD）的市场销售额约 300 亿美元，而半导体存储器的销售额接近 800 亿美元，半导体存储器是全球最主流的存储器。随着固态硬盘（SSD）的普及，将进一步侵蚀 HDD 的市场，半导体存储器的市场地位将越来越高。

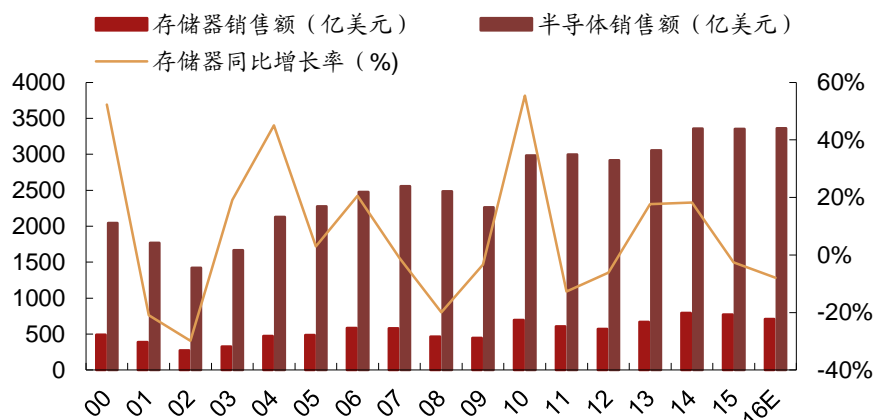
在半导体产品中，存储器所占比重达到 20% 以上，是重要的半导体产品类型。2015 年全球半导体市场销售额为 3352 亿美元，其中存储器的销售额为 772 亿美元，存储器在半导体产品中的占比为 23%。中国作为全球电子产品的制造基地，一直以来都是存储器产品最大的需求市场，根据赛迪顾问的研究，2015 年中国大陆地区的半导体存储器市场规模为 2843 亿元（约 400 亿美元）。

图 8 2015 年全球硬盘和半导体存储器产值对比（单位：亿美元）



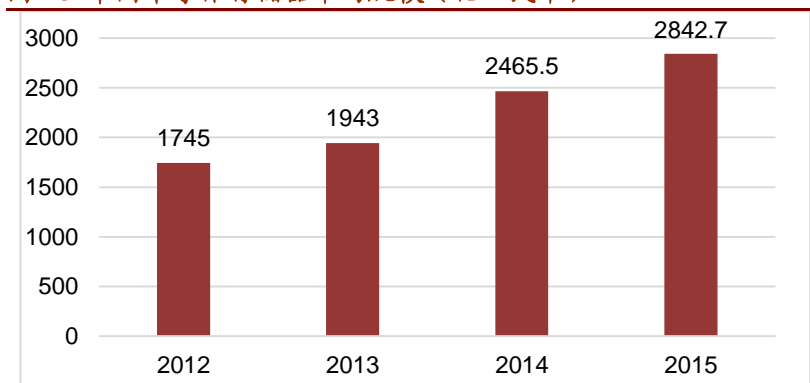
资料来源：招商证券，Wind、IHS、IC Insights

图 9 全球半导体产品总销售额和存储器销售额



资料来源：招商证券，Wind

图 10 中国半导体存储器市场规模 (亿人民币)



资料来源: 招商证券, 赛迪顾问

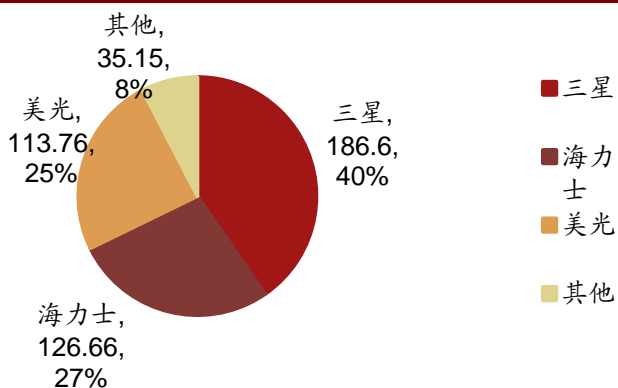
### 半导体存储器市场被三星、海力士、美光等寡头垄断

半导体存储器是一个高度垄断的市场, 其三大主流产品 DRAM, NAND Flash, NOR Flash 更是如此, 尤其是前两者, 全球市场基本被前三大公司占据, 且近年来垄断程度逐步加剧。以 DRAM 和 NAND 两种主要存储芯片为例, 2016 年第一季度, DRAM 市场 93% 份额由韩国三星、海力士和美国美光科技三家占据, 而 NAND Flash 市场几乎全部被三星、海力士、东芝、闪迪、美光和英特尔等六家瓜分。

**(1) DRAM: 全球市场规模约 410 亿美元。**目前 DRAM 行业基本被三星, 海力士, 美光三家垄断了 95% 以上的市场。2014 年, 三星、海力士在先进制程上表现出色, 三星(Samsung)已大规模采用 20nm 工艺, 毛利率达 42%, SK 海力士则以 25nm 工艺为主, 毛利率达 40%, 两者获利能力皆进一步提升, 而美光的工艺则仍以 30nm 制程为主, 毛利率约为 24%, 远低于前两家, 故 DRAM 市场的垄断格局有加剧之势, 尤其是三星, 由于率先进入 20nm 量产时代, 成功销售不少高附加价值产品, 2015 年 DRAM 市场虽略有萎缩, 但三星的营业收入反而逆势生长, 突破 200 亿美元大关, 并连续 24 年蝉联 DRAM 半导体全球市占率第一。

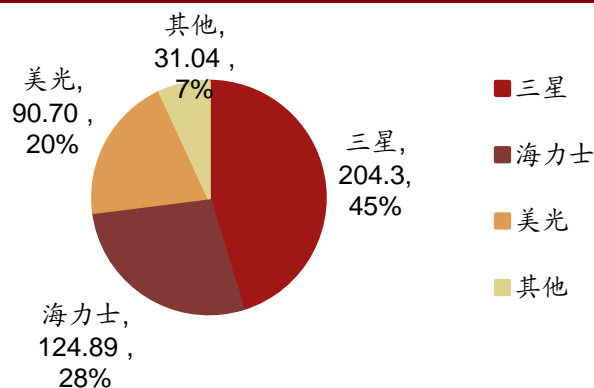
在移动 DRAM 市场上, 三星与海力士的市占率超过 80%, 呈现压倒性优势。

图 11 2014 DRAM 主流供应商营收(亿美元)及市占率



资料来源: 招商证券, IHS

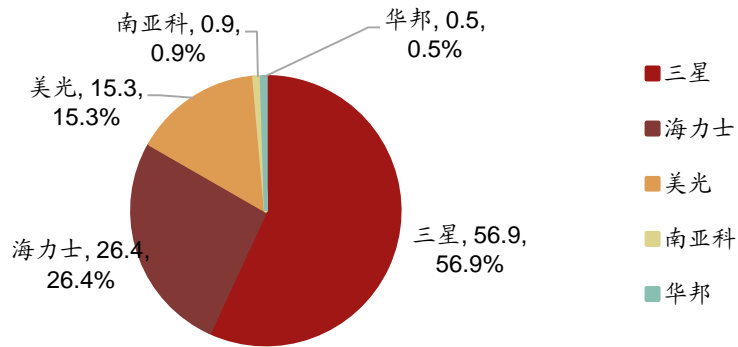
图 12 2015 DRAM 主流供应商营收(亿美元)及市占率



资料来源: 招商证券, IHS



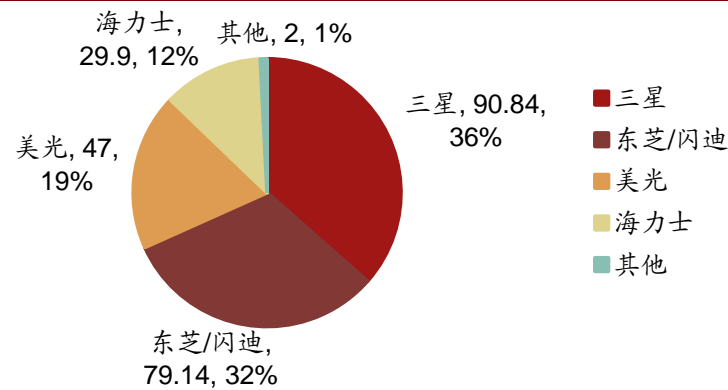
图 13 2015Q1 移动 DRAM 主流供应商市占率



资料来源：招商证券，IHS

**(2) NAND Flash: 全球市场规模约 300 亿美元。** NAND 的垄断形势比 DRAM 更加严重，三星依然是行业龙头，连续多年市占率维持在 35%左右，东芝则和闪迪联手，共同夺得了 NAND 领域第二的位子，市占率一般保持在 30%左右；美光则拥有英特尔的帮助，排行第三；海力士在 2011 年市占率超过了美光，之后则将重心放在了 DRAM 方面，2012-14 年连续三年排第四。上述四家公司垄断了整个 NAND 市场，且垄断程度呈上升趋势，2011 年到 2014 年期间，四大寡头的 NAND 市占率由 91.3%上升到了 99.2%。

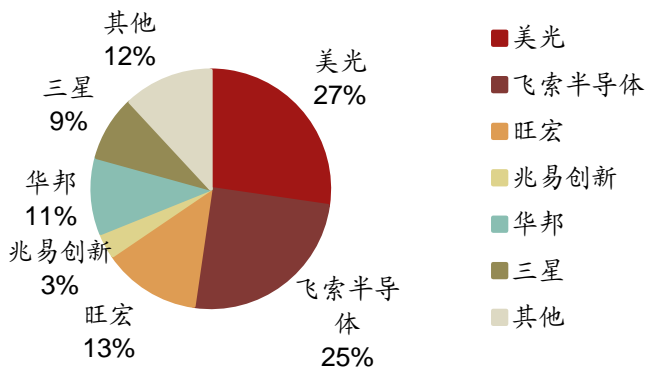
图 14 2014 NAND 主流供应商市场规模（亿美元）及市占率



资料来源：招商证券，IHS

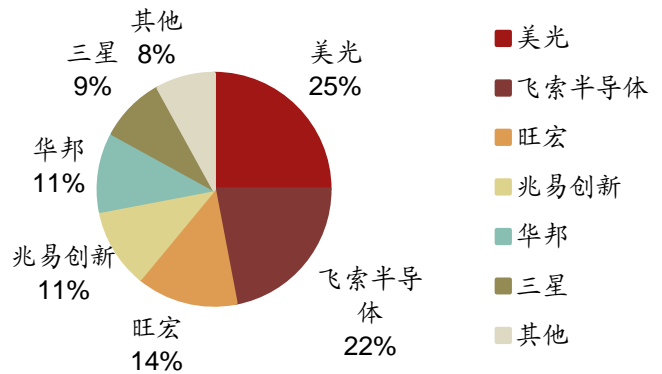
**(3) NOR Flash: 全球市场规模约 30 亿美元。** 相对 DRAM 和 NAND 来说，NOR 市场要小的多，分散程度也更大，目前市场主要由美光、飞索半导体（被 Cypress 收购）、旺宏、三星、华邦、兆易创新、宜扬科技七家主导，前五家属于 IDM 模式，后两家属于 Fabless 模式，其中兆易创新是我国唯一一家在主流存储器设计行业掌握一定话语权的企业，其在 NOR Flash 领域进步飞速，2012 年还仅占市占率的 3.4%，到 2013 年已跃居 11%，位列全球第四。

图 15 2012 NOR flash 主流供应商市占率



资料来源：招商证券，IHS

图 16 2013 NOR flash 主流供应商市占率



资料来源：招商证券，IHS

## 存储器产业链的投资机会分析

### 技术变革时期，新型存储器或助中国弯道超车

我们认为大陆发展半导体存储器存在三大挑战：

- 1) 存储器进入壁垒高：**传统的 DRAM，NAND Flash，NOR Flash 已经是一个高度垄断的市场，而且资金、技术门槛极高，三、四家龙头公司霸占了全球 90% 以上的市场，这样的市场进入壁垒极高。
- 2) 存储器技术进步快，追赶压力大：**存储器技术按照摩尔定律发展，每 1~2 年技术进步一代，三星、美光等领头羊的量产技术不断进步，大陆在技术、人才非常落后的情况下追赶的难度可想而知。
- 3) 海外技术封锁：**半导体技术是信息技术的核心，是美日等国对大陆技术封锁的主要领域，大陆企业在需求海外收购和技术合作方面存在困难。紫光集团通过收购美光等海外企业或与海外企业合作开发存储技术的努力迄今未取得很大的进展（不排除后续取得较大突破的可能性）。

同时，大陆发展存储器也面临三大机遇：

- 1) 大陆发展存储器产业的坚定决心：**无论是从信息安全，还是芯片国产化的角度，大力发展存储器产业已经成为共识。紫光国芯的 800 亿定增，武汉新芯的 240 亿美元投资等，都表明了大陆发展存储器的坚定决心。
- 2) 存储器产业迎来变革，提供弯道超车机会：**传统 2D 结构的 DRAM 和 Flash 技术在成本、性能等方面存在不足。3D NAND 已经量产，3D DRAM、PCM，3D XPoint，RRAM，MRAM 等各类新存储器技术日益成熟，有望取代传统 DRAM 和 Flash 成为主流的半导体存储器。
- 3) 新型存储器领域的差距小，有望打破行业垄断局面：**最近 10 多年来，大陆的高校、研究所、企业等机构在 PCRAM、RRAM、3D NAND 等新型存储器领域不断取得进步，与全球顶尖机构的差距较小，有望成为弯道超车的突破口。以 PCRAM 为例，中科院上海微系统所与中芯国际合作开发，具有自主知识产权的打印机专用相变存储器芯片年出货量已达到千万颗的规模，处于全球领先行列。

在大力发展存储器芯片的过程中，我们认为，应好好利用当前存储技术的变革时期，着力发展具备自主知识产权的新型存储器，或许能够实现存储器产业的弯道超车。在新型存储器方面，应重点发展 3D NAND、3D DRAM、PCRAM 和 MRAM，并密切关注英特尔和美光的 3D Xpoint 技术量产进度，以及三星、海力士、东芝等龙头企业的研发动向。

## 投资建议

半导体存储器拥有 800 亿美元的大市场，因此，参与到存储器国产化浪潮中的企业都有望从中受益。建议重点关注以下几个方面的公司：

- 1) 存储器国产化的主体单位，包括紫光国芯、兆易创新等；
- 2) 存储器产业链的配套企业，包括设备供应商北方华创、大族激光等，材料供应商上海新阳、南大光电、兴森科技等，封测配套厂商华天科技、深科技、太极实业、晶方科技等，厂房设计和建设厂商太极实业等；
- 3) 潜在进入产业链的公司，包括有望切入存储器封装测试的长电科技、通富微电、大港股份等，以及新型存储器的参与者，
- 4) 新型存储器的合作伙伴也有望受益，包括采用国产相变存储打印芯片的艾派克，以及在新型存储器领域布局的海康威视等。

此外，与传统存储器相比，新型存储器多采用新的制造工艺和新的材料，可能出现一些新的供应商，而且能够提供新的制造工艺或新材料的公司受益程度更大。在 3D NAND 的制造过程中，将采用更多的薄膜沉积工艺，对刻蚀的要求更高，因此薄膜沉积和刻蚀设备的供应商受益程度更大。在 PCRAM、3D Xpoint 等新型存储器技术中，都采用了多种新材料，包括硫系化合物等。因此，薄膜沉积和刻蚀设备供应商北方华创，硫系化合物供应商南大光电应格外重视。

附：财务预测表

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	573	799	1489	1779	2133
现金	262	420	1045	1223	1440
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	105	127	138	174	220
其它应收款	11	9	11	14	18
存货	183	221	267	332	413
其他	12	22	28	35	44
<b>非流动资产</b>	63	101	106	110	111
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	35	47	54	59	62
无形资产	0	0	0	0	0
其他	28	54	52	50	49
<b>资产总计</b>	<b>636</b>	<b>900</b>	<b>1596</b>	<b>1888</b>	<b>2245</b>
<b>流动负债</b>	180	246	294	352	424
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	141	178	223	277	344
预收账款	9	13	16	20	25
其他	30	55	55	54	54
<b>长期负债</b>	36	83	83	83	83
长期借款	0	0	0	0	0
其他	36	83	83	83	83
<b>负债合计</b>	<b>216</b>	<b>329</b>	<b>377</b>	<b>435</b>	<b>507</b>
股本	75	75	100	100	100
资本公积金	166	175	665	665	665
留存收益	179	322	457	695	985
少数股东权益	0	(1)	(3)	(7)	(12)
归属于母公司所有者权益	420	572	1222	1460	1750
<b>负债及权益合计</b>	<b>636</b>	<b>900</b>	<b>1596</b>	<b>1888</b>	<b>2245</b>

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	95	217	159	242	315
净利润	98	158	172	290	377
折旧摊销	20	24	24	27	29
财务费用	(1)	(3)	(20)	(20)	(20)
投资收益	(5)	0	0	0	0
营运资金变动	(15)	47	(21)	(61)	(77)
其它	(2)	(9)	4	6	6
<b>投资活动现金流</b>	(23)	(47)	(32)	(32)	(32)
资本支出	(18)	(41)	(32)	(32)	(32)
其他投资	(5)	(6)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(10)	(15)	498	(32)	(67)
借款变动	18	(54)	0	0	0
普通股增加	0	0	25	0	0
资本公积增加	0	9	490	0	0
股利分配	(38)	(38)	(38)	(52)	(87)
其他	10	67	20	20	20
<b>现金净增加额</b>	<b>62</b>	<b>155</b>	<b>625</b>	<b>178</b>	<b>217</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	947	1189	1499	1888	2377
营业成本	708	848	1063	1321	1641
营业税金及附加	2	4	5	6	8
营业费用	28	38	54	59	74
管理费用	118	142	198	208	262
财务费用	(2)	(20)	(20)	(20)	(20)
资产减值损失	7	14	20	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	91	163	179	314	414
营业外收入	25	19	19	19	19
营业外支出	3	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	113	181	197	332	432
所得税	15	25	27	46	60
<b>净利润</b>	98	156	170	286	372
少数股东损益	0	(2)	(2)	(4)	(5)
<b>归属于母公司净利润</b>	98	158	172	290	377
<b>EPS (元)</b>	1.31	2.11	1.72	2.90	3.77

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	20%	26%	26%	26%	26%
营业利润	38%	79%	10%	75%	32%
净利润	44%	61%	9%	68%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.2%	28.7%	29.1%	30.0%	31.0%
净利率	10.3%	13.3%	11.5%	15.4%	15.8%
ROE	23.3%	27.6%	14.1%	19.9%	21.5%
ROIC	18.2%	21.6%	11.3%	17.4%	19.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.0%	36.6%	23.6%	23.0%	22.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	3.2	5.1	5.1	5.0
速动比率	2.2	2.3	4.2	4.1	4.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.5	1.3	0.9	1.0	1.1
存货周转率	4.3	4.2	4.4	4.4	4.4
应收帐款周转率	12.7	10.3	11.3	12.1	12.1
应付帐款周转率	6.0	5.3	5.3	5.3	5.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.31	2.11	1.72	2.90	3.77
每股经营现金	1.27	2.89	1.59	2.42	3.15
每股净资产	5.60	7.63	12.22	14.60	17.50
每股股利	0.50	0.50	0.52	0.87	1.13
<b>估值比率</b>					
PE	136.2	84.5	103.3	61.4	47.2
PB	31.8	23.3	14.6	12.2	10.2
EV/EBITDA	93.5	60.8	54.1	30.9	23.5

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**鄢凡**，北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，8年证券从业经验，08-11年在中信证券，11年加盟招商证券，现任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16年《新财富》电子行业最佳分析师第2/5/2/2/4名，11/12/14/15/16年《水晶球》电子行业第2/5/1/2/3名，10/14/15/16年《金牛奖》TMT/电子行业第1/2/5/3名。

**马鹏清**，上海交通大学工学本硕，金融学学士，2015年加入招商证券，任电子行业分析师，之前就任国金证券交通运输、电子行业分析师。

**李学来**，中科院上海微系统与信息技术研究所微电子学博士，2年半导体行业工作经验，2年证券从业经验，2016年3月加入招商证券，任电子行业分析师，之前就任东北证券电子行业分析师。

**兰飞**，复旦大学微电子与固体电子学硕士，曾任美国国家仪器应用工程师、区域销售经理，近6年集成电路、电子制造产业经验，2016年6月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

**涂围**，北京大学金融学硕士，浙江大学光电信息工程学学士，2016年7月加入招商证券，任电子行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。