

投资评级 **买入** 维持

股票数据

6 个月内目标价 (元)	228.00
05 月 05 日收盘价 (元)	189.99
52 周股价波动 (元)	27.91-254.87
总股本/流通 A 股 (百万股)	100/25
总市值/流通市值 (百万元)	18999/4750

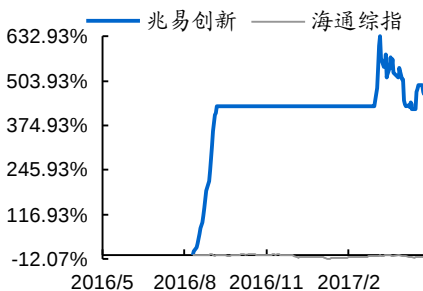
主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	115.7	89.6	69.0
市净率	16.1	12.4	10.8
市销率	13.70	12.17	7.92
EV/EBITDA	108.2	80.3	69.7
分红率(%)	—	—	—

相关研究

《并购 ISSI, 国内存储旗舰新起航》
2017.03.14

《存储芯片设计稀缺标的, 32 位 MCU 行业新贵》
2016.08.25

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-7.8	6.8	6.8
相对涨幅 (%)	-4.3	8.1	6.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 陈平

Tel: (021) 23219646

Email: cp9808@htsec.com

证书: S0850514080004

联系人: 谢磊

Tel: (021) 23212214

Email: xl10881@htsec.com

联系人: 尹岑

Tel: (021) 23154119

Email: yl11569@htsec.com

联系人: 张天闻

Tel:

Email: ztw11086@htsec.com

一季报点评: 盈利超预期, 全年高增长可期!

投资要点:

- **公司发布一季报, 业绩增长迅猛。**一季报营收 4.52 亿元, 同比增长 46.61%, 归母净利润 0.69 亿元, 同比增长 94.20%, 扣非后增长 62.81%。公司 Q1 毛利率 29.76%, 同比提高 0.9 个百分点。
- **受益 NOR Flash 涨价与新产品放量, 公司一季度业绩亮眼。**公司一季度 EMMC 和 SPI NAND 出货量都有所增加, 其中 EMMC 采用外购东芝 NAND, 公司自研 Controller 的方式。不过一季度主要影响我们预计仍然是涨价逻辑所致, 根据 HIS, Q1 NOR Flash 行业平均价格涨幅达 15%-25%, 在同比产能有所增加基础上实现了量价齐升。公司净利润增速超过收入一方面管理费用率同比下滑 3 个百分点, 环比下滑 7.58 个百分点 (因为收入大幅增长主要来自于需求增长致产品销售增长, 管理费用没有同比例提升, 仅比去年同期高了 1.27 百万元), 另一方面是毛利率同比提升 0.9 个百分点。(公司一季报所说新业务, 不仅指 SPI NAND 与 EMMC, NOR 的新型号和 MCU 新型号也算在其中, 而且考虑到二季度 NAND 缺货更加严重, EMMC 二季度收入贡献有限)。
- **毛利率同比提升 0.9 个百分点, 预计是新产品产能爬坡造成新产品毛利率较低以及上游晶圆涨价, 掩盖了涨价对 NOR 毛利率的提升作用。**在 Q1 NOR 缺货, 价格较大幅度提升基础上, 公司毛利率仅提升 0.9 个百分点, 分析原因一是新产品处于产能爬坡阶段时毛利率偏低所致 (因为公司外购东芝 NAND, 在 NAND 严重缺货且涨价的情况下, 这部分业务的盈利实际有限), 另一方面晶圆成本也在同步提升 (晶圆成本亦提升 10%~15%), 考虑到 NOR 今年持续缺货, 预计毛利率有较大上行空间。
- **盈利预测。**在不考虑涨价以及 ISSI 并表情况下, 我们预测 17/18/19 公司营业收入 16.77/25.76/39.36 亿元, 对应净利润 2.28/2.96/3.80 亿元, 假设 17/18 涨价贡献中性业绩弹性分别为 (假设晶圆与 NOR 17 年全年平均涨幅分别为 18.75% 与 25%) 2.24/1.43 亿元, 并考虑 ISSI 并表后 (根据招股说明书, ISSI 17/18/19 扣除非经常损益的承诺利润为 2.99/4.42/5.72, 且 ISSI 只需完成承诺利润 90% 即可全部解锁并免于补偿, 综合以上, 并假定非经常损益每年 7000 万元, 则 ISSI 并入公司业绩利润为 2.00/3.28/4.45), 17/18/19 预计净利润为 6.52/7.67/8.25 亿元, 对应 eps 为 4.56/5.36/5.77 元, 公司是 A 股唯一纯正存储器芯片标的、前装汽车电子芯片标的、高端 MCU 标的, 理应享受估值溢价, 综合可比公司估值给予 17 年 50 倍 PE, 对应目标价 228 元。

- **风险提示。**业绩增长不及预期, 涨价不及预期。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1188.78	1488.95	1677.06	2575.72	3936.45
(+/-)YoY(%)	25.57%	25.25%	12.63%	53.59%	52.83%
净利润(百万元)	157.78	176.43	227.85	295.80	380.15
(+/-)YoY(%)	60.80%	11.82%	29.15%	29.82%	28.52%
全面摊薄 EPS(元)	1.58	1.76	2.28	2.96	3.80
毛利率(%)	28.67%	26.72%	28.11%	25.14%	24.30%
净资产收益率(%)	27.79%	13.96%	11.08%	12.57%	13.91%

资料来源: 公司年报 (2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

NOR 业务分析: 2016 是拐点年, 2017 是 NOR 的好年, 2018 年应该是 NOR 业务的大年。(1) 2016 年是 Nor 的拐点年。结合公司 2016 年 Nor 市占率 6%, 与 2015 年市占率持平。说明 Nor 的市场确实在 2016 年出现了较大幅度增长, 预计从 2016 年 27.3 亿增长至 31 亿美元, 从持续下跌转变为两位数增长。(2) 涨价是一个大逻辑。(3) 预计 2018 年, 公司 Nor 直接受益国产 AMOLED 需求拉动。由于 AMOLED 需要 De-Mura 编码, 容量大概从 4Mb 到 16Mb 不等, Nor 是最好的存储方式, 但是高压制程与低压 Nor 本身不兼容, 以及工艺成本和芯片大小等问题, 导致无法嵌入, 一个 AMOLED 屏需要一颗外挂 Nor, 对应 2017 年市场 1.9 亿美元。一个问题是, AMOLED 对 Nor 的市场未来几年拉动大么? 我们认为不大, 因为 2016 年 AMOLED 手机出货 3.7 亿部, 对应 Nor 的市场空间 1.3 亿, 因此 2017 年的边际增量市场只有 6000 万美元, 而虽然 2020 年预计 AMOLED 手机出货量会达到 13.79 亿部, 但是我们认为在手机内部空间寸土寸金的条件下, 嵌入式是必然选择, 叠加价格下滑预计 2019 年 AMOLED 对应 Nor 的市场就可能迎来拐点。另一个问题是, 对兆易创新影响几何? 我们认为, 这部分市场在 2017 年与兆易创新无关, 但是 2018/2019 年可能会深度受益。2017 年 AMOLED 屏主要是三星产出, 主要供应三星手机和苹果 iPhone 8, 三星的 Nor 全部采购自旺宏和华邦电。而国内 AMOLED 产能预计在 2018 年开始逐渐放量, 预计对应 18/19 年 0.40/0.83 亿美金的市场规模, 而兆易创新作为国内最大的 Nor 供应商, 供应容量偏小, 同时下游客户以手机为主, 有望拿到大部分市场。(4) 由于本身市场拐点、Nor 涨价与 18 年后晶圆产能趋缓, 募投项目开始贡献利润等方面原因, 我们预计公司 Nor 业务在保持 17 年较快增长的基础上, 18、19 是公司 Nor 业务的大年。

MCU 业务分析:国内唯一规模量产 32 位 MCU 供应商, 该业务保持快速增长。公司是国内唯一高端 32 位 MCU 供应商, 直接竞争对手是德州仪器等海外龙头, 避免了价格战, 而较高的性价比保证了公司该业务的快速增长, 从而保证了公司在收入快速增长时毛利率不降反升。公司 Nor 业务本身和 MCU 具有很强的协同性, Nor 最高可在 MCU 中占比 30%, 两项业务互相促进, 而由于具有 Nor 技术, 公司 MCU 存储尺寸更大, 集成接口资源更多, 并且做到了零等待。预计 2017 年该项业务毛利率保持不变的基础上仍能实现 50% 以上的增长。

收购 ISSI 后成就 A 股三大唯一标的。收购 ISSI 后, 兆易创新成为了 A 股唯一纯正存储器设计公司、唯一汽车芯片领域公司, 以及唯一经营高端 MCU 业务的公司。稀缺性与业绩潜力十足!

风险提示。业绩增长不及预期。

表 1 涨价业绩弹性敏感性测算

税后业绩弹性 (亿元)		晶圆全年平均涨价	
		16.50%	18.75%
NOR 全年平均涨价	22.50%	1.50	1.32
	29.78%	2.34	2.24
	33.00%	2.82	2.64
	36.00%	3.20	3.02

资料来源: wind, 海通证券研究所整理; 备注: SUMCO 与信越半导体约定下半年晶圆涨幅不超过 10%, 远低于市场预期

表 2 估值比较

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (2017E) (倍)
全志科技	300458	57.22	40.15
富瀚微	300613	173.69	40.98
平均			40.57

资料来源: wind, 海通证券研究所整理; 备注: 收盘价日期为 5 月 5 日, 估值采用 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）					营业总收入	1488.95	1677.06	2575.72	3936.45
每股收益	1.76	2.28	2.96	3.80	营业成本	1091.09	1205.71	1928.17	2979.76
每股净资产	12.64	16.45	18.82	21.86	毛利率%	26.72%	28.11%	25.14%	24.30%
每股经营现金流	0.84	2.35	1.60	2.11	营业税金及附加	5.54	5.27	5.15	11.63
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.37%	0.31%	0.20%	0.30%
价值评估（倍）					营业费用	52.75	56.69	89.16	134.66
P/E	115.66	89.56	68.99	53.68	营业费用率%	3.54%	3.38%	3.46%	3.42%
P/B	16.14	12.40	10.84	9.33	管理费用	188.26	212.05	325.68	497.73
P/S	13.70	12.17	7.92	5.18	管理费用率%	12.64%	12.64%	12.64%	12.64%
EV/EBITDA	108.18	80.33	69.74	51.09	EBIT	151.30	197.34	227.56	312.67
股息率（%）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	-24.64	-34.86	-69.27	-77.08
盈利能力指标（%）					财务费用率%	-1.65%	-2.08%	-2.69%	-1.96%
毛利率	26.72%	28.11%	25.14%	24.30%	资产减值损失	14.54	13.89	8.37	11.78
净利率	11.73%	13.45%	11.37%	9.56%	投资收益	0.67	0.67	0.67	0.67
净资产收益率	13.96%	11.08%	12.57%	13.91%	营业利润	162.07	218.99	289.14	378.65
资产回报率	10.66%	9.31%	10.11%	10.63%	营业外收支	23.70	20.93	22.32	21.62
投资回报率	50.21%	86.86%	68.78%	68.01%	利润总额	185.77	239.92	311.45	400.27
盈利增长（%）					EBITDA	180.58	232.46	264.96	356.70
营业收入增长率	25.25%	12.63%	53.59%	52.83%	所得税	11.07	14.29	18.56	23.85
EBIT 增长率	-3.54%	30.43%	15.31%	37.40%	有效所得税率%	5.96%	5.96%	5.96%	5.96%
净利润增长率	12.01%	29.15%	29.82%	28.52%	少数股东损益	-1.73	-2.23	-2.90	-3.73
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	176.43	227.85	295.80	380.15
资产负债率	23.6%	16.0%	19.7%	23.8%	扣除非经常性损益净利润	152.41	205.94	271.91	356.09
流动比率	4.54	7.05	5.43	4.36	资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
速动比率	3.24	6.04	4.37	3.32	货币资金	871.56	1731.68	1927.11	2182.28
现金比率	—	—	—	—	应收款项	103.14	150.93	218.40	344.01
经营效率指标					存货	406.76	326.02	545.79	824.58
应收帐款周转天数	28.20	31.89	30.05	30.97	其它流动资产	25.70	25.70	25.70	25.70
存货周转天数	104.80	95.82	100.31	98.06	流动资产合计	1435.13	2242.07	2728.62	3394.20
总资产周转率	1.16	0.81	0.95	1.21	长期股权投资	23.80	23.80	23.80	23.80
固定资产周转率	24.31	27.28	74.82	572.07	固定资产	75.53	82.53	93.89	108.69
					在建工程	18.68	28.01	41.86	53.45
					无形资产	5.19	7.76	11.57	14.70
					非流动资产合计	234.52	219.81	210.30	197.08
现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	资产总计	1669.65	2461.88	2938.92	3591.27
净利润	174.70	225.62	292.90	376.42	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	29.28	35.12	37.40	44.04	应付账款	244.96	229.94	370.58	570.47
营运资金变动	-130.24	41.09	-115.34	-146.25	预收账款	22.57	21.79	36.25	53.27
经营活动现金流	83.61	294.12	200.33	263.69	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	0.00	-7.00	-11.36	-14.80	流动负债合计	316.14	317.94	502.08	778.02
无形资产投资	0.00	-2.57	-3.88	-3.23	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	78.56	-0.52	5.58	9.19	其它长期负债	74.39	74.39	74.39	74.39
投资活动现金流	-161.21	1.19	-4.90	-8.52	非流动负债合计	74.39	74.39	74.39	74.39
债务变化	0.00	0.00	0.00	0.00	负债总计	390.53	392.33	576.47	852.41
股票发行	535.17	564.81	0.00	0.00	实收资本	100.00	125.00	125.00	125.00
融资活动现金流	529.41	564.81	0.00	0.00	普通股股东权益	1264.07	2056.73	2352.52	2732.67
现金净流量	451.81	860.12	195.43	255.17	少数股东权益	0.59	-1.65	-4.54	-8.27
公司自由现金流	30.53	270.67	123.71	185.76	负债和所有者权益合计	1669.65	2461.88	2938.92	3591.27
股权自由现金流	62.94	310.70	202.60	268.14					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日

资料来源：公司年报（2016），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈平 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：力源信息,通富微电,歌尔股份,沪电股份,精测电子,利亚德,四维图新,苏奥传感,万润股份,欧菲光,鸿利光电,晶方科技,科森科技,扬杰科技,东旭光电,鼎龙股份,劲拓股份,国光电器,信维通信,艾派克,莱宝高科,兆易创新,深科技,汇顶科技,德赛电池,长盈精密,天喻信息,保千里,海康威视,景嘉微

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。