

# 兆易创新 (603986)

证券研究报告

2017年08月30日

## 大基金入驻，业绩高增

兆易创新晚间发布公告，由集成电路产业基金和陕国投联合总计接受了 3674.5 万股“小非”转让股权，转让价格为 65.05 元/股；同时控股股东朱一明先生今日通过上海证券交易所交易系统以大宗交易方式增持了公司 A 股股份，增持价格为 65.05 元/股，共增持 3091400 股，增持比例 1.525%。

### 短期看小非解禁的压力暂时有所缓解

兆易创新在收购 ISSI 未成功之后，股价有所回调。同时因为一年期小非的解禁限售期到，总计有 1 亿股的小非解禁股上市流通。此次由集成电路产业基金和陕国投联合总计接受了 3674.5 万股小非转让股权，令压力有所缓解，还剩 6400 万股小非解禁限售股待流通。从股价上看，解禁股的压力有所缓解。同时收购 ISSI 未成的利空已经释放。

### 重新审视 Nor Flash 涨价议题

存储器涨价议题仍然是今年以来半导体行业的重点催化剂。投资者可以将目光重新审视 Nor Flash 涨价议题。创除收购之后，涨价作为兆易创新的核心看点，我们详细测算涨价带来的业绩弹性和本轮涨价的根源以及持续性，存储器的周期性属性使得 IDM 厂商在涨价周期中弹性凸显，兆易创新虽然是 Fabless，但是在国内晶圆厂的支持下，也能享受本轮涨价红利。

### 兆易创新半年报符合预期，下半年仍然将持续

半年报来看，兆易创新实现营收 9.38 亿，按年增 43.29%，实现归母净利润 1.79 亿，按年增 99.59%。销售毛利率 35.69%。Nor Flash 涨价带来的发酵效应在持续，推动了公司上半年业绩的持续增长。预期下半年涨价的议题仍将延续，因此对全年的展望预期在 4.3 亿。

我们认为，短期看公司小非解禁压力有所缓解，我们预期 2017-2018 EPS 为 2.12, 2.61，对应 PE 41.21, 33.50，给予目标价 88.67，维持“增持”评级。

**风险提示：** Nor Flash 涨价议题明年不再持续

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,188.78	1,488.95	2,158.97	2,720.31	3,427.59
增长率(%)	25.57	25.25	45.00	26.00	26.00
EBITDA(百万元)	163.11	162.07	460.75	567.15	678.54
净利润(百万元)	157.78	176.43	430.74	529.95	638.30
增长率(%)	60.80	11.82	144.14	23.03	20.44
EPS(元/股)	0.78	0.87	2.12	2.61	3.14
市盈率(P/E)	112.34	100.47	41.21	33.50	27.81
市净率(P/B)	31.03	13.86	10.12	8.02	6.48
市销率(P/S)	14.91	11.90	8.22	6.53	5.18
EV/EBITDA	0.00	103.75	35.57	28.14	23.06

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	87.45 元
目标价格	88.67 元
上次目标价	106.07 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	202.69
流通 A 股股本(百万股)	147.35
A 股总市值(百万元)	17,725.59
流通 A 股市值(百万元)	12,885.35
每股净资产(元)	7.12
资产负债率(%)	24.83
一年内最高/最低(元)	254.87/64.28

### 作者

**农冰立** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110006  
nongbingli@tfzq.com

**陈俊杰** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070009  
chenjunjie@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《兆易创新-公司点评:兆易创新一季报点评》 2017-04-28
- 《兆易创新-公司点评:深耕细分领域，业绩持续向好》 2016-09-01
- 《兆易创新-公司深度研究:深耕细作芯片细分领域》 2016-08-29

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	419.75	871.56	1,256.24	1,679.54	1,988.63
应收账款	135.90	128.57	282.58	92.01	379.97
预付账款	4.97	2.54	10.99	4.93	14.23
存货	219.76	406.76	273.33	614.46	497.32
其他	17.94	25.70	17.24	20.29	21.08
<b>流动资产合计</b>	<b>798.33</b>	<b>1,435.13</b>	<b>1,840.38</b>	<b>2,411.24</b>	<b>2,901.23</b>
长期股权投资	0.00	23.80	23.80	23.80	23.80
固定资产	46.98	75.53	103.08	147.49	189.03
在建工程	0.32	18.68	47.21	76.32	75.79
无形资产	0.00	5.19	5.12	5.05	4.98
其他	54.17	111.33	106.92	107.86	107.55
<b>非流动资产合计</b>	<b>101.47</b>	<b>234.52</b>	<b>286.12</b>	<b>360.52</b>	<b>401.15</b>
<b>资产总计</b>	<b>899.80</b>	<b>1,669.65</b>	<b>2,126.50</b>	<b>2,771.77</b>	<b>3,302.38</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	182.33	252.46	254.75	408.79	440.56
其他	63.55	63.68	54.81	82.26	65.00
<b>流动负债合计</b>	<b>245.89</b>	<b>316.14</b>	<b>309.56</b>	<b>491.06</b>	<b>505.56</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	83.28	74.39	64.56	74.08	71.01
<b>非流动负债合计</b>	<b>83.28</b>	<b>74.39</b>	<b>64.56</b>	<b>74.08</b>	<b>71.01</b>
<b>负债合计</b>	<b>329.17</b>	<b>390.53</b>	<b>374.12</b>	<b>565.13</b>	<b>576.57</b>
少数股东权益	(0.65)	0.59	(2.29)	(7.23)	(12.73)
股本	75.00	100.00	203.00	203.00	203.00
资本公积	170.57	665.51	665.51	665.51	665.51
留存收益	492.70	1,164.07	1,551.67	2,010.87	2,535.54
其他	(166.98)	(651.04)	(665.51)	(665.51)	(665.51)
<b>股东权益合计</b>	<b>570.63</b>	<b>1,279.12</b>	<b>1,752.38</b>	<b>2,206.63</b>	<b>2,725.81</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>899.80</b>	<b>1,669.65</b>	<b>2,126.50</b>	<b>2,771.77</b>	<b>3,302.38</b>

  

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	155.97	174.70	430.74	529.95	638.30
折旧摊销	23.76	29.28	3.99	6.54	9.06
财务费用	(2.93)	(8.81)	(2.61)	(3.60)	(4.50)
投资损失	(0.36)	(0.67)	(2.15)	(2.15)	(2.15)
营运资金变动	89.31	(151.99)	(35.40)	42.98	(168.52)
其它	(48.55)	41.12	(2.88)	(4.94)	(5.49)
<b>经营活动现金流</b>	<b>217.19</b>	<b>83.61</b>	<b>391.69</b>	<b>568.78</b>	<b>466.70</b>
资本支出	(13.31)	111.80	69.83	70.48	53.07
长期投资	0.00	23.80	0.00	0.00	0.00
其他	(34.05)	(296.82)	(124.85)	(148.80)	(101.54)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(47.36)</b>	<b>(161.21)</b>	<b>(55.02)</b>	<b>(78.32)</b>	<b>(48.48)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	28.03	555.47	91.14	3.60	4.50
其他	(42.53)	(34.87)	(43.13)	(70.76)	(113.63)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(14.50)</b>	<b>520.60</b>	<b>48.01</b>	<b>(67.16)</b>	<b>(109.13)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>155.33</b>	<b>443.00</b>	<b>384.68</b>	<b>423.30</b>	<b>309.09</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,188.78</b>	<b>1,488.95</b>	<b>2,158.97</b>	<b>2,720.31</b>	<b>3,427.59</b>
营业成本	848.00	1,091.09	1,349.36	1,713.79	2,193.66
营业税金及附加	4.05	5.54	6.79	9.31	11.76
营业费用	38.25	52.75	69.92	90.66	115.56
管理费用	141.63	188.26	266.47	334.60	426.01
财务费用	(19.91)	(24.64)	(2.61)	(3.60)	(4.50)
资产减值损失	14.04	14.54	11.84	13.48	13.29
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.36	0.67	2.15	2.15	2.15
其他	(0.73)	(1.35)	(4.31)	(4.31)	(4.31)
<b>营业利润</b>	<b>163.09</b>	<b>162.07</b>	<b>459.37</b>	<b>564.21</b>	<b>673.97</b>
营业外收入	18.96	26.28	23.37	22.87	24.17
营业外支出	0.80	2.58	2.15	1.84	2.19
<b>利润总额</b>	<b>181.24</b>	<b>185.77</b>	<b>480.58</b>	<b>585.24</b>	<b>695.95</b>
所得税	25.27	11.07	52.73	60.23	63.15
<b>净利润</b>	<b>155.97</b>	<b>174.70</b>	<b>427.86</b>	<b>525.01</b>	<b>632.81</b>
少数股东损益	(1.81)	(1.73)	(2.88)	(4.94)	(5.49)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>157.78</b>	<b>176.43</b>	<b>430.74</b>	<b>529.95</b>	<b>638.30</b>
每股收益(元)	0.78	0.87	2.12	2.61	3.14

  

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.57%	25.25%	45.00%	26.00%	26.00%
营业利润	78.92%	-0.63%	183.44%	22.82%	19.45%
归属于母公司净利润	60.80%	11.82%	144.14%	23.03%	20.44%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.67%	26.72%	37.50%	37.00%	36.00%
净利率	13.27%	11.85%	19.95%	19.48%	18.62%
ROE	27.62%	13.80%	24.55%	23.94%	23.31%
ROIC	94.60%	131.65%	137.46%	128.41%	144.53%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.58%	23.39%	17.59%	20.39%	17.46%
净负债率	-7.96%	-7.08%	-27.45%	-39.98%	-40.88%
流动比率	3.25	4.54	5.95	4.91	5.74
速动比率	2.35	3.25	5.06	3.66	4.75
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.45	11.26	10.50	14.52	14.52
存货周转率	5.89	4.75	6.35	6.13	6.17
总资产周转率	1.55	1.16	1.14	1.11	1.13
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.78	0.87	2.12	2.61	3.14
每股经营现金流	1.07	0.41	1.93	2.81	2.30
每股净资产	2.82	6.31	8.64	10.91	13.49
<b>估值比率</b>					
市盈率	112.34	100.47	41.21	33.50	27.81
市净率	31.03	13.86	10.12	8.02	6.48
EV/EBITDA	0.00	103.75	35.57	28.14	23.06
EV/EBIT	0.00	122.35	35.88	28.47	23.37

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com