



603986.SH

增持

市场价格：人民币 93.45

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	54.8	22.7	(14.5)	(18.2)
相对上证指数	32.4	18.4	(8.2)	(26.4)

发行股数(百万)	308
流通股(%)	68
总市值(人民币 百万)	28,353
3个月日均交易额(人民币 百万)	475
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
朱一明	13

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月4日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

电子

赵琦

021-20328313

qi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518080001

王达婷

021-20328284

dating.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060001

## 兆易创新

### 携手合肥长鑫布局 DRAM，并购思立微进入传感器芯片市场

公司是国内领先的 IC 设计公司，主要产品包括 Nor Flash、Nand Flash 和 MCU，2017 年公司携手合肥产投，布局 DRAM 业务，目前正在筹划收购传感器芯片设计公司思立微，预计收购完成产品类型将进一步丰富。首次覆盖，给予“增持”评级。

#### 支撑评级的要点

- **存储与 MCU 双轮驱动，高研发优化产品结构。**公司立足存储和物联网两大方向，目前主要产品包括 Nor Flash、Nand Flash 和 MCU。截至 2018 年，公司 NOR Flash 产品累计出货量已经超过 100 亿颗，MCU 产品，累计出货数量已超过 2 亿颗，38nm SLC 制程 NAND Flash 产品已实现稳定量产。公司长期以来注重研发和技术创新，通过研发保证产品先进性，不断升级现有产品系列，2018 年研发投入达 2.30 亿元，占营业收入 10.24%，同比增长 37.67%。
- **携手合肥长鑫，布局 DRAM。**2017 年 10 月，公司与合肥产投签署合作协议，约定合作开展 12 英寸晶圆存储器研发；2019 年 4 月 26 日，公司与合肥产投、合肥长鑫签署《可转股债权投资协议》，约定以可转股债权方式投资 3 亿元，并继续研究商讨后续出资方案。目前项目进展顺利，DRAM 存储器的开发，将为公司存储业务打开更大市场空间。
- **并购思立微，切入传感器领域。**2018 年 1 月，公司发布预案，拟收购上海思立微 100% 股权并募集配套资金。目前，该事项已获证监会核准批文。标的资产思立微为业内领先的指纹传感器和触控显示传感器芯片设计商，2018 年实现扣除非后归母净利润 9507 万元。本次收购完成后，公司将切入传感器芯片领域，产品类型进一步丰富。

#### 估值

- 预计公司 2019~2021 年的 EPS 分别为 1.10、1.33、1.64 元，当前股价对应 PE 分别为 84X、70X、56X。考虑公司在 Nor、Nand 领域具有较深的技术积累，同时在布局 DRAM，首次覆盖，给予“增持”评级。

#### 评级面临的主要风险

- 存储芯片价格持续下行；资产重组进展不及预期。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,030	2,246	2,515	2,968	3,520
变动(%)	36	11	12	18	19
净利润(人民币 百万)	397	405	312	377	466
全面摊薄每股收益(人民币)	1.396	1.423	1.096	1.326	1.639
变动(%)	(20.9)	1.9	(22.9)	20.9	23.6
全面摊薄市盈率(倍)	66.0	64.8	84.1	69.5	56.3
价格/每股现金流量(倍)	132.7	42.3	116.3	39.9	59.5
每股现金流量(人民币)	0.69	2.18	0.79	2.31	1.55
企业价值/息税折旧前利润(倍)	63.3	65.2	60.9	44.7	36.0
每股股息(人民币)	0.280	0.285	0.256	0.280	0.353
股息率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,030	2,246	2,515	2,968	3,520
销售成本	(1,238)	(1,398)	(1,622)	(1,877)	(2,215)
经营费用	(350)	(423)	(443)	(486)	(559)
息税折旧前利润	442	425	450	604	747
折旧及摊销	(39)	(62)	(88)	(118)	(139)
经营利润 (息税前利润)	403	363	361	486	608
净利息收入/(费用)	(27)	24	(47)	(100)	(126)
其他收益/(损失)	73	49	23	23	23
税前利润	449	436	337	408	505
所得税	(52)	(32)	(26)	(32)	(40)
少数股东权益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	397	405	312	377	466
核心净利润	399	406	313	378	467
每股收益 (人民币)	1.396	1.423	1.096	1.326	1.639
核心每股收益 (人民币)	1.401	1.428	1.100	1.329	1.642
每股股息 (人民币)	0.280	0.285	0.256	0.280	0.353
收入增长(%)	36	11	12	18	19
息税前利润增长(%)	195	(10)	(1)	34	25
息税折旧前利润增长(%)	166	(4)	6	34	24
每股收益增长(%)	(21)	2	(23)	21	24
核心每股收益增长(%)	(21)	2	(23)	21	24

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	449	436	337	408	505
折旧与摊销	39	62	88	118	139
净利息费用	27	(24)	47	100	126
运营资本变动	7	126	(43)	71	42
税金	(51)	(33)	(26)	(32)	(40)
其他经营现金流	(273)	53	(178)	(9)	(331)
经营活动产生的现金流	198	620	226	657	441
购买固定资产净值	23	20	86	100	98
投资减少/增加	74	(0)	0	0	0
其他投资现金流	(880)	(304)	(172)	(199)	(197)
投资活动产生的现金流	(782)	(285)	(86)	(100)	(98)
净增权益	(80)	(81)	(73)	(80)	(100)
净增债务	228	63	3,609	1,100	1,200
支付股息	80	81	73	80	100
其他融资现金流	85	(55)	170	(180)	(226)
融资活动产生的现金流	313	8	3,778	920	974
现金变动	(271)	343	3,918	1,477	1,316
期初现金	872	587	934	4,852	6,329
公司自由现金流	(584)	335	140	557	342
权益自由现金流	(329)	374	3,795	1,758	1,668

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	587	934	4,852	6,329	7,645
应收帐款	173	137	213	200	289
库存	627	629	802	803	1,128
其他流动资产	9	13	5	18	10
流动资产总计	1,431	1,769	5,926	7,405	9,126
固定资产	165	449	452	434	390
无形资产	28	48	60	75	88
其他长期资产	134	50	51	46	47
长期资产总计	327	547	563	556	524
总资产	2,574	2,861	7,021	8,489	10,178
应付帐款	272	270	338	335	423
短期债务	45	78	3,000	4,000	5,000
其他流动负债	237	279	234	309	343
流动负债总计	554	627	3,572	4,643	5,767
长期借款	184	213	900	1,000	1,200
其他长期负债	80	123	123	124	125
股本	285	285	285	285	285
储备	1,559	1,902	2,141	2,439	2,805
股东权益	1,844	2,187	2,426	2,724	3,090
少数股东权益	1	0	(1)	(2)	(3)
总负债及权益	2,574	2,861	7,021	8,489	10,178
每股帐面价值 (人民币)	6.48	7.68	8.52	9.57	10.85
每股有形资产 (人民币)	6.38	7.51	8.31	9.30	10.55
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.26)	(2.26)	(3.34)	(4.67)	(5.08)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	21.8	18.9	17.9	20.4	21.2
息税前利润率(%)	19.9	16.2	14.4	16.4	17.3
税前利润率(%)	22.1	19.4	13.4	13.8	14.4
净利率(%)	19.6	18.0	12.4	12.7	13.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.6	2.8	1.7	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	14.8	n.a.	7.7	4.8	4.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.8	1.4	1.4	1.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	66.0	64.8	84.1	69.5	56.3
核心业务市盈率(倍)	65.8	64.6	83.8	69.4	56.1
市净率(倍)	14.2	12.0	10.8	9.6	8.5
价格/现金流(倍)	132.7	42.3	116.3	39.9	59.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	63.3	65.2	60.9	44.7	36.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	152.5	164.1	161.0	156.0	159.1
应收帐款周转天数	27.1	25.2	25.3	25.3	25.3
应付帐款周转天数	46.5	44.0	44.1	41.4	39.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	20.0	20.0	23.4	21.2	21.5
净资产收益率(%)	25.6	20.1	13.5	14.7	16.0
资产收益率(%)	16.8	12.4	6.8	5.8	6.0
已运用资本收益率(%)	6.0	4.4	1.8	1.3	1.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测