

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

IT 硬件与设备

兆易创新 (603986)

重大事件快评

买入

(首次评级)

2018 年 08 月 02 日

国产存储器，“芯”火燎原时

证券分析师: 欧阳仕华 0755-81981821 ouyangsh1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080002
联系人: 许亮 0755-81981025 xuliang1@guosen.com.cn

事项:

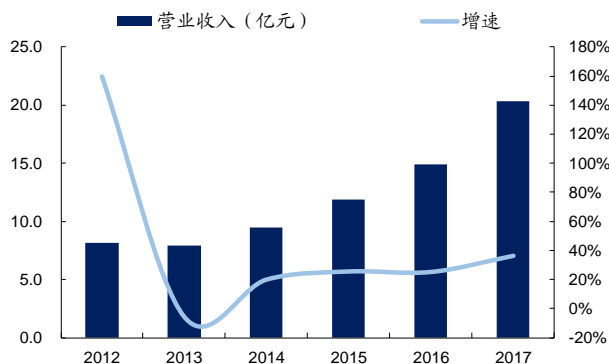
近日合肥长鑫正式投片，标志着国产 DRAM 存储器芯片进入新的发展阶段。

■ 合肥长鑫 DRAM 正式投片，国产存储实现突破

近日合肥长鑫正式投片，产品规格为 8Gb LPDDR4，这是国产 DRAM 产业的里程碑事件。据 IHS Markit 数据，2017 年全球 DRAM 市场规模为 722 亿美元，较 2016 年增长 74%。但目前全球存储市场几乎被三星、美光、海力士等五家厂商瓜分，国内几乎处于空白。

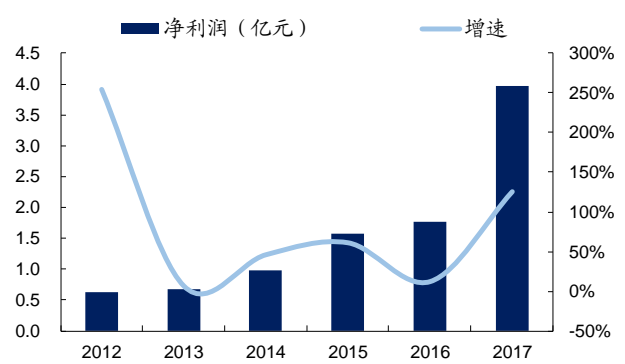
兆易创新主营业务为闪存芯片、微控制器产品的研发，属于集成电路行业。公司是内存存储芯片行业稀缺的龙头公司，产品广泛应用于手持移动终端、消费类电子产品、物联网终端、个人电脑及周边，以及通信设备等广泛领域。公司与合肥长鑫合作开展工艺制程 19nm 存储器的 12 英寸晶圆存储器（含 DRAM 等）研发项目，未来有望成为国产 DRAM 产业的重要组成力量。

公司营业收入（单位：亿元）



● 资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

公司净利润（单位：亿元）



● 资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

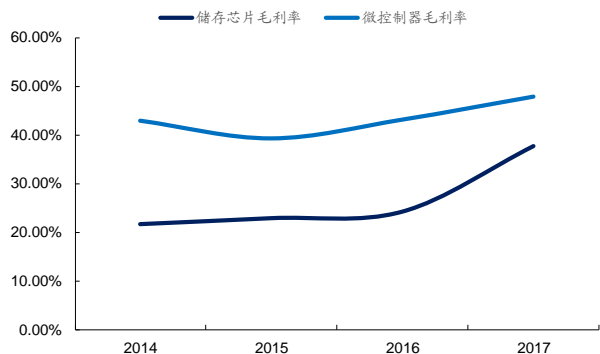
■ 毛利率稳中有升，研发投入不断加码

主营业务毛利率稳中有升，仍维持在较高水平。2018 年一季报显示，毛利率 38.24%，仍然处于历史较高水平，主要是行业下游需求依然景气。近年来，由于供需格局改变以及公司不断改进生产技术，公司的毛利率与净利率均呈现不断上升趋势，分别从 2011 年的 19.82%、5.55% 上升到 2017 年的 39.16%、19.59%，公司盈利能力持续提升。

研发投入不断加码，坚定国产替代之路。由于集成电路行业技术更新换代极快，持续的研发投入非常重要。公司 2017

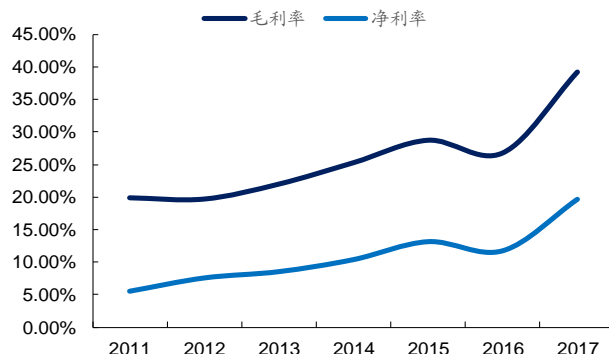
年研发投入 1.67 亿元，同比增长 63.31%，占营业收入比例为 8.23%。公司研发费用增幅较大，主要是由于研发立项增多，研发人员数量增幅较大以及研发材料、设备等其他投入增幅较大所导致。

公司分业务毛利率



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

公司毛利率和净利率



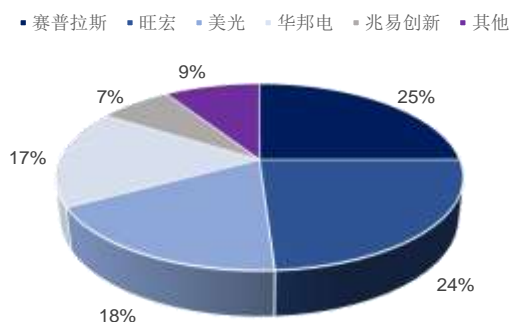
资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

■ 竞争对手逐步淡出，联手中芯抢占市场

国外龙头淡出 NOR Flash 市场，国产替代迎来历史机遇。2017 年，国际大厂美光科技、赛普拉斯逐步淡出 NOR Flash 市场，形成了旺宏、华邦电、兆易创新三足鼎立的局面。美光科技宣布剥离旗下 NOR 芯片业务，赛普拉斯则退出了中低容量的 NOR Flash 市场，专注大容量领域。由于供给端大厂退出和需求端的景气回升，预计今年 NOR Flash 市场大概率仍将保持供不应求状态，公司将迎来历史性成长机遇。

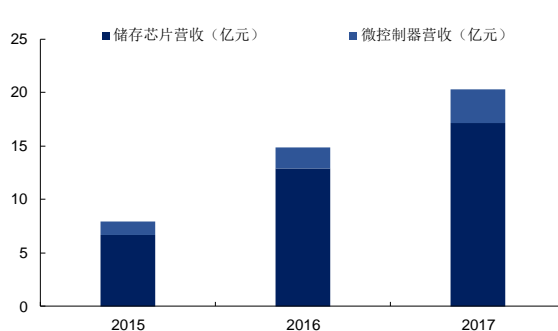
联手中芯国际，2018 年 NOR Flash 产量将大幅释放。2017 年 9 月，公司与中芯国际签署 12 亿元战略合作采购协议，保障公司长期稳定的产能供应，有望消除产能瓶颈。其中，公司明确一部分支出将用于 NOR Flash、NAND Flash 业务，提升品质服务。中芯国际作为世界领先的集成电路芯片代工企业之一，相信公司与之合作能够极大地促进产能的扩张和产品质量的提升，从而加速公司的成长。

全球 NOR Flash 市场份额



资料来源:招股说明书, 国信证券经济研究所整理

公司分业务营业收入



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

■ 进军 DRAM 领域，国产存储器“芯”火燎原

公司与合肥产投签署合作协议，合作开展工艺制程 19nm 的 12 英寸晶圆存储器的研发工作，该项目预算约为 180 亿人民币，预计将在 2018 年底实现产品良率不低于 10%。这是公司在 DRAM 领域的重要布局，也是对国产 DRAM 产业的重大推进。根据合肥长鑫公布的最新进展公告，2020 年将开始规划二厂建设，2020 年还将完成 17nm 技术研发。我们认为公司进军 DRAM，是国产存储器发展的历史性事件，为实现 DRAM 海量市场的国产替代打下了坚实的基础。

■ 给予“买入”评级：

我们看好公司在主营业务的快速基础上，持续导入 DRAM 市场的长期战略。预计公司 2018-2020 年净利润为

7.99/9.64/12.57 亿元，对应市盈率分别为 42.2/34.9/26.8 倍，给予“买入”评级。

■ 风险提示：扩产不及预期，行业竞争加剧。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	587	1204	1832	2748
应收款项	173	269	395	520
存货净额	627	768	1209	1594
其他流动资产	41	66	96	126
流动资产合计	1431	2309	3536	4995
固定资产	165	251	345	419
无形资产及其他	5	5	5	5
投资性房地产	970	970	970	970
长期股权投资	4	5	(4)	(13)
资产总计	2574	3540	4851	6376
短期借款及交易性金融负债	45	15	20	26
应付款项	272	409	645	850
其他流动负债	237	361	560	738
流动负债合计	554	786	1225	1615
长期借款及应付债券	184	184	184	184
其他长期负债	80	95	98	100
长期负债合计	264	278	282	283
负债合计	817	1064	1506	1899
少数股东权益	1	1	1	2
股东权益	1756	2476	3344	4475
负债和股东权益总计	2574	3540	4851	6376

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.40	2.81	3.40	4.43
每股红利	0.19	0.28	0.34	0.44
每股净资产	6.19	8.72	11.77	15.76
ROIC	25%	36%	40%	48%
ROE	23%	32%	29%	28%
毛利率	39%	43%	38%	38%
EBIT Margin	23%	26%	21%	21%
EBITDA Margin	24%	26%	22%	22%
收入增长	36%	61%	47%	32%
净利润增长率	125%	101%	21%	30%
资产负债率	32%	30%	31%	30%
息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
P/E	84.7	42.2	34.9	26.8
P/B	19.2	13.6	10.1	7.5
EV/EBITDA	70.2	40.1	32.9	25.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2030	3276	4802	6324
营业成本	1235	1881	2963	3909
营业税金及附加	3	10	14	19
销售费用	72	115	168	221
管理费用	260	426	625	822
财务费用	27	(22)	(27)	(46)
投资收益	54	50	50	50
资产减值及公允价值变动	(57)	(28)	(33)	(39)
其他收入	6	0	0	0
营业利润	437	888	1076	1409
营业外净收支	13	20	20	20
利润总额	449	908	1096	1429
所得税费用	52	109	132	172
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	397	799	964	1257

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	397	799	964	1257
资产减值准备	42	62	37	38
折旧摊销	31	24	37	49
公允价值变动损失	57	28	33	39
财务费用	27	(22)	(27)	(46)
营运资本变动	(901)	78	(123)	(118)
其它	(42)	(62)	(36)	(37)
经营活动现金流	(416)	929	912	1228
资本开支	(87)	(200)	(200)	(200)
其它投资现金流	3	(1)	(2)	(3)
投资活动现金流	(64)	(202)	(192)	(193)
权益性融资	121	0	0	0
负债净变化	184	0	0	0
支付股利、利息	(53)	(80)	(96)	(126)
其它融资现金流	(187)	(30)	5	7
融资活动现金流	195	(110)	(91)	(119)
现金净变动	(285)	617	628	916
货币资金的期初余额	872	587	1204	1832
货币资金的期末余额	587	1204	1832	2748
企业自由现金流	(549)	644	622	921
权益自由现金流	(553)	634	651	968

相关研究报告

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032