

存储自主创新之星火

投资要点

- **推荐逻辑:** 兆易创新作为国内领先的闪存芯片及微控制器供应商,以存储+IoT战略布局,不断加速产品结构的优化和产品线的完善布局,未来有望成为存储芯片全平台公司,市场空间不断拓展。公司由利基存储切入 DRAM 赛道,叠加 32 位 MCU 持续渗透,预计未来三年营收增速分别为 25%、28%、40%。
- **NOR Flash 焕发又一春, SLC NAND 未来可期。** NOR: AMOLED、TDDI 等新兴领域强势崛起,应用场景放宽带来 NOR Flash 增长新动力,未来三年需求增速 30%,公司目前低容量 NOR Flash 业务全球第三,中高端 NOR 突破在即。**SLC NAND:** 面临供给收缩下的刚性需求,公司 24nm 良率持续推进,2019 年产能倍增(预计扩产至 5000 片),有望成为新的业增长点。
- **MCU 受益下游需求,并购思立微布局人机交互。** MCU 作为物联网核心零组件,受益于物联网浪潮,未来五年中国市场 CAGR 为 12%。公司作为国内 32bit MCU 领导厂商,作价 17 亿收购思立微布局人机交互,打造面向物联网时代的“MCU-存储-传感交互”一体化解决方案。随着物联网应用的进一步催化,以 MCU 为内核,结合在存储、传输、传感等优势,预计未来三年 MCU 业务营收平均增速高达 40%。
- **重磅切入 DRAM 赛道,存储全平台雏形已现。** 大数据时代,DRAM 下游需求强劲,2017 年市场规模已达 720 亿美元,未来四年 DRAM bit 需求也将保持 20% 的复合增长。公司携手合肥产投布局 DRAM,2018 年底已提前量产,10% 良率完成积极乐观,投产后最大产能约占 8% 市场份额,千亿蓝海的 DRAM 将是兆易探索的星辰大海。
- **盈利预测与评级。** 在不考虑收购的情况下,我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 1.62、2.06、2.89 元,对应当前股价 50、39、28 倍 PE。参考行业平均估值并考虑公司稀缺性和行业龙头地位,给予公司 2019 年 48 倍估值,对应股价 98.9 元,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产能扩产不达预期的风险;存储器下行周期比预期严重的风险;标的公司承诺业绩不达预期的风险;DRAM 良率以及盈利能力不达预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2029.71	2544.16	3274.49	4585.90
增长率	36.32%	25.35%	28.71%	40.05%
归属母公司净利润(百万元)	397.42	459.83	587.18	823.25
增长率	125.26%	15.71%	27.69%	40.21%
每股收益 EPS(元)	1.40	1.62	2.06	2.89
净资产收益率 ROE	22.62%	22.62%	23.19%	25.43%
PE	58	50	39	28
PB	13.15	11.37	9.12	7.13

数据来源: Wind, 西南证券

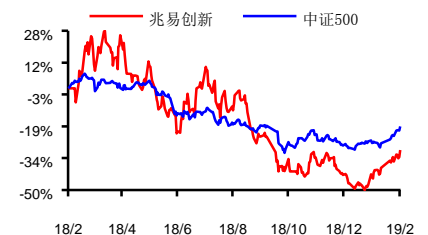
西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 陈杭
电话: 021-68415309
邮箱: chenhang@swsc.com.cn

联系人: 李少青
电话: 021-68415309
邮箱: lisq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.85
流通 A 股(亿股)	2.07
52 周内股价区间(元)	58.48-208.82
总市值(亿元)	231.16
总资产(亿元)	28.34
每股净资产(元)	6.71

相关研究

目 录

1 兆易创新：国内存储稀缺标的，成长空间不断打开	1
2 收入保持增长，毛利稳定上升	3
3 下游需求引领新增长	5
3.1 NOR Flash 焕发又一春	5
3.2 32 位 MCU 迎来需求爆发	6
4 盈利预测与估值	7
4.1 盈利预测	7
4.2 相对估值	8
5 风险提示	9

图 目 录

图 1: 兆易创新主营业务情况	1
图 2: 兆易创新产品主要应用领域	1
图 3: 兆易创新 Fabless 经营模式图	1
图 4: 兆易创新增长路径一览	2
图 5: 兆易创新 2017 年主营业务收入结构	3
图 6: 兆易创新 2011-2017 年营收结构	3
图 7: 公司 2011 年以来营业收入 (亿元) 及同比增速	3
图 8: 公司 2011 年以来归母净利润 (亿元) 及同比增速	3
图 9: 公司 2011 年以来毛利率与净利率情况	4
图 10: 公司分产品毛利率情况	4
图 11: 公司自 2011 年以来研发费用及营收占比	4
图 12: 公司自上市以来研发人员数量及其占总人数比例	4
图 13: 未来全球智能手机出货量预测	6
图 14: 未来全球智能手机 AMOLED 渗透率预测	6
图 15: 2010-2020 年中国 MCU 市场规模与增速	6
图 16: 2017 年中国 MCU 市场产品结构	6
图 17: 2017 年中国 MCU 应用领域销售额分布	7
图 18: 2017 年全球 MCU 应用领域销售额分布	7

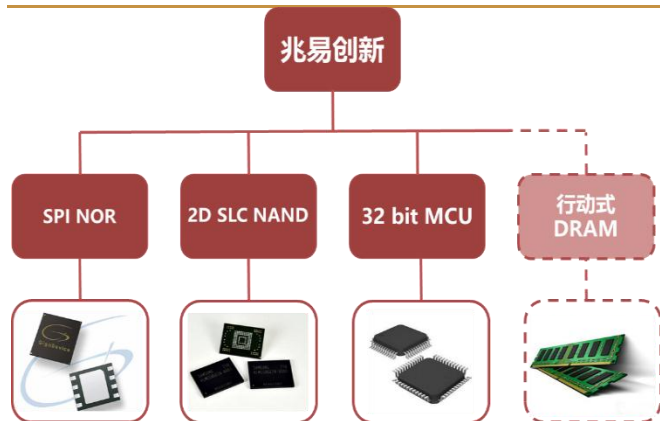
表 目 录

表 1: 不同面板分辨率所需 NOR Flash 容量	5
表 2: 分业务收入及毛利率	8
表 3: 可比上市公司盈利预测相对估值 (截止到 2019 年 2 月 22 日)	8
附表: 财务预测与估值	10

1 兆易创新：国内存储稀缺标的，成长空间不断打开

兆易创新作为国内领先的闪存芯片设计企业，主要产品为闪存芯片（主要指 SPI NOR Flash 和 SLC NAND Flash）以及微控制器（主要指 32 bit MCU），目前已重磅切入行动式 DRAM 赛道，致力于打造国内唯一的存储芯片全平台公司。随着智能工业制造（工业 4.0）、人工智能（AI）与物联网（IoT）不断引领未来市场增长，公司产品广泛应用于手持移动终端、消费类电子产品、个人电脑及周边、网络、电信设备、医疗设备、办公设备、汽车电子及工业控制设备等各个领域。

图 1：兆易创新主营业务情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：兆易创新产品主要应用领域

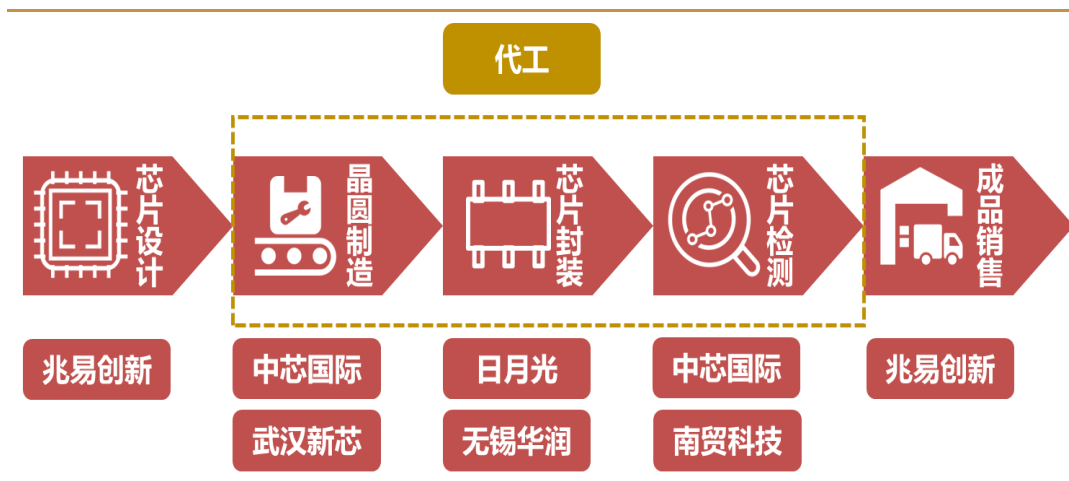


数据来源：公司公告，西南证券整理

Fabless 运营，聚焦芯片设计

兆易创新属于轻资产设计类公司，经营模式采用 Fabless 模式。Fabless 模式是指无晶圆生产线集成电路设计模式，即企业只进行集成电路的设计和封装，晶圆的制造、芯片的封装和测试等生产环节均由专业的晶圆制造企业、封装和测试企业来完成，公司直接采购印有公司设计方案的成品晶圆。

图 3：兆易创新 Fabless 经营模式图



数据来源：公司公告，西南证券整理

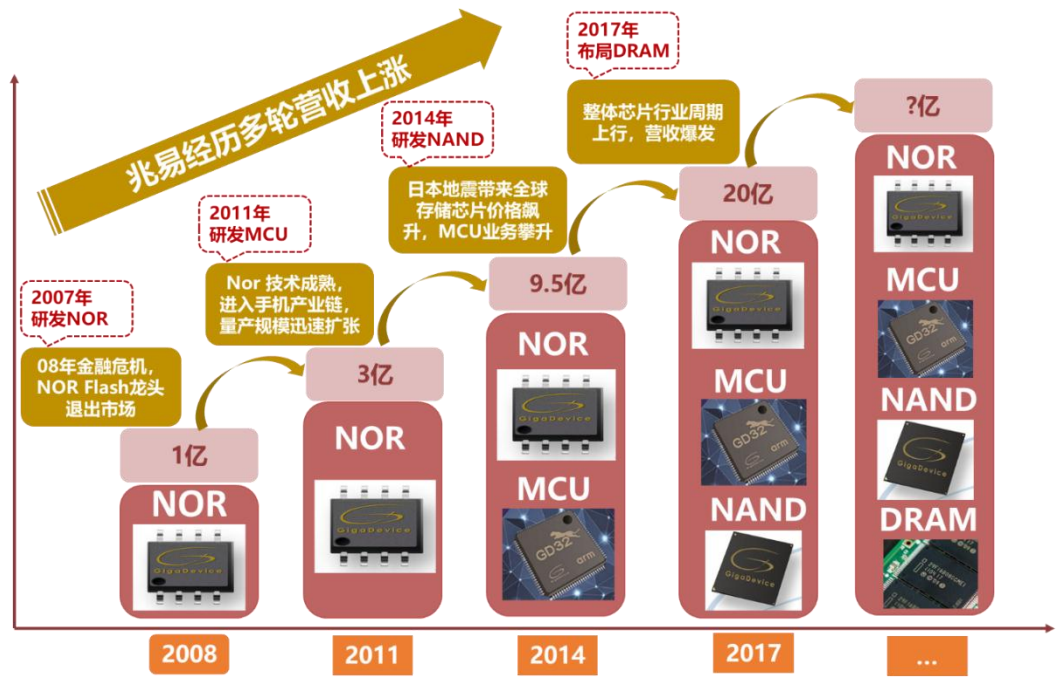
Fabless 模式下的产业链是社会分工的结果，产业链各环节之间是相互合作，相互依存的关系。其中，IC 设计是具有自主知识产权并体现核心技术含量的研发和设计环节，成品销售则是控制销售渠道、客户资源及品牌的销售服务环节，均在产业链中具有核心及主导作用，是 IC 设计行业的原始创新的体现和创造价值的源泉。兆易创新位于产业链的研发设计和产品销售环节，在整个产业链中处于重要地位并拥有核心竞争力。

出色的战略规划能力

兆易创新具有极为优秀的管理团队，其创始人朱一明具有出色的战略规划能力，可以先见性的拓宽战略布局，把握行业的周期性，趋利避害，享受行业发展红利。

2007 年布局 NOR Flash，恰逢遭遇 08 年金融危机，NOR Flash 龙头厂商纷纷退出，兆易创新成功抓住机会，分得第一杯羹；2011 年布局 MCU，丰富公司主营产品，对冲 2013 年存储芯片下降周期；2014 年布局 NAND，受益 2017 年存储器行业上涨大周期，营收暴涨；2017 年布局 DRAM，实现国产化零突破，存储芯片全平台雏形已现。

图 4：兆易创新增长路径一览



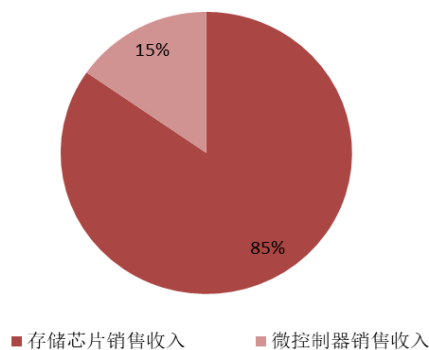
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 收入保持增长，毛利稳定上升

主营突出，收入稳增长

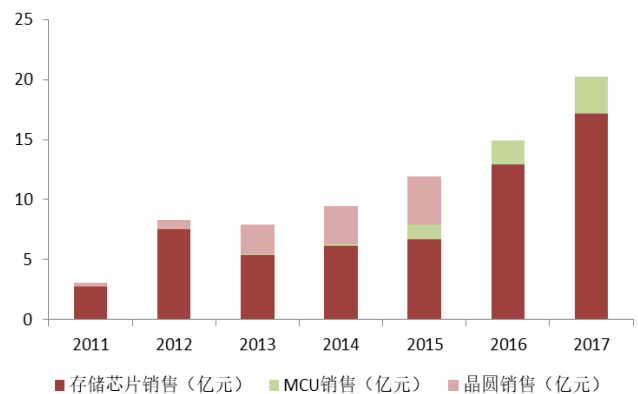
公司主要产品为 SPI NOR Flash 和 SLC NAND Flash（闪存芯片）以及 32 bit MCU，NOR Flash 即代码型闪存芯片，主要用来存储代码及部分数据，广泛应用于 PC 主板、手机、数字机顶盒、路由器、家庭网关、安防监控产品、智能家电产品、汽车等。NAND Flash 为数据型闪存芯片，广泛应用于网络通讯、语音存储、智能电视、工业控制、机顶盒、打印机、穿戴式设备等，而 MCU 产品则广泛应用于工业和消费类嵌入式市场。由于存储芯片用途广泛，发展空间较大，收入占比常年在 85% 以上，是公司营收的主要来源。

图 5：兆易创新 2017 年主营业务收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：兆易创新 2011-2017 年营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

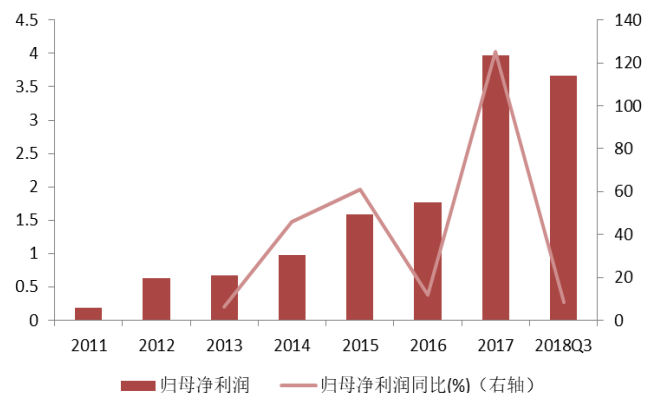
受益产品研发、供需格局改变和产业布局，公司营业收入逐年增长，归母净利润显著上升。2011-2017 年间，公司营业收入年均复合增速达到 35.9%，其中，2017 年实现营业收入 20.3 亿元，同比增长 36.3%。公司归母净利润自 2011 年以来实现了高达 67.5% 的年均复合增速，2017 年公司实现归母净利润 4.0 亿元，同比增长 125.3%。2017 年急速爆发叠加存储器周期下行，以致 2018 年同比增速放缓，前三季度实现营收 17.21 亿元，同比增长 13.5%，实现归母净利润 3.7 亿元，同比增长 8.2%。

图 7：公司 2011 年以来营业收入（亿元）及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2011 年以来归母净利润（亿元）及同比增速



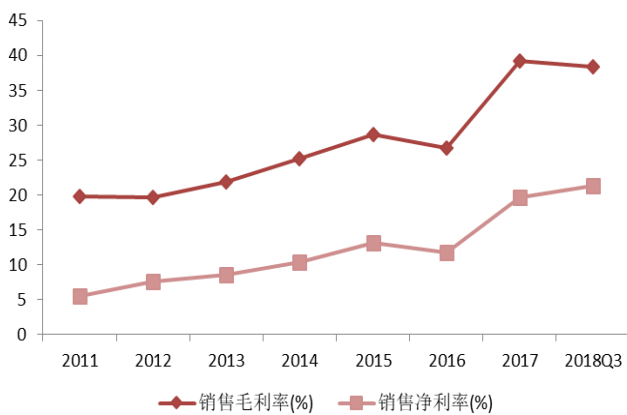
数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率显著上升，研发持续加码

伴随公司的产品线不断拓展，应用领域持续开拓，公司产品结构优化，毛利率不断增加。2018 年前三季度毛利率为 38.4%，较 2017 年保持稳定状态。公司净利率水平跟随毛利率变动趋势，稳中有升，由 2011 年 5.5% 一路上涨至 2018 年前三季度的 21.3%，盈利能力持续增强。

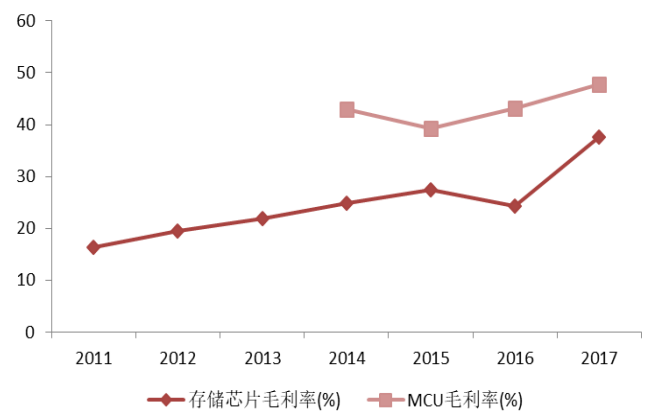
分产品来看，公司主要产品存储芯片毛利率基本保持逐年提升态势，从 2011 年的 19.0% 逐年提升至 2017 年的 37.6%，主要原因是公司产品不断优化以及闪存芯片供需格局发生变化；公司 MCU 业务毛利率近几年由于规模优势和成本控制以及下游需求爆发不断上升也保持不断上升，2017 年毛利率为 47.8%。

图 9：公司 2011 年以来毛利率与净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

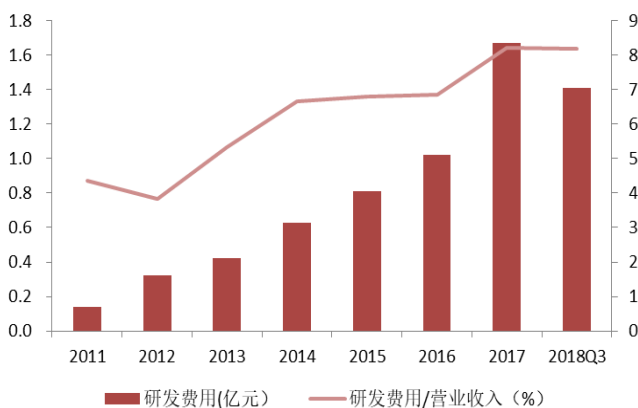
图 10：公司分产品毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

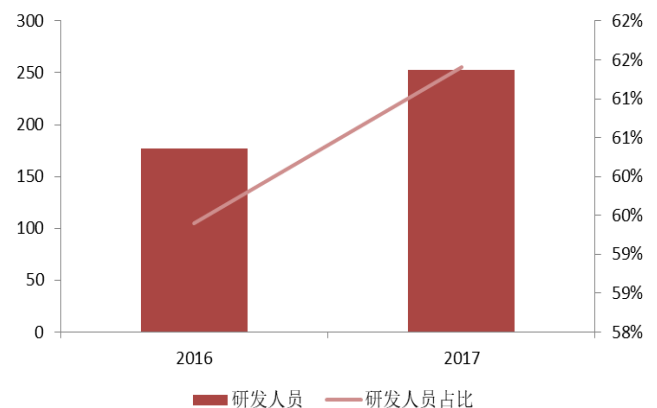
芯片设计属于技术密集型行业，知识产权更是闪存芯片行业竞争的利器。公司立足现有的基础和优势，继续增加研发投入，开发高规格产品，丰富公司产品线。2017 年，公司研发费用达 1.7 亿元，同比增长 63.3%，营收占比 8.2%。截至 2018 年第三季度，公司研发费用为 1.4 亿元，同比增长 73.5%，营收占比 8.2%。长期以来，公司研究团队不断壮大，截至 2017 年末，公司共有研发人员 253 人，同比增加 76 人，人数占比高达 61.4%。这支团队汇集了一批来自国内微电子领域顶尖院所的研发人员，同时引进在国际先进公司有丰富经验的高级专家，为公司自主创新提供了无限的动力，保证公司技术产品的先进

图 11：公司自 2011 年以来研发费用及营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司自上市以来研发人员数量及其占总人数比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 下游需求引领新增长

3.1 NOR Flash 焕发又一春

从需求端来看，AMOLED、TDDI、汽车、工控、声学等新兴领域强势崛起，应用场景放宽带来 NOR Flash 需求旺盛。而 SLC NAND 因其高速、稳定、长寿的优点，在某些容量要求低、性能要求高的领域，比如监控、工控、汽车电子、物联网等有着刚性需求。

AMOLED 渗透率持续提升。AMOLED，全名为有源矩阵有机发光二极管面板，也称“魔丽屏”。由于 AMOLED 显示技术具有更加轻薄、色彩艳丽、无需依靠背光源、能耗低且柔性好等优点，在高端智能机型上应用广泛，继三星之后，华为、小米、OPPO 纷纷采用 AMOLED 显示技术，苹果 iPhoneX 也搭载 AMOLED 屏幕，渗透率不断提升。

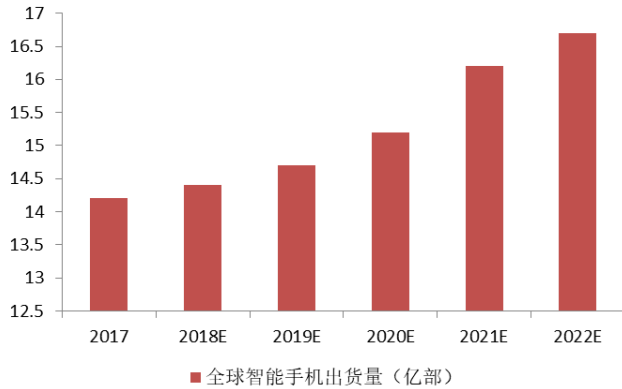
NOR Flash 成为 AMOLED 智能手机的标配品。由于 AMOLED 面板技术门槛较高，批次产出的良率可能出现不一致的状况，这也正是 AMOLED 量产的技术难点。目前，面板厂一般另外透过 De-Mura 功能来维持同一批次产出面板的显示质量一致性。但 De-Mura 编码目前无法整合进入以高压制程生产的驱动 IC 当中，必须要另行外挂一颗 NOR Flash 来储存 De-Mura 功能所需的编码。在 Full HD 的机种中，需要用 8Mbit 的 NOR Flash 来进行存储，而 QHD 的机种，就要用到 16Mbit NOR Flash 产品。因此当 AMOLED 面板需求大增，NOR Flash 的需求势必将同步跃升。

表 1：不同面板分辨率所需 NOR Flash 容量

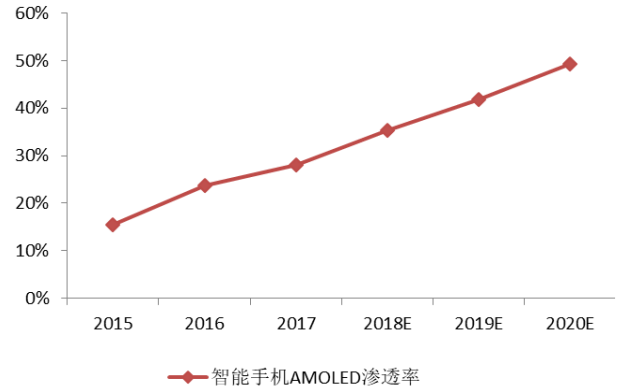
面板分辨率	NOR Flash 容量
HD (高清屏 720P)	4Mb
FHD (全高清屏 1080P)	8Mb
QHD (2k1440P)	8Mb 以上，看设计而定
TDDI (触控与显示驱动集成)	2Mb SPI NOR

数据来源：CINNO，西南证券整理

智能机 AMOLED 渗透率上升将带动中端 NOR Flash 需求提升。根据 IDC 预测，全球智能手机出货量持续增长，2021 年将超过 16 亿部，同时 AMOLED 在智能机中渗透率不断提升，根据中国产业信息网数据，到 2020 年 AMOLED 渗透率将达到 49.4%。以 2018 年智能机出货量 14.4 亿台，AMOLED 渗透率 35.3% 计算，对 NOR Flash 的需求量将达到 5.1 亿颗，到 2020 年将达到 7.5 亿颗，相比 2017 年增幅达到 88.9%。

图 13: 未来全球智能手机出货量预测


数据来源: IDC, 西南证券整理

图 14: 未来全球智能手机 AMOLED 渗透率预测


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

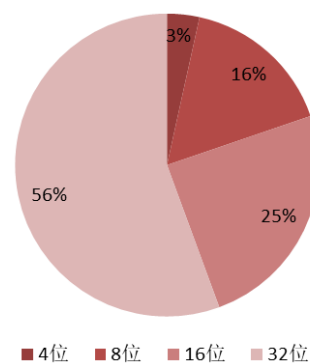
3.2 32 位 MCU 迎来需求爆发

2015 年以来, MCU 下游市场物联网和汽车电子高速发展。物联网涵盖了万物互联以及大数据人工智能的双重概念, 无论是连接用的小型节点, 还是收集与记录资料的感测器中枢, 主要都以 MCU 为基础搭建。作为物联网和车用传感器的核心零组件, MCU 的需求迎来新爆发, 市场规模增长迅速。

中国市场超速增长, 复合增长率高达 12%。2017 年, 我国 MCU 销售额已达 274.3 亿元, 受益于中国经济持续增强, 物联网、新兴医疗电子、新能源等应用快速发展, 我们认为中国 MCU 市场将继续保持较好的增长态势。据前瞻产业研究院预测数据, 2018-2023 年, 我国 MCU 市场规模将保持 12% 的速度增长, 至 2023 年, 我国 MCU 市场规模将突破 540 亿元。

图 15: 2010-2020 年中国 MCU 市场规模与增速


数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

图 16: 2017 年中国 MCU 市场产品结构


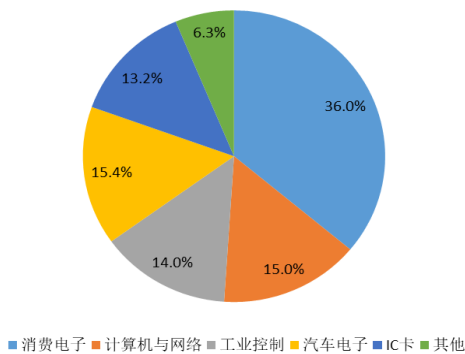
数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

32bit MCU 成主流。早期 MCU 架构多是 8 位为主(例如 Intel 8051 系列、Atmel AT8/TS8 系列、Labs EFM8 系列等)。随着物联网时代任务的复杂化, 对计算能力要求越来越高促使 MCU 开始迈向 16 或 32 位来设计, 与此同时相关的软件开发环境也提升到 32 位, 以提供更弹性的开发空间。从市场份额来看, 16 位和 32 位占据绝大部分市场, 2017 年 16 位产品

占据 24.7% 的市场；32 位产品市场需求量旺盛，市场增长迅速，2017 年占据了 55.6% 的市场份额，未来将持续渗透。

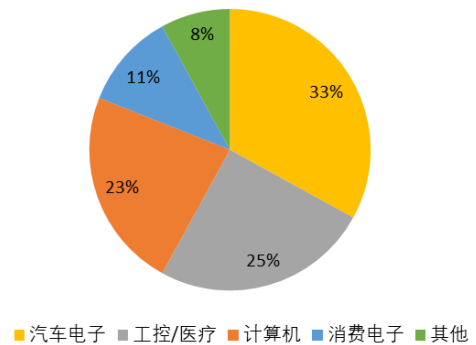
消费电子为主，汽车电子尚待开发。从应用领域来看，2017 年，中国消费电子领域市场份额最高，为 36.0%；上升较快的是汽车电子，市场份额为 15.4%，排在第二。这主要因为中国作为全球最大的消费电子产品和计算机制造中心，国内消费电子市场无论在规模还是在质量上都在不断崛起。广阔的市场空间和本土消费电子企业的崛起为本土消费电子企业提供了优越的成长环境，加上国家政策支持 IC 国产化的背景下，国内 MCU 企业必将迎来高速增长。

图 17：2017 年中国 MCU 应用领域销售额分布



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 18：2017 年全球 MCU 应用领域销售额分布



数据来源：iFind，基业长青研究院，西南证券整理

相比较而言，全球 MCU 应用则主要以汽车电子和工控为主，2017 年，全球汽车电子和工控应用分别占比 33% 以及 25%，因此从应用格局变迁的角度看，我国汽车电子和工控用 MCU 成长空间较大。考虑到 32 位 MCU 在汽车安全系统和工控系统中的广泛应用，预计国内 32 位高端 MCU 的需求将持续高速增长。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司 NOR Flash 产品受益供需格局和产能扩张，未来三年销量分别增长 17.6%、18.0%、35.6%；同时由于 NOR 售价回调，毛利率未来三年持续下滑，分别为 36%、34%、30%；

假设 2：公司 SLC NAND 产品未来三年进入快速放量期，2018-2020 年销量分别为 3 万片、6 万片、10 万片，毛利率稳定在 40%；

假设 3：公司微控制器产品维持高速增长，未来三年销量增速在 35% 以上；同时 MCU 的 ASP 预期下降趋缓，2018-2022 年期间平均销售价格以 -2.5% 的复合年增长率下降。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入如下表：

表 2: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
NOR Flash	收入	1715.82	1610.00	1781.80	2336.00
	增速	32.81%	-6.17%	10.67%	31.10%
	毛利率	37.61%	36.00%	34.00%	30.00%
NAND Flash	收入	0	495.00	900.00	1450.00
	增速	0	0	81.82%	61.11%
	毛利率	0	40.00%	40.00%	40.00%
微控制器	收入	311.09	435.53	587.96	793.75
	增速	58.23%	40.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	47.77%	45.00%	45.00%	45.00%
技术服务及其他收入	收入	2.80	3.64	4.73	6.15
	增速	506.52%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	35.36%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	收入	2029.71	2544.17	3274.49	4585.90
	增速	36.32%	25.35%	28.71%	40.05%
	毛利率	39.16%	38.32%	37.63%	35.76%

数据来源: 公司公告, 西南证券

4.2 相对估值

在不考虑收购的情况下, 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 1.62、2.06、2.89 元, 对应当前股价 50、39、28 倍 PE。公司作为存储芯片与微控制器供应商, 我们挑选 A 股芯片设计公司作为比较, 可比公司有全志科技、韦尔股份、汇顶科技、圣邦股份等, 参考公司的 EPS 和 PE 均来自 Wind 一致预测。2019 年行业平均 PE 为 34.95 倍, 考虑到公司作为国内存储标的稀缺龙头, 国产替代诉求强烈, 以及产品结构优化和产品线完善所带来的业绩成长性, 应给予一定估值溢价, 最终给予公司 2019 年 48 倍估值。通过估值, 我们估算公司对应股价为 98.9 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 3: 可比上市公司盈利预测相对估值 (截止到 2019 年 2 月 22 日)

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
均值						51.19	34.95	27.36
300458.SZ	全志科技	21.03	0.53	0.72	0.96	40.02	29.38	21.80
603501.SH	韦尔股份	29.20	0.82	1.26	1.59	46.19	30.14	23.90
603160.SH	汇顶科技	73.31	1.41	2.45	3.05	61.45	35.31	28.41
300661.SZ	圣邦股份	72.10	1.43	1.82	2.32	57.11	44.95	35.33

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

- 产能扩产不达预期的风险。公司 2019 年产能倍增大幅增抢占竞争对手市场，存在产能扩产不达预期的风险；
- 存储器下行周期比预期严重的风险。公司受益供需新格局，存在周期严重下行时各产品价格显著下滑带来盈利能力大幅下降的风险；
- 标的公司承诺业绩不达预期的风险。公司以 17 亿高额溢价收购思立微，计提商誉 15.8 亿元，以兆易创新 2018 年第三季度总资产计算，商誉占比高达 32.47%。思立微 2017 年 1-10 月仅实现归母净利润 2233 万元，存在思立微的经营业绩不及业绩承诺所带来的商誉减值风险，进而对兆易创新的即期净利润产生不利影响；
- DRAM 研发良率以及盈利能力不达预期的风险。由于 19nm 工艺属于尖端制程，所以技术难度相当高，良品率爬坡困难，而这又直接影响到实际产能和产品成本，进而存在未来盈利能力不达预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2029.71	2544.16	3274.49	4585.90	净利润	397.54	459.63	587.28	823.45
营业成本	1234.85	1569.30	2042.44	2945.76	折旧与摊销	39.00	23.00	28.21	33.19
营业税金及附加	2.75	6.54	8.25	11.11	财务费用	27.33	-3.87	-1.96	3.20
销售费用	72.31	87.18	113.62	159.71	资产减值损失	56.59	50.00	50.00	50.00
管理费用	259.81	346.01	438.78	531.96	经营营运资本变动	-143.79	-116.09	-163.21	-255.96
财务费用	27.33	-3.87	-1.96	3.20	其他	-178.98	-77.26	-60.32	-65.19
资产减值损失	56.59	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	197.70	335.41	440.00	588.69
投资收益	54.24	7.00	13.50	18.00	资本支出	-97.33	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-684.72	8.68	13.50	18.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-782.05	-41.32	-36.50	-32.00
营业利润	436.53	496.00	636.86	902.15	短期借款	44.64	-44.64	0.00	0.00
其他非经营损益	12.59	15.00	14.57	14.71	长期借款	183.54	2.00	0.00	0.00
利润总额	449.12	511.00	651.42	916.86	股权融资	153.08	0.00	0.00	0.00
所得税	51.58	51.37	64.15	93.41	支付股利	-53.00	-69.48	-86.24	-118.68
净利润	397.54	459.63	587.28	823.45	其他	-15.34	-111.29	1.96	-3.20
少数股东损益	0.13	-0.20	0.10	0.20	筹资活动现金流净额	312.92	-223.40	-84.28	-121.87
归属母公司股东净利润	397.42	459.83	587.18	823.25	现金流量净额	-284.67	70.70	319.21	434.82
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	586.89	657.58	976.80	1411.62	成长能力				
应收和预付款项	182.43	237.69	299.05	421.38	销售收入增长率	36.32%	25.35%	28.71%	40.05%
存货	627.48	748.13	1020.34	1470.70	营业利润增长率	169.36%	13.62%	28.40%	41.66%
其他流动资产	33.81	39.07	50.80	70.90	净利润增长率	127.56%	15.62%	27.77%	40.22%
长期股权投资	3.87	3.87	3.87	3.87	EBITDA 增长率	201.65%	2.44%	28.73%	41.54%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	164.51	193.33	216.93	235.56	毛利率	39.16%	38.32%	37.63%	35.76%
无形资产和开发支出	32.31	31.74	31.18	30.61	三费率	17.71%	16.87%	16.81%	15.15%
其他非流动资产	943.09	941.84	940.59	939.34	净利率	19.59%	18.07%	17.93%	17.96%
资产总计	2574.37	2853.25	3539.55	4583.98	ROE	22.62%	22.62%	23.19%	25.43%
短期借款	44.64	0.00	0.00	0.00	ROA	15.44%	16.11%	16.59%	17.96%
应付和预收款项	371.87	463.34	602.85	868.78	ROIC	89.94%	67.17%	66.25%	71.19%
长期借款	183.54	185.54	185.54	185.54	EBITDA/销售收入	24.78%	20.25%	20.25%	20.47%
其他负债	217.09	172.63	218.38	292.11	营运能力				
负债合计	817.14	821.51	1006.78	1346.43	总资产周转率	0.96	0.94	1.02	1.13
股本	202.68	284.44	284.44	284.44	固定资产周转率	22.93	21.35	21.79	26.38
资本公积	715.92	634.15	634.15	634.15	应收账款周转率	20.59	19.79	18.37	19.85
留存收益	842.97	1233.33	1734.27	2438.84	存货周转率	2.22	2.12	2.21	2.28
归属母公司股东权益	1756.49	2031.19	2532.13	3236.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.34%	—	—	—
少数股东权益	0.75	0.55	0.65	0.85	资本结构				
股东权益合计	1757.24	2031.74	2532.78	3237.55	资产负债率	31.74%	28.79%	28.44%	29.37%
负债和股东权益合计	2574.37	2853.25	3539.55	4583.98	带息债务/总负债	27.92%	22.65%	18.48%	13.82%
					流动比率	2.58	3.03	3.17	3.12
					速动比率	1.45	1.68	1.79	1.76
					股利支付率	13.34%	15.11%	14.69%	14.42%
					每股指标				
					每股收益	1.40	1.62	2.06	2.89
					每股净资产	6.18	7.14	8.90	11.38
					每股经营现金	0.70	1.18	1.55	2.07
					每股股利	0.19	0.24	0.30	0.42
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	502.87	515.13	663.11	938.54					
PE	58.12	50.24	39.34	28.06					
PB	13.15	11.37	9.12	7.13					
PS	11.38	9.08	7.05	5.04					
EV/EBITDA	30.17	42.12	32.24	22.32					
股息率	0.23%	0.30%	0.37%	0.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn