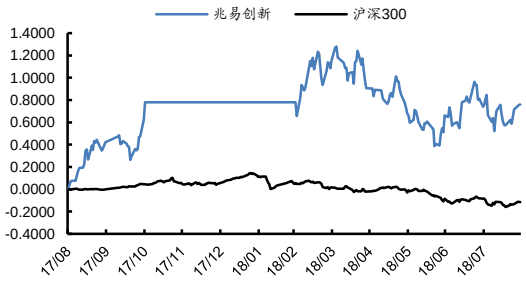
研究所
证券分析师： 王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn
联系人 ： 杨钟 S0350118080024
021-60338126 yangz05@ghzq.com.cn

国产芯片急先锋，助力存储中国梦

——兆易创新（603986）中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
兆易创新	-2.8	1.5	84.5
沪深 300	-3.7	-9.0	-11.7

市场数据	2018-08-29
当前价格（元）	114.95
52 周价格区间（元）	62.00 - 153.69
总市值（百万）	32612.73
流通市值（百万）	23840.31
总股本（万股）	28371.23
流通股（万股）	20739.72
日均成交额（百万）	473.31
近一月换手（%）	59.06

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

兆易创新 2018 年中报显示：2018 年上半年公司实现营业收入 11.07 亿元，同比上升 17.88%；实现归母净利 2.35 亿，同比增长 30.99%。

投资要点：

- **Nor flash 不断进阶，实现 512M 产品量产，加快推进 55nm 研发。**三星、美光等国际大厂逐渐淡出 Nor flash 领域，以及台商产能吃紧，客观上给大陆供应商在此领域崛起的机会。但公司 65nm 制程与国际先进水平 55nm/45nm 仍有较大距离，这在某种程度上制约了公司产品的高阶应用。在当下低端 nor flash 竞争加强，高端产品持续景气的情况下，如果想在 nor flash 市场保持竞争力，产品升级必不可少。

  上半年，公司实现 512M 大容量 nor flash 量产，标志着其产品升级的顺利推进。认为，随着公司 55nm nor flash 研发成功，其产品结构和价值含量也将得到进一步的提升。另外，据 iFixit 拆解报告显示，兆易创新 32Mb 序列式 nor Flash 成功进入三星 Galaxy S9 的供应链，标志着逐渐获得一线客户的认可。

- **AMOLED、TDDI、汽车电子催生 nor flash 新应用。**与 NAND flash 对数据“海量存储”、“快速读写”的应用场景不同，nor flash 既可安装程序，又可运行程度，过去主要用于某些嵌入式设备的代码存储。近年来受 AMOLED、全面屏 TDDI、物联网及汽车电子新型运用的拉动，nor flash 市场规模有望保持稳定增长。

  AMOLED 需求：由于 AMOLED 自发光机理，其高能蓝光部分衰减速度比红光较快，导致屏幕红移现象，解决方案是在 AMOLED 驱动 IC 外挂一颗 nor flash 芯片用于存储驱动电流及亮度的补偿编码。

  TDDI 需求：在全面屏普及趋势下，集显示驱动 IC 与触控 IC 于一体的 TDDI 芯片保持高速增长（节省空间），然而当触控功能整合进驱动 IC 的时候所需编码容量较大，故需要外挂一颗 nor flash。

- **受益汽车电子、物联网、安防监控应用场景，MCU 业务稳步增长。**兆易创新 MCU 主要为 32 位通用 MCU 产品，面向工控、安防和物联网等。目前主要采用 110nm、55nm 工艺，正在研发 40nm 工艺制

程。2015-2017 年 MCU 销量年复合增速 50%，同时毛利率不断攀升。目前兆易创新 MCU 占全球市场份额不足 1%，我们认为，随着下游市场的放量，以及自身大量研发投入所带来的产品性能和可靠性的提升，公司该部分业务有较大的成长空间。此外，公司 **nor flash 与 MCU 的搭配，有助于打开未来物联网“移动端”设备市场**（移动端没有海量数据，更注重低功耗）。

- **联手合肥产投，切入高端 DRAM**。DRAM 是半导体版图上技术和价值含量极高的领域，门槛极高，长期被三星、美光、海力士把持。兆易创新此次联手合肥产投切入 DRAM 领域，既体现了肩负国家重任的担当，又补全了公司在高端存储的短板。虽然 **DRAM 研发周期长，短期难盈利**，但长期来看这仍是值得期待的亮点，尤其是**条件成熟后公司存在收购合肥产投在本项目中权益的可能性**。

- **携手思立微，抢滩屏下指纹识别**。受全面屏和 OLED 潮流引领，屏下指纹识别逐渐成为众多终端厂商新宠，兆易创新此次收购的思立微作为国内为数不多的指纹识别供应商，显然会是该技术革新的核心受益者。**思立微指纹识别芯片业务 2017 年增长 941.89%，市占率 6.5%，跃居全球前三**，此次**拿下 OPPO R17 与 R17 Pro 屏下指纹识别订单**，进一步彰显了其强势崛起的市场地位。认为，随着对思立微的收购顺利完成，以及屏下指纹识别技术的广泛渗透，该业务将会成为公司业绩的另一个有力支点。此外，长期来看，此番联手也有助于公司将原有的 MCU、存储业务与思立微传感器和人机交互方案进行深度整合，加速布局物联网“智能硬件”等新兴市场。

- **盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予增持评级。**我们预计公司 2018-2020 年将分别实现净利润 6.23、9.11、13.28 亿元，对应 2018-2020 年 PE 52.33、35.81、24.56 倍，给予公司**增持**评级。

- **风险提示：**1）Nor flash 高端产品研发进展不及预期；2）MCU 市场需求不及预期；3）合肥长鑫 DRAM 研发不及预期；4）不可抗力导致收购思立微进展受阻；5）屏下指纹需求不急预期。

预测指标	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	2029.71	2919.33	4088.23	5759.09
增长率(%)	36.32%	43.83%	40.04%	40.87%
净利润（百万元）	397.42	623.24	910.72	1327.89
增长率(%)	125.26%	56.82%	46.13%	45.81%
摊薄每股收益（元）	1.401	2.197	3.210	4.680
ROE(%)	22.63%	26.42%	28.05%	29.39%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：兆易创新盈利预测表

证券代码:	603986.SH		股价:	114.95	投资评级:	增持		日期:	2018-08-29
财务指标	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**每股指标与估值**	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	22.63%	26.42%	28.05%	29.39%	EPS	1.40	2.20	3.21	4.68
销售毛利率	39.16%	38.27%	38.07%	37.15%	P/E	82.06	52.33	35.81	24.56
销售净利率	19.59%	21.36%	22.33%	23.08%	P/B	18.57	13.83	10.05	7.22
成长能力					P/S	16.07	11.17	7.98	5.66
收入增长率	36.32%	43.83%	40.04%	40.87%					
利润增长率	127.56%	56.88%	46.34%	45.64%	**资产负债表（百万元）**	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
营运能力					货币资金	586.89	1840.62	2664.91	3902.35
总资产周转率	0.79	1.01	1.08	1.14	应收和预付款项	182.43	168.80	188.20	225.90
应收账款周转率	11.72	30.94	36.76	32.24	存货	627.48	543.23	658.24	689.23
存货周转率	1.97	3.32	3.85	5.25	其他流动资产	33.81	23.32	15.87	36.24
偿债能力					长期股权投资	3.87	3.87	3.87	3.87
资产负债率	31.74%	18.73%	14.33%	10.70%	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比	2.58	7.83	10.10	14.31	固定资产和在建工程	164.51	114.87	27.23	-33.99
速动比	1.45	6.11	8.17	12.17	无形资产和开发支出	32.31	29.44	26.58	23.71
					其他非流动资产	943.09	179.52	208.52	217.53
利润表（百万元）	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**资产总计**	**2574.37**	**2903.67**	**3793.41**	**5064.84**
营业收入	**2029.71**	**2919.33**	**4088.23**	**5759.09**	短期借款	44.64	0	0	0
营业成本	1234.85	1802.10	2531.84	3619.59	应付和预收款项	421.76	307.76	336.76	323.53
营业税金及附加	2.75	3.24	4.34	5.98	长期借款	183.54	183.54	183.54	183.54
销售费用	72.31	99.34	117.28	149.29	其他负债	167.19	52.44	23.48	34.91
管理费用	259.81	298.34	376.34	504.87	**负债合计**	**817.14**	**543.74**	**543.78**	**541.98**
财务费用	27.33	8.68	-13.78	-28.03	股本	202.68	283.71	283.71	283.71
资产减值损失	56.59	23.87	61.87	35.45	资本公积	595.18	514.15	514.15	514.15
投资收益	54.24	0	0	0	留存收益	958.63	1560.87	2448.59	3720.48
公允价值变动损益	0	0	0	0	**归属母公司股东权益**	**1756.49**	**2358.73**	**3246.45**	**4518.34**
其他经营损益	6.2	0	0	0	少数股东权益	0.75	1.20	3.18	4.52
营业利润	**436.54**	**683.76**	**1010.33**	**1471.94**	股东权益合计	1757.24	2359.93	3249.63	4522.86
其他非经营损益	12.59	9.23	3.78	4.98	**负债和股东权益总计**	**2574.37**	**2903.67**	**3793.41**	**5064.84**
利润总额	**449.12**	**692.99**	**1014.11**	**1476.92**	**现金流量表（百万元）**	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
所得税	51.58	69.30	101.41	147.69	经营性现金净流量	227.54	586.95	859.09	1226.54
净利润	**397.55**	**623.69**	**912.70**	**1329.23**	投资性现金净流量	-782.05	716.87	-51.92	3.59
少数股东损益	0.13	0.45	1.98	1.34	筹资性现金净流量	312.92	-50.08	17.12	7.31
归属母公司股东净利	**397.42**	**623.24**	**910.72**	**1327.89**	**现金流量净额**	**-254.83**	**1253.74**	**824.28**	**1237.44**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电子元器件组介绍】

王凌涛，资深电子行业分析师，证券行业从业近 5 年，具有丰富的实业工作经历，熟悉电子行业供应链脉络，深入研究，扎实审慎。
杨钟，半导体物理本科，工商管理硕士，6 年半导体行业经验，2018 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

王凌涛，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。