

2019年09月24日

证券研究报告·公司动态跟踪报告

兆易创新 (603986) 电子

当前价: 180.29 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 进军千亿美金存储赛道

### 投资要点

- **事件:** 9月20日,长鑫存储动态随机存取存储芯片(DRAM)项目投产。经客户验证,长鑫存储10纳米级第一代8Gb DDR4 DRAM产品性能达标,客户对验证结果表示满意。预计今年底,首批芯片将会送到客户手中。
- **长鑫存储投产,打造一流存储产业集群。**长鑫晶圆项目由合肥市产业投资(控股)和兆易创新合作投资。长鑫存储12吋存储器晶圆制造基地项目是国内首家以19纳米工艺为切入点的项目,也是中国大陆唯一拥有完整技术、工艺和生产运营团队的DRAM项目。截至目前,公司研发投入超过25亿美元,投入用于研发的晶圆约2万片。8Gb DDR4通过了多个国内外大客户的验证,今年底正式交付,另有一款供移动终端使用的低功耗产品也即将投产。一期设计产能每月12万片晶圆,预计三期满产后,产能可以达到每月36万片。
- **长鑫项目整体进度超预期,努力打造一流存储产业集群。**2017年3月合肥长鑫12英寸项目一期厂房开工建设;2018年1月一期厂房建设完成开始设备安装;2018年底19纳米8GB DDR4工程样片下线;2019年9月正式投产,整体产线建设速度位居行业领先。9月21日,投资超2200亿元的长鑫集成电路制造基地也在2019世界制造业大会上签约:长鑫12吋存储器晶圆项目(1500亿)、空港IC配套产业园项目(200亿)和合肥空港国际小镇项目(500亿),有望加强产业集群效应,带动上下游产业链发展。
- **长鑫存储填补国内DRAM空白,有望突破韩、美企业垄断地位。**存储器芯片是中国芯片市场中的最大品类,市场需求达到全球的30%,进口额接近300亿美元,但我国的自主生产能力为零。DRAM作为存储器的一种重要分类,2018年其全球市场规模已达830亿美元,而96%市场被韩国三星、韩国海力士、美国美光3家寡头垄断,长鑫存储的DRAM突破对国产化替代具有重大意义。
- **盈利预测与投资建议。**由于存储芯片价格下行趋势放缓以及兆易创新存储业务的客户拓展情况良好,叠加思立微已实现并表,预计公司的营收有着较大的增长空间,预计2019-2021年EPS分别为1.81元、2.53元、2.88元,对应PE分别为99、71、63倍。考虑到兆易创新当前估值水平处于公司历史估值中枢和行业平均估值水平的相对高位,暂不给予评级和目标价。
- **风险提示:**产能扩产不及预期的风险;思立微承诺业绩不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2245.79	3364.06	4724.50	5522.35
增长率	10.65%	49.79%	40.44%	16.89%
归属母公司净利润(百万元)	405.01	581.89	813.24	925.52
增长率	1.91%	43.68%	39.76%	13.81%
每股收益EPS(元)	1.26	1.81	2.53	2.88
净资产收益率ROE	21.29%	11.61%	14.13%	14.06%
PE	143	99	71	63
PB	30.52	11.55	10.06	8.80

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 陈杭

执业证号: S1250519060004

电话: 021-68415309

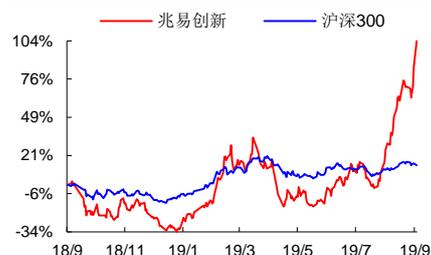
邮箱: chenhang@swsc.com.cn

联系人: 曹辉

电话: 15821937706

邮箱: caoh@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)	3.21
流通A股(亿股)	2.83
52周内股价区间(元)	58.48-180.29
总市值(亿元)	578.95
总资产(亿元)	46.91
每股净资产(元)	11.73

### 相关研究

1. 兆易创新(603986): 业绩拐点已至, 基本面持续改善 (2019-08-28)
2. 兆易创新(603986): 存储全平台扩张巨头 (2019-06-30)
3. 兆易创新(603986): 存储自主创新之星 (2019-02-24)

**关键假设：**

1. AMOLED、TDDI、汽车电子等新兴领域强势崛起，应用场景放宽带来 NOR Flash 需求旺盛，SLC NAND 产品未来三年进入快速放量期。预计 2019-2021 年公司存储芯片出货量增长分别为 25%、25%、15%；ASP 保持不变，毛利率保持在 37%。
2. 公司微控制器产品维持高速增长，预计 2019-2021 年出货量增速为 50%、50%、30%；同时 MCU 的 ASP 预期下降趋缓，毛利率稳定在 43.7%。
3. 思立微于 2019 年 5 月 31 日并入兆易创新合并报表中，故 2019 年兆易创新的营收包含思立微 7 个月的营收；随着指纹芯片营收的进一步释放以及触控芯片营收的逐步下降，预计 2019-2021 年思立微出货量增速分别为 20%、20%、10%；ASP 保持不变，毛利率保持在 26%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2018A	2019E	20120E	2021E
存储芯片	收入	1838.75	2298.44	2873.05	3304.00
	增速	7.20%	25.00%	25.00%	15.00%
	毛利率	37.04%	37.04%	37.04%	37.04%
微控制器	收入	404.45	606.68	910.01	1183.02
	增速	30.02%	50.00%	50.00%	30.00%
	毛利率	43.72%	43.72%	43.72%	43.72%
技术服务	收入	2.13	2.13	2.13	2.13
	增速	-11.01%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	48.18%	48.18%	48.18%	48.18%
思立微	收入	652.0	782.4	938.9	1032.8
	增速	45.54%	20.00%	20.00%	10.00%
	毛利率	26.04%	26.00%	26.00%	26.00%
合计	收入	2245.8	3364.1	4724.5	5522.4
	增速	10.65%	49.79%	40.44%	16.89%
	毛利率	38.25%	36.75%	36.14%	36.41%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2245.79	3364.06	4724.50	5522.35	净利润	403.98	581.89	813.24	925.52
营业成本	1386.76	2127.68	3017.21	3511.67	折旧与摊销	61.51	21.20	21.20	21.20
营业税金及附加	11.25	16.82	23.62	27.61	财务费用	-24.15	-40.87	-57.40	-67.10
销售费用	77.04	117.74	165.36	193.28	资产减值损失	73.08	75.00	78.00	80.00
管理费用	126.38	403.69	566.94	717.91	经营营运资本变动	3.78	-214.26	-264.96	-126.61
财务费用	-24.15	-40.87	-57.40	-67.10	其他	101.45	-99.07	-147.66	-41.16
资产减值损失	73.08	75.00	78.00	80.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>619.64</b>	<b>323.61</b>	<b>441.76</b>	<b>791.78</b>
投资收益	2.59	0.00	0.00	0.00	资本支出	-293.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	8.24	-8.32	-10.00	-10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-284.83</b>	<b>-8.32</b>	<b>-10.00</b>	<b>-10.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>417.45</b>	<b>662.18</b>	<b>925.04</b>	<b>1052.68</b>	短期借款	33.74	-78.38	0.00	0.00
其他非经营损益	18.63	-0.94	-0.90	-0.95	长期借款	29.57	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>436.09</b>	<b>661.24</b>	<b>924.14</b>	<b>1051.72</b>	股权融资	100.81	2422.80	0.00	0.00
所得税	32.11	79.35	110.90	126.21	支付股利	-79.65	-48.60	-69.83	-97.59
净利润	403.98	581.89	813.24	925.52	其他	-76.44	198.88	57.40	67.10
少数股东损益	-1.03	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>8.02</b>	<b>2494.70</b>	<b>-12.42</b>	<b>-30.49</b>
归属母公司股东净利润	405.01	581.89	813.24	925.52	<b>现金流量净额</b>	<b>347.06</b>	<b>2810.00</b>	<b>419.34</b>	<b>751.29</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	933.95	3743.95	4163.29	4914.57	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	149.66	262.55	360.68	415.94	销售收入增长率	10.65%	49.79%	40.44%	16.89%
存货	629.30	1018.81	1577.91	1784.50	营业利润增长率	-4.37%	58.62%	39.70%	13.80%
其他流动资产	56.35	81.89	115.01	134.43	净利润增长率	1.62%	44.04%	39.76%	13.81%
长期股权投资	10.58	10.58	10.58	10.58	EBITDA 增长率	-9.56%	41.27%	38.34%	13.27%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	448.76	431.38	414.00	396.62	毛利率	38.25%	36.75%	36.14%	36.41%
无形资产和开发支出	48.15	46.70	45.24	43.78	三费率	7.98%	14.28%	14.28%	15.28%
其他非流动资产	584.09	591.72	599.36	607.00	净利率	17.99%	17.30%	17.21%	16.76%
<b>资产总计</b>	<b>2860.83</b>	<b>6188.53</b>	<b>7289.11</b>	<b>8310.75</b>	ROE	21.29%	11.61%	14.13%	14.06%
短期借款	78.38	0.00	0.00	0.00	ROA	14.12%	9.40%	11.16%	11.14%
应付和预收款项	373.17	570.58	813.59	944.43	ROIC	46.36%	50.98%	52.14%	49.14%
长期借款	213.11	213.11	213.11	213.11	EBITDA/销售收入	20.25%	19.10%	18.81%	18.23%
其他负债	299.00	393.12	506.34	569.08	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>963.65</b>	<b>1177.25</b>	<b>1534.42</b>	<b>1728.13</b>	总资产周转率	0.83	0.74	0.70	0.71
股本	284.64	320.28	320.28	320.28	固定资产周转率	12.74	13.89	21.01	26.62
资本公积	734.76	3121.92	3121.92	3121.92	应收账款周转率	22.77	24.79	23.91	22.36
留存收益	1167.57	1700.87	2444.28	3272.21	存货周转率	1.96	2.34	2.26	2.06
归属母公司股东权益	1897.18	5011.28	5754.69	6582.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.21%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1897.18</b>	<b>5011.28</b>	<b>5754.69</b>	<b>6582.62</b>	资产负债率	33.68%	19.02%	21.05%	20.79%
负债和股东权益合计	2860.83	6188.53	7289.11	8310.75	带息债务/总负债	30.25%	18.10%	13.89%	12.33%
					流动比率	2.82	6.07	5.19	5.21
					速动比率	1.82	4.86	3.87	3.93
					股利支付率	19.67%	8.35%	8.59%	10.54%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	454.81	642.51	888.84	1006.78	每股收益	1.26	1.81	2.53	2.88
PE	142.95	99.49	71.19	62.55	每股净资产	5.91	15.61	17.92	20.50
PB	30.52	11.55	10.06	8.80	每股经营现金	1.93	1.01	1.38	2.47
PS	25.78	17.21	12.25	10.48	每股股利	0.25	0.15	0.22	0.30
EV/EBITDA	110.19	83.49	59.87	52.10					
股息率	0.14%	0.08%	0.12%	0.17%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	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	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn