

2018年08月26日

兆易创新 (603986.SH)

## 产品结构持续优化，技术驱动未来成长

### ■事件：

公司发布 2018 年半年报，报告期内公司实现营业收入 11.07 亿元，同比增长 17.88%，实现归属于上市公司股东净利润 2.35 亿元，同比增长 30.99%。

**■产品结构持续优化，新产品前景广阔。**报告期内，公司持续优化产品结构，新产品稳定量产。FLASH 持续产品和技术升级。(1) NOR Flash 扩展大容量产品，实现 512Mb 大容量产品量产并丰富宽电压、低功耗等产品线型号。工艺方面基于目前 65nm 技术平台，加大推进先进工艺节点 55nm NOR Flash 技术产品研发，在性能和成本方面进一步提高竞争力。(2) NAND Flash 38nm 产品已稳定量产，具备业界领先的性能和可靠性，基于 38nm 工艺平台继续进行产品开发，扩充产品线。24nm NAND Flash 也在推进研发工作，将具备更好产品成本优势、提供更高产品容量范围。(3) MCU 产品扩展产品组合，针对高性能、低成本和物联网应用分别开发新产品。高性能 M4 系列产品实现量产，在指纹识别、无线充电等新型热门领域取得广泛应用。更低功耗和成本的 M3 系列产品推出，继续保持 M3 产品市场领先优势，面对物联网发展需求，规划并开展无线 MCU 产品的研发。目前产品主要采用 110nm、55nm 工艺平台，已经启动 40nm 工艺制程平台产品开发，并按计划开展新工艺流程研发和评估工作。

**■持续加大研发投入，成长驱动力强劲。**报告期内，公司持续加大研发投入，上半年研发费用 9322.71 万元，同比增长 97.08%。公司在 NOR Flash 大容量产品，NAND FLASH 以及 MCU 新产品全面布局并取得良好效果。公司是国内存储和 MCU 行业龙头公司，前瞻产品布局和长期研发投入保证公司市场竞争力，我们认为公司技术产品将持续高端化，未来成长驱动力强劲。

**■产业链上下游整合，合作先进产品进展顺利。**报告期内公司供应链整体供应平稳，与上下游主要供应商战略合作效果逐步显现，产能、品质、交货期持续优化，为不断增长的市场需求提供稳定供给保障。同时，公司与合作伙伴在先进技术和技术改进方面加强合作，协同开发具有产业竞争力的产品，与主要合作厂商新品导入进展顺利

**■投资建议：**买入-A 投资评级。我们预计公司 2018 年-2020 年主营收入分别为 28.39、42.22、60.19 亿元，净利润分别为 6.06、8.91、12.10 亿元，增速分别为 53.3%、46.2%、35.9%，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，考虑公司存储产业龙头稀缺性以及未来潜在 DRAM 产品国产替代突破，给予 2018 年估值 60X，6 个月目标价为 128.85 元。

**■风险提示：**宏观经济不景气，新产品开发低于预期，产品价格低于

## 公司快报

证券研究报告

半导体

投资评级 **买入-A**

首次评级

6 个月目标价：**128.85 元**  
股价 (2018-08-24) **112.10 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	31,804.15
流通市值 (百万元)	23,249.22
总股本 (百万股)	283.71
流通股本 (百万股)	207.40
12 个月价格区间	79.50/208.82 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.26	4.08	141.81
绝对收益	-11.26	-9.03	123.74

**孙远峰**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020001

sunyf@essence.com.cn

010-83321079

**张磊**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518030002

zhanglei1@essence.com.cn

010-83321078

### 相关报告

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,488.9	2,029.7	2,839.0	4,222.1	6,019.0
净利润	176.4	397.4	609.3	890.6	1,210.0
每股收益(元)	0.62	1.40	2.15	3.14	4.26
每股净资产(元)	4.51	6.19	6.53	9.30	13.09
<b>盈利和估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
市盈率(倍)	180.3	80.0	52.2	35.7	26.3
市净率(倍)	24.9	18.1	17.2	12.1	8.6
净利润率	11.8%	19.6%	21.5%	21.1%	20.1%
净资产收益率	13.8%	22.6%	32.9%	33.8%	32.6%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.6%	0.7%
ROIC	131.7%	138.8%	129.2%	231.9%	126.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1,488.9	2,029.7	2,839.0	4,222.1	6,019.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,091.1	1,234.9	1,745.7	2,581.8	3,735.4	营业收入增长率	25.3%	36.3%	39.9%	48.7%	42.6%
营业税费	5.5	2.8	8.0	11.1	13.7	营业利润增长率	-0.6%	169.4%	51.6%	49.4%	36.1%
销售费用	52.8	72.3	83.7	127.1	191.1	净利润增长率	11.8%	125.3%	53.3%	46.2%	35.9%
管理费用	188.3	259.8	353.5	533.4	760.1	EBITDA 增长率	-0.6%	201.5%	40.2%	47.4%	34.8%
财务费用	-24.6	27.3	-3.0	-5.0	-7.4	EBIT 增长率	-4.0%	233.0%	43.9%	49.3%	36.1%
资产减值损失	14.5	56.6	7.8	9.8	13.2	NOPLAT 增长率	4.9%	217.7%	42.7%	47.6%	36.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	201.3%	53.4%	-17.8%	151.9%	-4.5%
投资和汇兑收益	0.7	54.2	18.4	24.4	32.4	净资产增长率	124.2%	37.4%	5.3%	42.2%	40.7%
<b>营业利润</b>	162.1	436.5	661.6	988.4	1,345.3	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	23.7	12.6	18.1	18.1	16.3	毛利率	26.7%	39.2%	38.5%	38.9%	37.9%
<b>利润总额</b>	185.8	449.1	679.8	1,006.5	1,361.6	营业利润率	10.9%	21.5%	23.3%	23.4%	22.4%
减:所得税	11.1	51.6	74.8	120.8	156.6	净利润率	11.8%	19.6%	21.5%	21.1%	20.1%
<b>净利润</b>	176.4	397.4	609.3	890.6	1,210.0	EBITDA/营业收入	10.9%	24.1%	24.1%	23.9%	22.6%
						EBIT/营业收入	9.2%	22.5%	23.2%	23.3%	22.2%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	15	16	11	5	2
						流动营业资本周转天数	45	51	39	49	52
货币资金	871.6	586.9	1,116.2	1,224.0	2,217.3	流动资产周转天数	270	254	215	208	215
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	32	27	32	30	30
应收帐款	128.6	173.2	336.0	375.6	620.6	存货周转天数	76	92	70	75	80
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	311	376	321	257	255
预付帐款	2.5	9.3	6.7	15.3	18.6	投资资本周转天数	48	66	52	56	55
存货	406.8	627.5	470.9	1,285.6	1,387.8	<b>投资回报率</b>					
其他流动资产	25.7	33.8	25.8	28.4	29.4	ROE	13.8%	22.6%	32.9%	33.8%	32.6%
可供出售金融资产	86.2	800.3	303.5	396.7	500.2	ROA	10.5%	15.4%	24.3%	25.0%	24.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	131.7%	138.8%	129.2%	231.9%	126.0%
长期股权投资	23.8	3.9	3.9	3.9	3.9	<b>费用率</b>					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	3.5%	3.6%	3.0%	3.0%	3.2%
固定资产	75.5	101.5	75.2	48.9	26.0	管理费用率	12.6%	12.8%	12.5%	12.6%	12.6%
在建工程	18.7	63.0	63.0	63.0	63.0	财务费用率	-1.7%	1.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
无形资产	5.2	28.5	28.2	28.0	27.7	三费/营业收入	14.5%	17.7%	15.3%	15.5%	15.7%
其他非流动资产	25.1	146.6	59.1	71.5	88.0	<b>偿债能力</b>					
<b>资产总额</b>	1,669.7	2,574.4	2,488.4	3,540.8	4,982.4	资产负债率	23.4%	31.7%	25.7%	25.7%	25.7%
短期债务	-	44.6	-	-	-	负债权益比	30.5%	46.5%	34.5%	34.6%	34.6%
应付帐款	252.5	408.3	456.2	726.2	1,058.5	流动比率	4.54	2.58	3.50	3.52	3.56
应付票据	-	-	-	-	-	速动比率	3.25	1.45	2.66	1.97	2.40
其他流动负债	63.7	100.7	103.0	106.0	143.4	利息保障倍数	-5.58	16.74	-217.28	-195.18	-180.59
长期借款	-	183.5	-	-	-	<b>分红指标</b>					
其他非流动负债	74.4	80.0	79.2	77.9	79.0	DPS(元)	0.19	0.28	0.36	0.70	0.84
<b>负债总额</b>	390.5	817.1	638.4	910.0	1,280.9	分红比率	30.0%	20.0%	16.7%	22.3%	19.7%
少数股东权益	0.6	0.7	-3.3	-8.1	-13.0	股息收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.6%	0.7%
股本	100.0	202.7	283.7	283.7	283.7						
留存收益	1,164.1	1,558.9	1,569.7	2,355.2	3,430.7						
<b>股东权益</b>	1,279.1	1,757.2	1,850.1	2,630.8	3,701.5						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	174.7	397.5	609.3	890.6	1,210.0	EPS(元)	0.62	1.40	2.15	3.14	4.26
加:折旧和摊销	29.3	39.0	26.6	26.6	23.1	BVPS(元)	4.51	6.19	6.53	9.30	13.09
资产减值准备	14.5	56.6	-	-	-	PE(X)	180.3	80.0	52.2	35.7	26.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	24.9	18.1	17.2	12.1	8.6
财务费用	-8.8	13.9	-3.0	-5.0	-7.4	P/FCF	-1,497.9	68.0	68.9	98.2	25.4
投资损失	-0.7	-54.2	-18.4	-24.4	-32.4	P/S	21.4	15.7	11.2	7.5	5.3
少数股东损益	-1.7	0.1	-4.3	-4.9	-4.9	EV/EBITDA	103.7	65.0	44.3	29.8	21.3
营运资金的变动	-152.0	-329.1	141.6	-605.7	2.5	CAGR(%)	71.8%	44.7%	57.1%	71.8%	44.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	83.6	197.7	751.7	277.1	1,190.8	PEG	2.5	1.8	0.9	0.5	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-161.2	-782.1	514.9	-69.4	-70.6	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	520.6	312.9	-737.3	-100.0	-126.9	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

孙远峰、张磊声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034