

兆易创新 (603986)

证券研究报告

2020年01月21日

19Q4 略低预期，20 年开启上升周期

事件：公司发布 2019 年年度业绩预增公告，预计 2019 年度实现净利润约为 6.00 亿元到 6.50 亿元，与上年同期相比增加 1.95 亿元到 2.45 亿元，同比增加 48.15%到 60.49%。

点评：公司预计 2019 年净利润约为 6.00 亿元到 6.50 亿元，略低于此前我们预计的 6.55 亿净利润预期，判断为奖金计提等费用因素造成。我们认为，当前半导体设计“国产替代”趋势不变，兆易创新持续受益。随着 5G、物联网的普及以及汽车电子的快速发展，公司 MCU、NOR FLASH 等产品需求旺盛，预计 NOR FLASH 价格将会持续上升。政策扶持下的“国产替代”+ 下游应用扩张，我们长期看好。

物联网的兴起与汽车电子的发展长期驱动 MCU 成长。MCU 作为物联网设备的必备元器件，可以满足物联网设备低功耗、长时间使用、无线通信的需求。根据 Gartner 预计，2020 年全球物联网设备将有 240 亿台，假定一颗 32 位 MCU 价格为 0.5 美元，单机使用量为 1 颗 MCU，市场空间将达到 120 亿美元。32 位 MCU 在汽车上的主要应用包括仪表盘控制、车身控制、多媒体信息系统、引擎控制，以及新兴的智能性和实时性的安全系统及动力系统，如预碰撞、自适应巡航控制、驾驶辅助系统，以及电子稳定程序等安全功能等。公司深耕 32 位 MCU，充分受益于下游应用领域拓展。**预计 2020 年存储芯片进入行业增长大周期，价格构筑上涨趋势。**存储芯片 DRAM 与 NAND 三季度总产值均提升，分别为 154 亿美元、119 亿美元，环比增速分别为 4.1%、10.2%。随着三大龙头库存消化与需求端拉动增强，DRAM 价格下跌趋势收紧，供需情况有望持续改善，明年将回归正常水平。根据 Dramexchange 的预测显示，2020 年 DRAM 的价格均有所上涨。第三季度 NAND 现货价格跌幅持续收紧，预计明年价格将有所上升。兆易创新作为国内 Nor/Nand/Dram 三线并进的存储代表，深度受益于行业上升周期带来的业绩增长。

国产存储器替代需求强烈，联手合肥产投，填补国产 DRAM 存储器空白。公司“DRAM 内存研发及产业化”项目正在建设中，2020 年将进行芯片设计与系统验证，2021 年通过客户验证后进行量产，2022-2025 年，进行新系列芯片研发及量产。公司已组建由数十名资深工程师组成的核心研发团队，涵盖前端设计、后端产品测试与验证，该团队的核心技术带头人从事 DRAM 芯片行业平均超过二十年，具备较强的技术及研发实力。我们看好 DRAM 存储器业务后续发展，国内市场空间巨大。

投资建议：我们预计 2020 年新一轮存储周期开启叠加 IOT/Airpods 等需求推升，NAND/DRAM 等新品加持，公司产能也有望解决瓶颈，各方面因素向好，将公司 2019-2021 年盈利预测从 6.55/9.58/13.41 亿元调整为 6.45/12.00/18.01 亿元，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 2.01/3.74 /5.61 元，维持买入评级。

风险提示：下游需求不及预期风险，市场竞争加剧风险，研发进度不及预期风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,029.71	2,245.79	2,989.14	5,099.48	7,516.63
增长率(%)	36.32	10.65	33.10	70.60	47.40
EBITDA(百万元)	488.66	623.75	691.02	1,290.32	1,931.72
净利润(百万元)	397.42	405.01	645.09	1,200.49	1,801.16
增长率(%)	125.26	1.91	59.28	86.10	50.04
EPS(元/股)	1.24	1.26	2.01	3.74	5.61
市盈率(P/E)	222.98	218.80	137.38	73.82	49.20
市净率(P/B)	50.45	46.71	32.61	24.19	17.45
市销率(P/S)	43.66	39.46	29.65	17.38	11.79
EV/EBITDA	64.99	26.47	125.76	66.85	43.91

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	276 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	321.08
流通 A 股股本(百万股)	283.07
A 股总市值(百万元)	88,616.93
流通 A 股市值(百万元)	78,126.27
每股净资产(元)	15.43
资产负债率(%)	14.52
一年内最高/最低(元)	276.18/61.32

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005
panjian@tfzq.com

陈俊杰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070009
chenjunjie@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《兆易创新-季报点评:三季度持续发力，业绩回暖显著》 2019-10-30
- 2 《兆易创新-半年报点评:Q2 需求显著回暖，净利润超预期》 2019-08-28
- 3 《兆易创新-公司点评:收购同行业优质企业，协同和规模效应促进发展》 2019-04-04



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	586.89	933.95	1,288.76	1,921.28	3,374.78
应收票据及应收账款	93.99	103.31	234.98	111.74	217.68
预付账款	9.26	12.89	6.66	30.41	28.07
存货	627.48	629.30	768.03	1,798.52	1,745.90
其他	111.30	88.13	126.53	194.18	240.68
流动资产合计	1,428.92	1,767.57	2,424.95	4,056.13	5,607.10
长期股权投资	3.87	10.58	10.58	10.58	10.58
固定资产	101.54	250.92	343.82	422.77	480.36
在建工程	62.97	197.84	154.70	140.82	114.49
无形资产	28.48	48.15	45.35	42.54	39.73
其他	946.92	584.09	592.15	598.47	580.88
非流动资产合计	1,143.77	1,091.58	1,146.60	1,215.18	1,226.04
资产总计	2,574.37	2,860.83	3,574.09	5,273.28	6,835.20
短期借款	44.64	78.38	20.60	20.60	20.60
应付票据及应付账款	271.81	269.67	451.47	780.28	1,011.39
其他	237.18	279.24	143.85	564.13	480.37
流动负债合计	553.63	627.29	615.92	1,365.00	1,512.37
长期借款	183.54	213.11	150.40	150.40	150.40
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	79.97	123.25	92.54	98.59	104.79
非流动负债合计	263.51	336.36	242.94	248.99	255.19
负债合计	817.14	963.65	858.85	1,613.99	1,767.56
少数股东权益	0.75	0.00	(2.47)	(4.93)	(10.01)
股本	202.68	284.64	321.08	321.08	321.08
资本公积	715.92	734.76	734.76	734.76	734.76
留存收益	1,558.89	1,902.33	2,396.61	3,343.13	4,756.56
其他	(721.00)	(1,024.56)	(734.76)	(734.76)	(734.76)
股东权益合计	1,757.24	1,897.18	2,715.23	3,659.29	5,067.63
负债和股东权益总	2,574.37	2,860.83	3,574.09	5,273.28	6,835.20

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	397.54	403.98	645.09	1,200.49	1,801.16
折旧摊销	39.00	61.51	13.04	17.73	21.55
财务费用	13.88	4.35	5.44	0.94	(3.16)
投资损失	(54.24)	(2.59)	(2.59)	(2.59)	(2.59)
营运资金变动	(329.71)	199.44	(294.95)	(249.84)	73.70
其它	131.23	(47.04)	(2.60)	(2.50)	(5.19)
经营活动现金流	197.70	619.64	363.43	964.23	1,885.46
资本支出	99.10	313.40	90.72	73.95	43.79
长期投资	(19.93)	6.71	0.00	0.00	0.00
其他	(861.22)	(604.93)	(148.98)	(150.79)	(91.30)
投资活动现金流	(782.05)	(284.83)	(58.26)	(76.84)	(47.50)
债权融资	228.18	291.48	171.00	171.00	171.00
股权融资	106.20	(159.76)	320.80	(0.94)	3.16
其他	(21.46)	(123.70)	(442.16)	(424.93)	(558.62)
筹资活动现金流	312.92	8.02	49.64	(254.87)	(384.46)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(271.43)	342.83	354.81	632.52	1,453.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,029.71	2,245.79	2,989.14	5,099.48	7,516.63
营业成本	1,234.85	1,386.76	1,808.43	3,059.69	4,509.98
营业税金及附加	2.75	11.25	10.05	16.54	29.10
营业费用	72.31	77.04	86.69	144.32	187.92
管理费用	259.81	126.38	149.46	254.97	366.06
研发费用	102.28	143.60	194.29	305.97	451.00
财务费用	27.33	(24.15)	5.44	0.94	(3.16)
资产减值损失	56.59	73.08	64.83	48.00	65.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	54.24	2.59	2.59	2.59	2.59
其他	(216.99)	31.77	(5.19)	(5.19)	(5.19)
营业利润	436.53	417.45	672.54	1,271.65	1,913.33
营业外收入	13.89	20.78	20.32	18.33	19.81
营业外支出	1.30	2.15	2.01	1.82	1.99
利润总额	449.12	436.09	690.85	1,288.16	1,931.15
所得税	51.58	32.11	48.36	90.17	135.18
净利润	397.54	403.98	642.49	1,197.99	1,795.97
少数股东损益	0.13	(1.03)	(2.60)	(2.50)	(5.19)
归属于母公司净利润	397.42	405.01	645.09	1,200.49	1,801.16
每股收益(元)	1.24	1.26	2.01	3.74	5.61

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	36.32%	10.65%	33.10%	70.60%	47.40%
营业利润	169.36%	-4.37%	61.11%	89.08%	50.46%
归属于母公司净利润	125.26%	1.91%	59.28%	86.10%	50.04%
获利能力					
毛利率	39.16%	38.25%	39.50%	40.00%	40.00%
净利率	19.58%	18.03%	21.58%	23.54%	23.96%
ROE	22.63%	21.35%	23.74%	32.76%	35.47%
ROIC	138.80%	80.30%	94.26%	118.02%	135.76%
偿债能力					
资产负债率	31.74%	33.68%	24.03%	30.61%	25.86%
净负债率	-20.41%	-33.86%	-41.17%	-47.83%	-63.22%
流动比率	2.58	2.82	3.94	2.97	3.71
速动比率	1.45	1.82	2.69	1.66	2.55
营运能力					
应收账款周转率	20.59	22.77	17.67	29.42	45.64
存货周转率	3.93	3.57	4.28	3.97	4.24
总资产周转率	0.96	0.83	0.93	1.15	1.24
每股指标(元)					
每股收益	1.24	1.26	2.01	3.74	5.61
每股经营现金流	0.62	1.93	1.13	3.00	5.87
每股净资产	5.47	5.91	8.46	11.41	15.81
估值比率					
市盈率	222.98	218.80	137.38	73.82	49.20
市净率	50.45	46.71	32.61	24.19	17.45
EV/EBITDA	64.99	26.47	125.76	66.85	43.91
EV/EBIT	69.40	28.77	128.18	67.79	44.41

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com