

电子

2017年09月22日

兆易创新 (603986)

——持续受益于 Nor Flash 涨价——A 股电子的公司模型和产业假设剖析系列五

报告原因：首次覆盖

中性 (首次评级)

投资要点:

- 在结束了 29 家海外电子公司营运和供应链剖析系列后，截止目前，我们已自上而下搭建起全球电子/半导体景气周期分析框架、全球海内外电子营运和估值的比较体系，自下而上搭建了基于财务的公司营运和治理分析框架，以及规范可跟踪的标的季度盈利预测体系。我们剩下的工作之一，便是将以上交叉的研究体系泛化至 A 股标的研究和覆盖，以建立下游的关键假设表。在接下来这个新的系列中，我们将向 w 各位投资者分享 A 股各电子细分领域代表公司的业绩拆分和产业核心假设。和市场同行相比，我们的工作有 3 点特色值得投资者关注。（见正文）
- 受益于全球存储器供需紧张、Nor Flash 涨价，公司收入和盈利大幅改善，当前备货积极，市场看好。公司 1Q17 收入增速 47%，2Q17 收入增速 40%，2Q17 净利润同比增 93%，毛利率受益于 Nor Flash 涨价上升明显，人均指标持续改善，三费占比保持稳定。市场供需温和和情况下，公司整体毛利率稳定维持 27% 上下，4Q16~2Q17 全球存储器供需紧张，公司整体毛利率上升至 41%。
- 我们认为 Nor Flash 国产渗透的空间足够满足公司未来 3 年预测期出货量 15%、20% 和 25% 的成长。2011~2016 年全球 Nor Flash 市场虽在萎缩（2016 年企稳，预计 2017~2019 重回增长），但大陆供应商的份额仍然十分有限。2016 年其他公司 Nor Flash 全球收入占比约 7%，其中大部分则来自于兆易创新。考虑到有限的市占率，我们认为 2017~2019 年公司 Nor Flash 出货量仍然能够维持 15%、20% 和 25% 的增长。
- 对于兆易创新而言，2017~2018 年 Nor Flash 业务最重要的假设和驱动力是单价，我们预计 2017~2019 年全球 Nor Flash 单价增速分别为 27%、10% 和 -10%。Nor Flash 由于公司属于 Fabless，自身无制造产能，考虑到公司已与中芯国际签订晶圆供应协议，武汉新芯晶圆短缺的影响已消除，我们假设未来下游晶圆厂能够满足公司产能需求。因此，对于公司而言，2017~2019 年 Nor Flash ASP 成为影响公司业绩成长最主要的变量。下面我们将着重分析和预测 Nor Flash ASP 趋势。
- 首次覆盖，给予“中性”评级。预计兆易创新 2017-2019 年收入为 21.25、27.68 和 31.31 亿元，归母净利润为 5.05、7.24 和 6.36 亿元，每股收益为 2.49、3.57 和 3.14 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 为 52x、36x 和 41x。参考 A 股可比 Fabless 上市公司全志科技、中颖电子和汇顶科技，其 2018 年 PE 均值为 38.1x，PB 均值为 7.2x。我们预计兆易创新 2018 年 EPS 为 3.57 元，对应 PE 为 36.4x，我们看好兆易创新 3Q17~2Q18 业绩增长，但考虑到 2019 年主营业务 Nor Flash 或有均价下滑的风险，因此给予“中性”评级。
- 风险提示：Nor Flash 供应商提高 Capex 规划；

市场数据：2017年09月21日

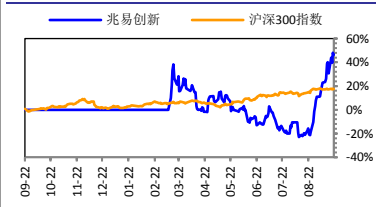
收盘价(元)	129.91
一年内最高/最低(元)	254.87/64.28
市净率	18.3
息率(分红/股价)	0.41
流通A股市值(百万元)	19142
上证指数/深证成指	3357.81/11098.34

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	7.12
资产负债率%	24.83
总股本/流通A股(百万)	203/147
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

王谋 A0230517080003
wangmou@swsresearch.com

联系人

王谋
(8621)23297818x7321
wangmou@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,489	939	2,125	2,768	3,131
同比增长率(%)	25.25	43.29	42.70	30.30	13.10
净利润(百万元)	176	179	505	724	636
同比增长率(%)	11.82	99.58	186.20	43.40	-12.20
每股收益(元/股)	1.76	0.89	2.49	3.57	3.14
毛利率(%)	26.7	35.7	40.3	41.9	35.6
ROE(%)	13.8	12.4	28.3	28.9	20.2
市盈率	74		52	36	41

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

预计兆易创新 2017-2019 年收入为 21.25、27.68 和 31.31 亿元，归母净利润为 5.05、7.24 和 6.36 亿元，每股收益为 2.49、3.57 和 3.14 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 为 52x、36x 和 41x。

参考 A 股可比 Fabless 上市公司全志科技、中颖电子和汇顶科技，其 2018 年 PE 均值为 38.1x，PB 均值为 7.2x。我们预计兆易创新 2018 年 EPS 为 3.57 元，对应 PE 为 36.4x，我们看好兆易创新 3Q17~2Q18 业绩增长，但考虑到 2019 年主营业务 Nor Flash 或有均价下滑的风险，因此给予“中性”评级。

关键假设点

我们认为 Nor Flash 国产渗透的空间足够满足公司未来 3 年预测期出货量 15%、20%和 25%的成长。

对于兆易创新而言，2017~2018 年 Nor Flash 业务最重要的假设和驱动力是单价。

首先我们对 NOR Flash 预测期市场出货量进行测算，认为 2017~2019 年全球 Nor Flash 出货量收入规模同比增长约 3.3%、5.12%和 3.29%。2017~2019 年 Nor Flash 市场的主要动力来自于 OLED 面板和 TDDI（触显驱动 IC）所用 Nor Flash。

假设 1: 预计未来 3 年 Nor Flash 传统市场需求略减，市场规模分别为 2176、2153 和 2156 百万美元。

假设 2: 预计未来 3 年 OLED 对应 Nor Flash 市场规模增速为 53%、36%和 11%。

假设 3: 预计 2017~2019 年智能手机出货量为 1517、1585 和 1642 百万台，In-cell 渗透率为 29.6%、33.5%和 36.2%，TDDI 渗透率为 12%、30%和 45%，TDDI NOR Flash ASP 为 0.52、0.53 和 0.48 美元。

假设 4: 预计 2017~2018 年 NOR Flash 芯片供给有缺口，2019 年好转。

假设 5: 在以上假设下，我们预计 2017~2019 年全球 Nor Flash 单价增速分别为 27%、10%和-10%。

有别于大众的认识

我们对兆易创新盈利的预测判断与市场大众相比，有以下区别：

1、 基于丰富的海内外各领域的研究经验，以及对全球供应链景气的长期跟踪，我们对产业核心需求和趋势的假设和逻辑更值得参考。例如，我们对 Nor Flash 的价格趋势判断除了依据供需测算，亦基于长期对半导体特别是存储器领域的研究经验。

2、 产业和公司盈利预测基于详尽的全球数据，包括 IDC、Dramexchange、ihs 等，方便投资者进一步分析和判断。例如，我们对。例如，我们对 Nor Flash 竞争格局、

市场供给和需求的测算均基于 IDC 等详实数据库，为市场唯一。

3、提供标的公司的季度盈利跟踪，便于投资者判断预期差。截止目前，我们能够提供最易创新市场唯一的季度盈利预测。

股价表现的催化剂

Nor Flash 持续涨价；

核心假设风险

Nor Flash 供应商提高 Capex 规划；

目录

1.兆易创新：国内领先的 Nor Flash 芯片 Fabless 企业	6
1.1 受益于核心产品 NOR Flash 涨价，公司盈利能力大幅改善	6
1.2 持续投入 NOR/NAND Flash、MCU 先进制程研发	9
2. 兆易创新模型拆分和产业假设	10
2.1 Nor Flash 业务拆分和核心假设	10
2.2 其他业务拆分和核心假设	13
2.2 期间费用和其他假设	13
3. 首次覆盖，给予“中性”评级	14

图表目录

图 1: 兆易创新控股股东和实际控制人为朱一明	6
图 2: 1H17 公司储存芯片收入占比 89%, 百万元/%.....	8
图 3: 兆易创新存储与 MCU 业务是主要动力, 百万元	8
图 4: 受益于存储 IC 涨价, 公司收入改善, 万元	8
图 5: 受益于涨价, 公司毛利水平大幅改善, 百万元	8
图 6: 公司人均效益指标改善明显, 万元, %.....	8
图 7: 存货周转天数提升, 应收周转天数降低, 天.....	8
图 8: 全球 Nor Flash 市场大陆供应商份额仍然有限, 兆易创新国产替代空间大, M \$	10
图 9: NOR Flash 传统市场规模预计略减, M \$	11
图 10: 2017~19 市场 OLED 出货量和增速, 百万片, %.....	11
图 11: 2017~2019 NOR Flash 价格趋势和变化, \$, %	11
图 12: OLED 和 TDDI Nor Flash 市场规模, M \$.....	11
图 13: 全球 NOR Flash 市场规模, M \$.....	11
图 14: 预计公司储存芯片销售 2017~2019 增速走高, 百万元.....	13
图 15: 预计公司 MCU 销售 2017~2019 增速走高, 百万元.....	13
图 16: 兆易创新 PE Band.....	14
表 1: 兆易创新闪存和 MCU 产品 (部分) 规格和下游应用明细	7
表 2: 兆易创新主要子公司业务、营收和利润规模 (2016 年)	7
表 3: 公司在建募投项目包括 NOR、NAND Flash, MCU 开发项目	9
表 4: 2017~2019 年 NOR Flash 上游厂商供给预测模型	12
表 5: 北方华创可比公司估值表.....	14
表 6: 兆易创新利润表.....	15

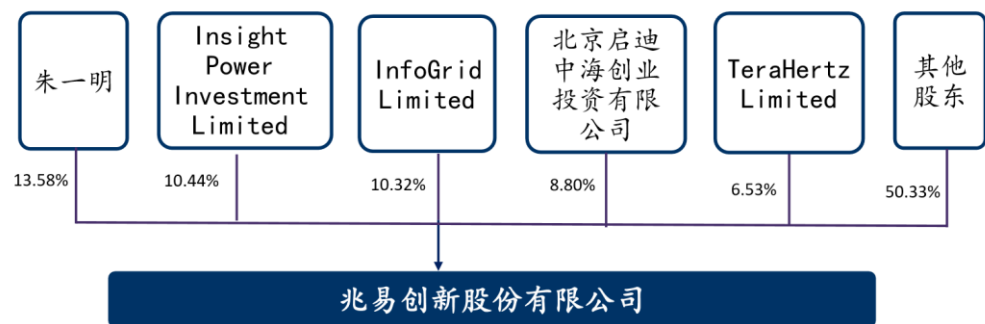
1.兆易创新：国内领先的 Nor Flash 芯片 Fabless 企业

兆易创新是目前中国大陆领先的串行 NOR Flash 芯片 Fabless（无晶圆厂）设计企业，2015 年存储芯片销售额排名全球第五位。公司采用 Fabless 轻资产经营模式，专注于存储芯片和 MCU 设计和销售，主要代工厂为中芯国际和武汉新芯，主要封装代工厂为长电科技、华天科技等。公司目前主要客户包括中国领先的手机芯片供应商展讯通信、国际知名芯片大厂三星等，2015 年公司前五大客户合计收入占比约为 47%。

1.1 受益于核心产品 NOR Flash 涨价，公司盈利能力大幅改善

自上市以来兆易创新控股股东和实际控制人为朱一明。2005 年 5 月，公司董事长朱一明和启迪孵化器共同出资设立了芯技佳易，2009 年 12 月芯技佳易更名为兆易创新科技有限公司，2012 年 11 月整体变更为股份有限公司。2016 年 8 月 18 号，兆易创新在上海证券交易所上市。









图 1：兆易创新控股股东和实际控制人为朱一明



资料来源：公司招股说明书、Wind、申万宏源研究

兆易创新当前主营业务包括串行 NOR Flash、NAND Flash 芯片及微控制器产品 MCU。自 2008 年公司成功研发出大陆首款串行 NOR Flash 芯片以来，公司陆续推出了 512Kb 至 512Mb 的串行 NOR Flash 系列产品，面对的下游市场主要为消费电子、通信，目前公司为国内串行 Nor Flash 龙头。公司 NAND Flash 产品涵盖 1Gb 至 8Gb 容量，1H17 公司 NAND Flash 成功调试优化 24nm 技术产品，为后续推出大容量和特性丰富的 NAND 产品线完成技术布局。公司是国内 32 位 MCU 龙头，是公司业绩成长的新动力。

表 1: 兆易创新闪存和 MCU 产品 (部分) 规格和下游应用明细

产品系列	产品型号	技术细节	容量	用途/下游应用	产品图示
3.3V NOR Flash 芯片系列	GD25Q512MC	65nm 工艺	512M	PC、安防、消费电子等	
	GD25D05B	0.13 μm 工艺	512K	PC、安防、消费电子等	
1.8V NOR Flash 芯片系列	GD25LQ256C	65nm 工艺	256M	手机、电子狗	
	GD25LQ40	90nm 工艺	4M	硬盘、蓝牙通讯	
32 位通用型 MCU 芯片系列	GD32F101xx 35个型号	通用微控制器	-	工业类及消费类市场	
MCP 系列	MD5N01G51MSD1BRBG	数据存储	1G+512M	手机通信、平板、数据卡	
	MD5N04G02GSD2CRKG	数据存储	4G+2G	手机通信、平板、数据卡	
SPI NAND 系列	GD5F1GQ4UBY1G	3.0v 1Gb SPI NAND	1Gb	网络通讯, 语音存储, 智能电视, 工业控制, 机顶盒, 打印机, 穿戴式设备	

资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

注: 并未包含公司所有的闪存和 MCU 产品;

兆易创新子公司业务划分明晰。 子公司芯技佳易主要负责公司产品的海外市场销售, 公司产品的研发和销售部分通过上海、深圳、合肥、北京和美国的子公司负责营运。

表 2: 兆易创新主要子公司业务、营收和利润规模 (2016 年)

业务类型	子公司	所在地	持股比 例	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)
委外加工、销售	芯技佳易微电子(香港)科技有限公司	香港	100	810.71	68.52
开发、销售	上海格易电子有限公司	上海	100	39.97	5.16
开发及销售; 股权投资	深圳市外滩科技开发有限公司	深圳	100	0	-4.91
开发、销售	合肥格易集成电路有限公司	合肥	100	27.54	1.63
技术开发及产品销售	北京芯思锐科技有限责任公司	北京	60	5.80	2.51
存储设备、 集成电路设备开发、销售	忆正科技(武汉)有限公司	武汉	34.17	12.99	-10.0
技术研发与销售	耀辉科技有限公司	香港	60	8.25	0.012
技术研发与销售	NOVOMEM INC	美国	60	11.82	-0.54

资料来源: 2016 年年报, 申万宏源研究

1H17 兆易创新收入中 89%来自于存储芯片，11%来自于 MCU。2016 年以前，兆易创新业务划分主要为存储芯片、晶圆、MCU，其中晶圆为尚未切割封装的存储芯片晶圆片，以应对部分客户 SIP 封装的需求。2016 年后公司将存储芯片与晶圆收入合并统计。

图 2：1H17 公司存储芯片收入占比 89%，百万元/%

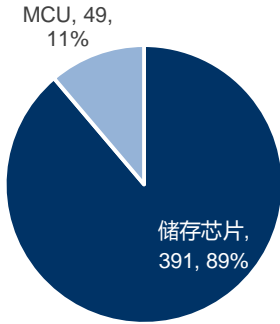
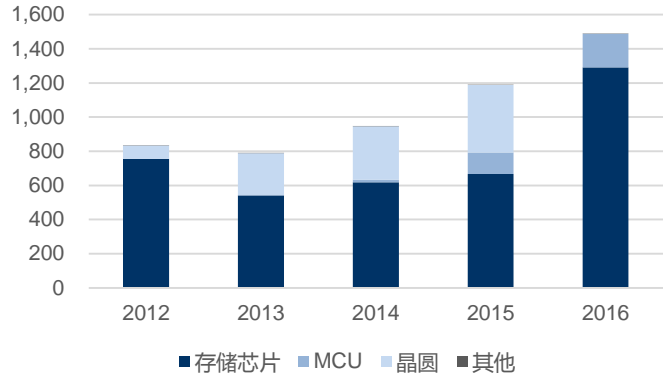


图 3：兆易创新存储与 MCU 业务是主要动力，百万元



资料来源：申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：1H17 主营构成为申万宏源预测；

受益于全球存储器供需紧张、Nor Flash 涨价，公司收入和盈利大幅改善，当前备货积极，市场看好。公司 1Q17 收入增速 47%，2Q17 收入增速 40%，2Q17 净利润同比增 93%，毛利率受益于 Nor Flash 涨价上升明显，人均指标持续改善，三费占比保持稳定。市场供需温和情况下，公司整体毛利率稳定维持 27%上下，4Q16~2Q17 全球存储器供需紧张，公司整体毛利率上升至 41%。1H17 公司应收账款周转天数降低明显，反映供应链供需紧张，开票回款积极。存货周转天数明显升高，反映存储器缺货导致配套产品有所积压¹，当前供应链景气期公司备货仍较积极，后市继续看好。

图 4：受益于存储 IC 涨价，公司收入改善，万元



图 5：受益于涨价，公司毛利水平大幅改善，百万元



资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

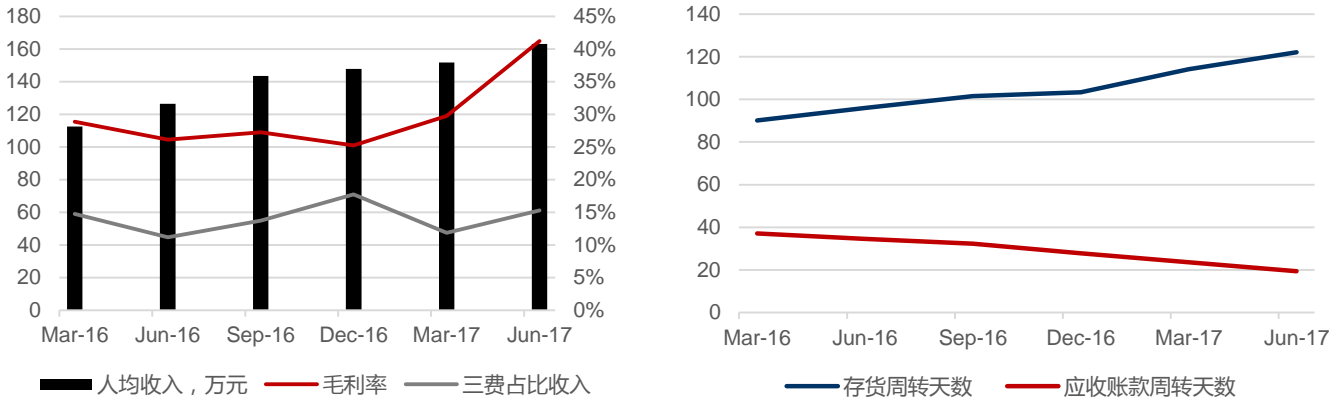
注：3Q16 之前无同比数据；

注：3Q16 之前无同比数据；

图 6：公司人均效益指标改善明显，万元，%

图 7：存货周转天数提升，应收周转天数降低，天

¹ 来源于公司 1H17 中报；



资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 持续投入 NOR/NAND Flash、MCU 先进制程研发

截止 2017 年 8 月 28 日，公司在建募投项目“NAND 闪存技术及产品改造项目”完成比例 46.73%。2016 年公司 IPO 募集资金用于以下四个项目。NOR 闪存技术及产品改造项目建设期 3 年，拟投入 16,018 万元，预计项目达成后实现年净利润 3,430 万元。NAND 闪存技术开发、应用及产业化项目建设期 3 年，拟投入 20,358 万元，预计项目达成后实现年净利润 2,570 万元。基于 ARM Cortex-M 系列 32 位通用 MCU 芯片研发及产业化项目建设期 3 年，拟投入 11,995 万元，预计项目达成后实现年净利润 1960.8 万元。

表 3：公司在建募投项目包括 NOR、NAND Flash，MCU 开发项目

时间	融资方式	发行价 (元)	募投项目名称	项目建设周期 (月)	年产能	销售收入 (万元)	预计/承诺利润 (万元)	计划投资额 (万元)	完成比例 (%)
2016.08.04	IPO	23.26	NOR 闪存技术及产品改造项目	28	-	38,153	3,430	16,018	149.88
2016.08.04	IPO	23.26	NAND 闪存技术开发、应用及产业化项目	28	-	25,289	2,570	20,358	46.73
2016.08.04	IPO	23.26	基于 ARM Cortex-M 系列 32 位通用 MCU 芯片研发及产业化项目	28	-	7,548	1,960	11,995	94.33
2016.08.04	IPO	23.26	研发中心建设项目	16	-	-	-	3,281	50.27

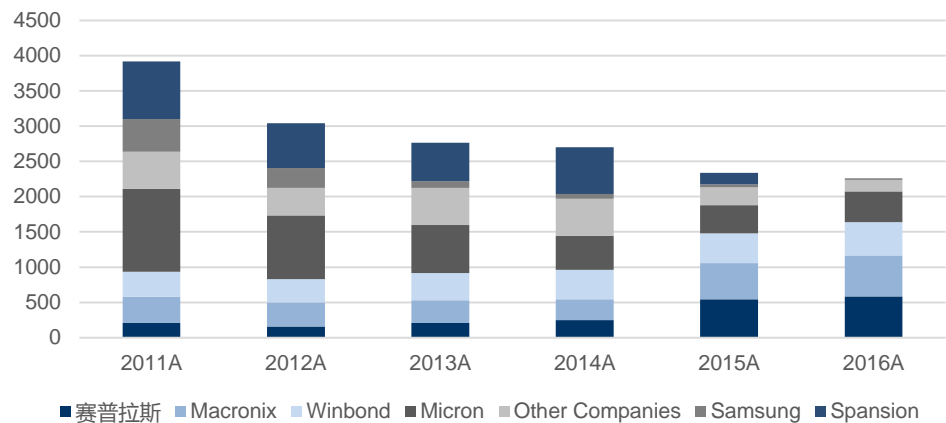
资料来源：招股说明书，公司公告，申万宏源研究

2. 兆易创新模型拆分和产业假设

2.1 Nor Flash 业务拆分和核心假设

我们认为 Nor Flash 国产渗透的空间足够满足公司未来 3 年预测期出货量 15%、20%和 25%的成长。2011~2016 年全球 Nor Flash 市场虽在萎缩（2016 年企稳，预计 2017~2019 重回增长），但大陆供应商的份额仍然十分有限，2016 年赛普拉斯（Cypress）、旺宏（Macronix）、华邦电（Winbond）和美光（Micron）占据全球约 90%份额。2016 年其他公司 Nor Flash 全球收入占比约 7%，其中大部分则来自于兆易创新。考虑到有限的市占率，我们认为 2017~2019 年公司 Nor Flash 出货量仍然能够维持 15%、20%和 25%的增长。

图 8：全球 Nor Flash 市场大陆供应商份额仍然有限，兆易创新国产替代空间大，M\$



资料来源：IDC，申万宏源研究

对于兆易创新性而言，2017~2018 年 Nor Flash 业务最重要的假设和驱动力是单价。Nor Flash 由于公司属于 Fabless，自身无制造产能，考虑到公司已与中芯国际签订晶圆供应协议²，武汉新芯晶圆短缺的影响已消除，我们假设未来下游晶圆厂能够满足公司产能需求。因此，对于公司而言，2017~2019 年 Nor Flash ASP 成为影响公司业绩成长最主要的变量。下面我们将着重分析和预测 Nor Flash ASP 趋势。

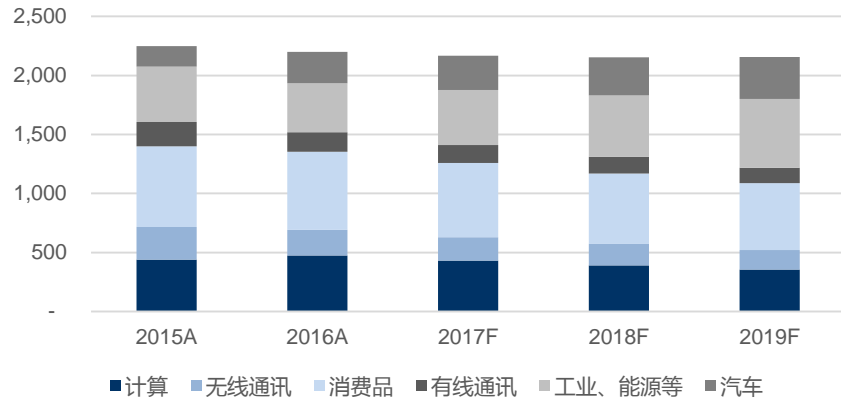
首先我们对 NOR Flash 预测期市场出货量进行测算，认为 2017~2019 年全球 Nor Flash 出货量收入规模同比增长约 3.3%、5.12%和 3.29%。2017~2019 年 Nor Flash 市场的主要动力来自于 OLED 面板和 TDDI（触显驱动 IC）所用 Nor Flash。

假设 1：预计未来 3 年 Nor Flash 传统市场需求略减，市场规模分别为 2176、2153 和 2156 百万美元。

基于我们全球数据库和供应链的整理经验，我们预计 2017~2019 年计算、无线通讯、消费品、有线通讯领域对 NOR Flash 的需求负增长，CAGR 分别为-9.2%、-8.8%、-4.9%和-8.0%。工业、能源等，以及汽车领域对 NOR Flash 需求有所提升，CAGR 为 12.0%和 10.3%。我们计算出 2017~2019 整体市场规模略有减退，CAGR 为-1.05%。

² 参考 2017 年 9 月 5 日公司公告《关于拟签署战略合作协议的公告》；

图 9: NOR Flash 传统市场规模预计略减, M\$

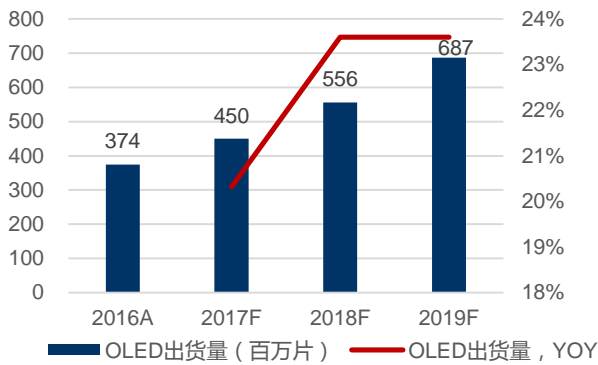


资料来源: IDC, 申万宏源研究

假设 2: 预计未来 3 年 OLED 对应 Nor Flash 市场规模增速为 53%、36%和 11%。

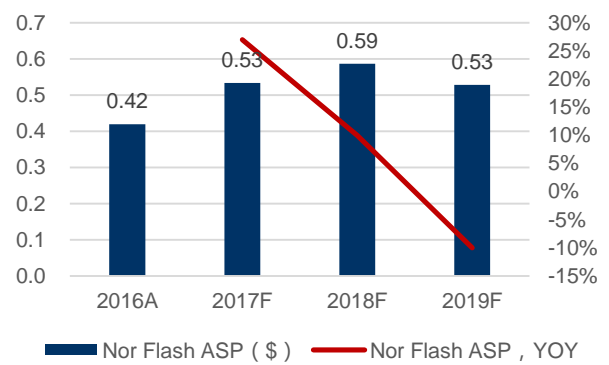
根据 ihs 的预测, 2018-2019 年 OLED 面板出货量复合增速为 23.6%。1H17 全球智能手机 OLED 出货量 1.7 亿片, 假设 iphone8 出货 0.8 亿片, 我们预计 2017 年全球智能手机 OLED 出货接近 4.5 亿片, 由此计算出 2017 年 OLED 出货量增速为 20.3%。根据我们的调研, 2017~2019 Nor Flash ASP 为 0.55、0.56 和 0.5 美元。将单价考虑在内, 未来三年 OLED 对应的 Nor Flash 出货收入为 246、310、345 百万美元, 增速分别为 53%、36 和 11%。

图 10: 2017~19 市场 OLED 出货量和增速, 百万片, %



资料来源: HIS, 申万宏源研究

图 11: 2017~2019 NOR Flash 价格趋势和变化, \$, %



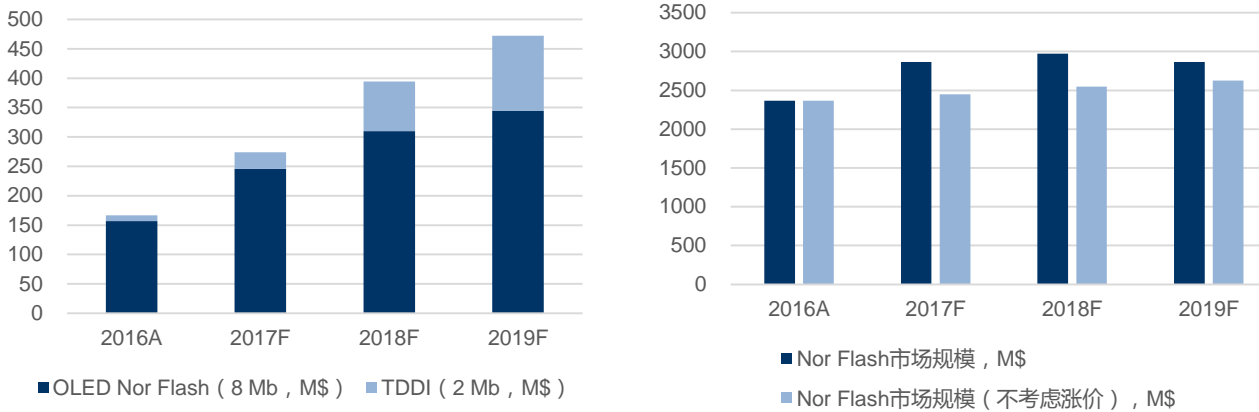
资料来源: IDC, 申万宏源研究

假设 3: 预计 2017~2019 年智能手机出货量为 1517、1585 和 1642 百万台, In-cell 渗透率为 29.6%、33.5%和 36.2%, TDDI 渗透率为 12%、30%和 45%, TDDI NOR Flash ASP 为 0.52、0.53 和 0.48 美元。

基于以上假设, 我们预计 TDDI NOR flash 市场规模为 27.37、89.01 和 134.52 百万美元。综合来看, 以上 3 个假设对应全球 2017~2019 年 Nor Flash 收入规模分别为 2443、2568 和 2653 百万美元, 增速为 3.3%、5.12%和 3.29%。如果传统市场亦考虑到 Nor Flash 涨价因素在内, 增速则为 19.04%、9.69%和-3.95%。

图 12: OLED 和 TDDI Nor Flash 市场规模, M\$

图 13: 全球 NOR Flash 市场规模, M\$



资料来源: HIS, WitViews, 申万宏源研究

资料来源: 申万宏源研究

其次, 我们整理和分析 Nor Flash 未来 3 年全球产能供给, 结合需求的测算, 估计 2017~2019 年 Nor Flash 单价趋势。

假设 4: 预计 2017~2018 年 NOR Flash 芯片供给有缺口, 2019 年好转。我们整理了旺宏、赛普拉斯、美光、华邦电、武汉新芯和中芯国际 Nor Flash 现有产能和未来可能的产能投放, 预计 2017~2019 年 Nor Flash 产能增速分别为-5%、2%和 8%。和需求假设比较, 全球 Nor Flash 供需在 2017 年最紧, 2018 年供给仍有缺口, 2019 年供给增速将超过需求。

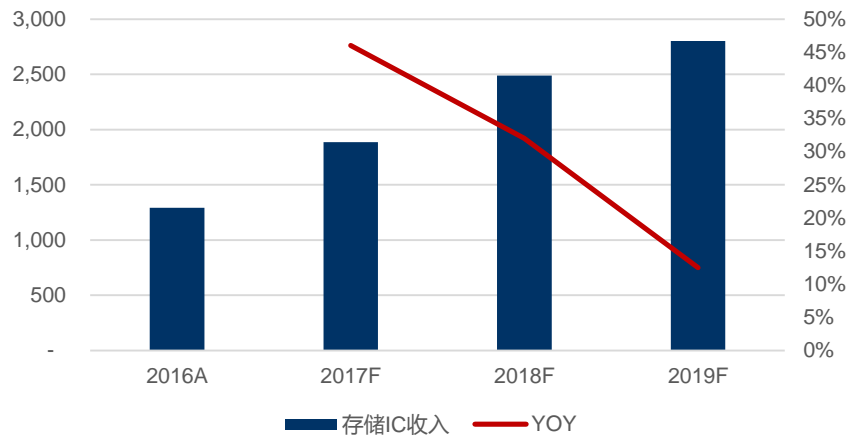
表 4: 2017~2019 年 NOR Flash 上游厂商供给预测模型

		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
旺宏						
8"	110/75nm	35	35	37	41.3	42
12"	75/55nm	10	7.5	8.9	10.3	10.7
CY (含 Spansion)						
8"	90nm	30	30	20	15	10
Micron						
8"	90nm	15	14	4.2	0	0
12"	48nm	12	12	12	12	12
华邦电						
12"	58/90nm	14	14	16	17	23
武汉新芯 (含 CY/兆易创新/ESMT)						
12"	65nm	15	15	12	12	12
中芯国际 (兆易创新)						
12"	65nm/45nm	4	4	7	8.4	10.8
Total 8" equivalent		204	197	187	191	195
8" equivalent wpm capacity YoY, %			-3%	-5%	2%	8%

资料来源: 申万宏源研究

假设 5: 在以上假设下, 我们预计 2017~2019 年全球 Nor Flash 单价增速分别为 27%、10%和-10%。在此假设下, 公司 2017~2019 年存储 IC 收入增速分别为 46%、32%和 13%。

图 14: 预计公司储存芯片销售 2017~2019 增速走高, 百万元

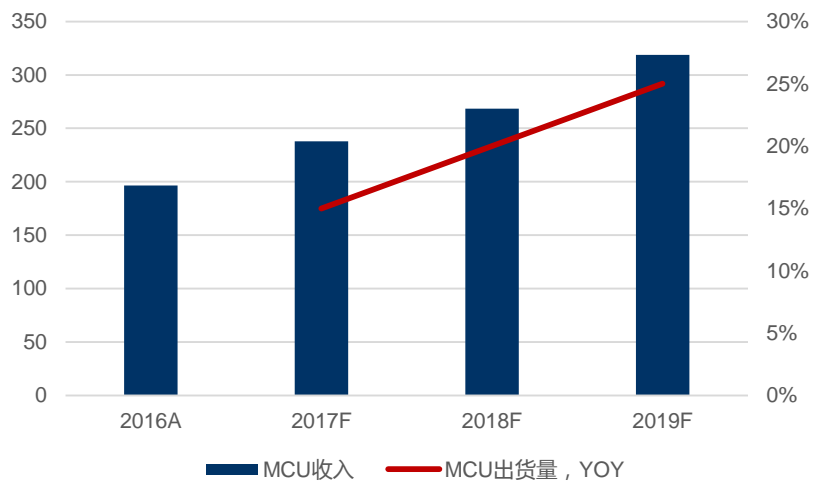


资料来源：申万宏源研究

2.2 其他业务拆分和核心假设

考虑到兆易创新为国内 32 位 MCU 供应商龙头，假设兆易创新 MCU 出货能够维持历史高增速，预计 2017~2019 年收入增速分别为 15%、20%和 25%。

图 15: 预计公司 MCU 销售 2017~2019 增速走高, 百万元



资料来源：申万宏源研究

2.2 期间费用和其他假设

假设兆易创新 2017~2019 年三费占比合计 40.3%、46.6%和 40.6%，考虑到：

3. 首次覆盖，给予“中性”评级

预计兆易创新 2017-2019 年收入为 21.25、27.68 和 31.31 亿元，归母净利润为 5.05、7.24 和 6.36 亿元，每股收益为 2.49、3.57 和 3.14 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 为 52x、36x 和 41x。

参考 A 股可比 Fabless 上市公司全志科技、中颖电子和汇顶科技，其 2018 年 PE 均值为 38.1x，PB 均值为 7.2x。我们预计兆易创新 2018 年 EPS 为 3.57 元，对应 PE 为 36.4x，我们看好兆易创新 3Q17~2Q18 业绩增长，但考虑到 2019 年主营业务 Nor Flash 或有均价下滑的风险，因此给予“中性”评级。

表 5：北方华创可比公司估值表

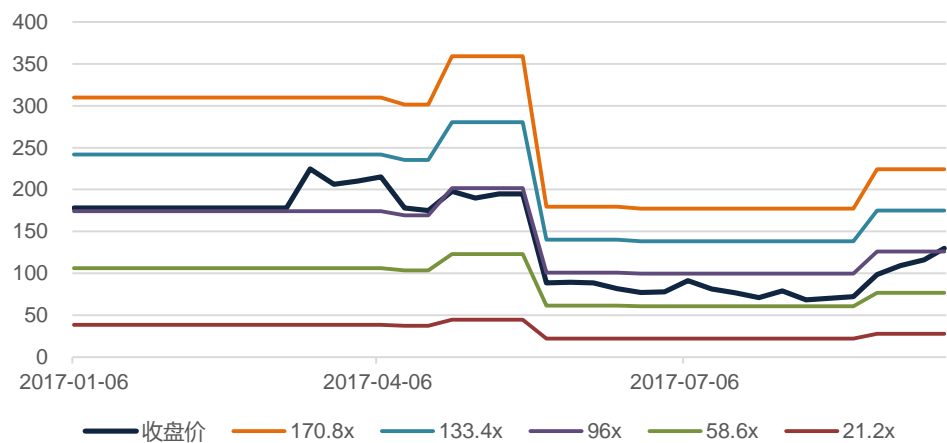
代码	简称	股价	市值 (亿元)	EPS			PE			EPS Growth			PB			
				LTM	17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E
300458	全志科技	32.89	109	0.92	0.56	0.73	1.01	58.8	45.0	32.4	-39%	31%	39%	4.9	4.5	4.1
300327	中颖电子	33.85	71	0.57	0.66	0.92	1.33	51.1	36.9	25.4	17%	38%	45%	8.7	7.4	6.0
603160	汇顶科技	102.50	466	2.10	2.55	3.16	3.79	40.2	32.5	27.0	21%	24%	20%	12.5	9.6	7.5
603986	兆易创新	129.91	263	2.12	2.49	3.57	3.14	52.2	36.4	41.4	18%	43%	-12%	14.4	11.2	8.7

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：兆易创新盈利预测来源于申万宏源，其他公司来源于 Wind；

注：基准日期为 2017 年 9 月 21 日；

图 16：兆易创新 PE Band



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 6: 兆易创新利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1188.8	1488.9	2124.8	2767.7	3131.0
营业总成本	1025.7	1326.9	1569.1	1961.2	2425.6
营业成本	848.0	1091.1	1267.8	1608.0	2015.4
营业税金及附加	4.0	5.5	4.1	4.2	4.8
销售费用	38.2	52.8	71.8	93.5	105.8
管理费用	141.6	188.3	231.8	288.1	325.9
财务费用	(19.9)	(24.6)	(9.3)	(27.7)	(31.3)
资产减值损失	14.0	14.5	18.0	5.0	10.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.4	0.7	15.0	10.0	5.0
其他收益			3.0	3.0	3.0
三、营业利润	163.1	162.1	558.7	809.5	708.4
营业外收入	19.0	26.3	24.0	24.0	24.0
营业外支出	0.8	2.6	4.0	4.0	4.0
四、利润总额	181.2	185.8	578.7	829.5	728.4
所得税	25.3	11.1	75.2	107.8	94.7
五、净利润	156.0	174.7	503.5	721.7	633.7
少数股东损益	(1.8)	(1.7)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
归属于母公司所有者的净利润	157.8	176.4	505.5	723.7	635.7

资料来源: 申万宏源研究

财务摘要

合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	798	1,435	1,960	2,786	3,544
现金及等价物	420	872	1,301	1,956	2,539
应收款项	141	131	167	212	237
存货净额	220	407	466	593	742
其他流动资产	18	26	26	26	26
长期投资	24	110	110	110	110
固定资产	47	94	123	114	106
无形资产及其他资产	30	30	30	30	30
资产总计	900	1,670	2,223	3,041	3,790
流动负债	246	316	366	462	578
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	241	309	359	455	570
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	83	74	74	74	74
负债合计	329	391	441	537	652
股本	75	100	100	100	100
资本公积	171	666	666	666	666
盈余公积	28	46	96	167	230
未分配利润	294	453	908	1,560	2,133
少数股东权益	-1	1	-1	-3	-5
股东权益	571	1,279	1,782	2,504	3,138
负债和股东权益合计	900	1,670	2,223	3,041	3,790

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	156	175	503	722	634
加：折旧摊销减值	38	44	24	14	19
财务费用	-3	-9	-9	-28	-31
非经营损失	-8	3	-18	-13	-8
营运资本变动	34	-130	-63	-81	-69
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	217	84	438	614	544
资本开支	41	79	35	0	0
其它投资现金流	-7	-83	18	13	8
投资活动现金流	-47	-161	-17	13	8
吸收投资	0	535	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	15	0	-9	-28	-31
其它融资现金流	0	-15	0	0	0
融资活动现金流	-15	521	9	28	31
净现金流	158	452	430	655	584

资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.78	0.87	2.49	3.57	3.14
每股经营现金流	1.07	0.41	2.16	3.03	2.69
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	2.82	6.31	8.80	12.37	15.51
关键运营指标(%)					
ROIC	52.5	28.1	103.3	130.2	89.6
ROE	27.6	13.8	28.3	28.9	20.2
毛利率	28.7	26.7	40.3	41.9	35.6
EBITDA Margin	14.0	11.2	25.3	28.1	21.6
EBIT Margin	12.0	9.2	25.0	27.8	21.4
收入同比增长	25.6	25.3	42.7	30.3	13.1
净利润同比增长	60.8	11.8	186.2	43.4	-12.2
资产负债率	36.6	23.4	19.8	17.7	17.2
净资产周转率	2.08	1.16	1.19	1.10	1.00
总资产周转率	1.32	0.89	0.96	0.91	0.83
有效税率	14.0	6.0	13.4	13.2	13.1
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	168.8	150.9	52.7	36.8	41.9
P/B	46.6	20.8	14.9	10.6	8.5
EV/Sale	22.1	17.3	11.9	8.9	7.7
EV/EBITDA	157.8	155.4	47.0	31.7	35.6

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。