

兆易创新 (603986.SH)

库存修正影响短期业绩，3月回暖迹象已现

● 公司发布 2018 年年报和 2019 年一季度报

2018 年公司实现营收 22.46 亿元,同比增长 10.65%;归母净利润 4.05 亿元,同比增长 1.91%。2019Q1 实现营收 4.56 亿元,同比下滑 15.73%;归母净利润 3968 万元,同比下滑 55.58%。

● 库存修正影响短期业绩，3月市场已现回暖迹象

从营收看: 18Q4 及 19Q1 受半导体行业整体库存修正影响,叠加 NOR Flash 产品价格下行,公司业绩成长承压。从毛利率看: 一方面高毛利的汽车、工业等应用领域、海外市场销售增加,另一方面技术进步成本降低,毛利率 19Q1 实现 38.48%,同比提升 0.9 个百分点。从归母净利润看: 受研发费用占比提升、同时受股权激励摊销费用和汇兑影响,净利润下滑超过营收。展望 2019 全年,根据公司 2019 年 4 月 29 日公告的《投资者关系活动记录表》披露,从 3 月份情况看市场在回暖,有趋稳迹象, Q2 产品销量和营业收入上都会有环比增长。

● 合肥项目顺利推进, 千亿美金市场未来可期。同时拟收购思立微获得证监会核准批文

● 盈利预测及评级

不考虑思立微并表, 我们预计公司 19/20/21 年 EPS 分别为 1.53/2.02/2.54 元,按最新收盘价对应 PE 分别为 52/40/31 倍。对比兆易创新历史 PE, 我们认为公司对应 2019 年合理 PE 为 70 倍, 合理价值为 107.1 元/股, 给予“买入”评级。

● 风险提示

产品价格波动风险; 汇率风险; 项目进展不达预期风险; 下游客户需求不及预期风险; 技术更新换代风险。

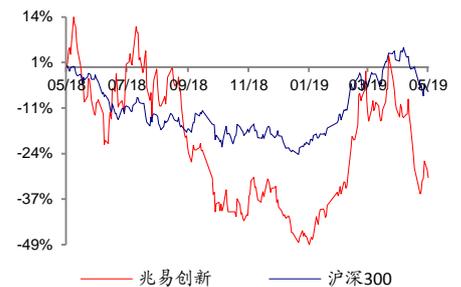
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,030	2,246	2,508	3,629	4,376
增长率(%)	36.3	10.6	11.7	44.7	20.6
EBITDA(百万元)	499	498	526	710	901
净利润(百万元)	397	405	434	575	725
增长率(%)	125.3	1.9	7.3	32.4	26.0
EPS(元/股)	1.96	1.42	1.53	2.02	2.54
市盈率(P/E)		43.80	52.20	39.53	31.44
市净率(P/B)		9.35	9.71	7.90	6.39
EV/EBITDA		34.34	44.29	32.36	25.05

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	79.87 元
合理价值	107.1 元
前次评级	买入
报告日期	2019-05-14

相对市场表现



分析师: 许兴军



SAC 执证号: S0260514050002



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师: 王璐



SAC 执证号: S0260517080012



021-60750632



wanglu@gf.com.cn

分析师: 余高



SAC 执证号: S0260517090001



SFC CE No. BNX006



021-60750632



yugao@gf.com.cn

请注意, 许兴军, 王璐并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

兆易创新 (603986.SH): 盈利	2018-10-31
保持稳定, 合肥项目顺利推进	
打开新成长	
兆易创新 (603986.SH): 业绩	2018-09-03
快速增长, 盈利能力保持稳定	

公司发布2018年年报和2019年一季度报

2018年公司实现营收22.46亿元，同比增长10.65%；归母净利润4.05亿元，同比增长1.91%。2019Q1实现营收4.56亿元，同比下滑15.73%；归母净利润3968万元，同比下滑55.58%。

图1：公司营收及增速

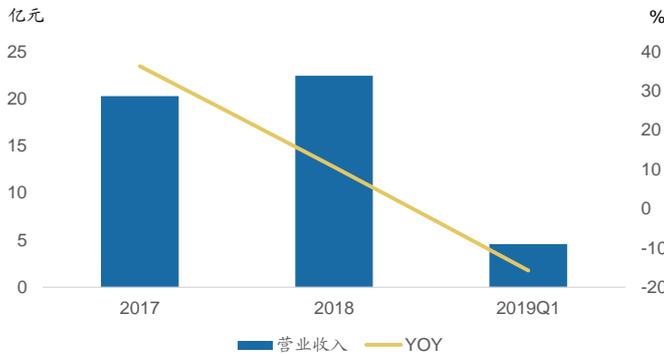
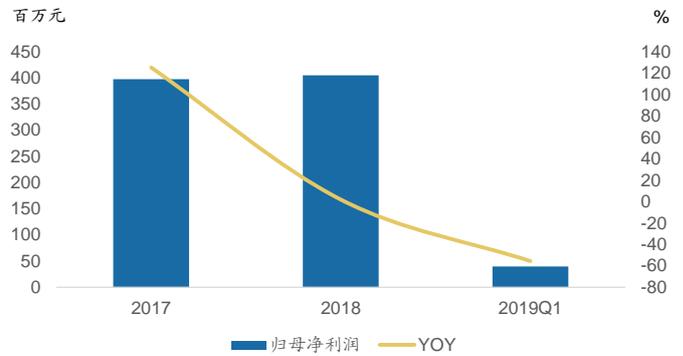


图2：公司归母净利润及增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图3：公司营收及增速（单季度）



图4：公司归母净利润及增速（单季度）



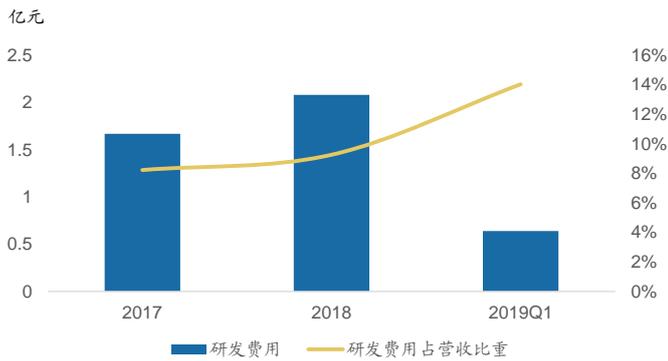
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

库存修正影响短期业绩，3月市场已现回暖迹象

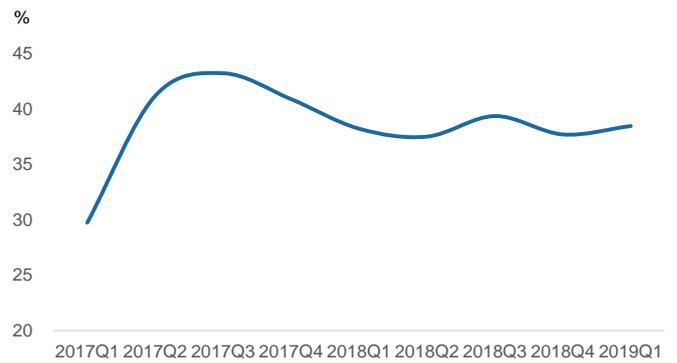
从营收看：18Q4及19Q1受半导体行业整体库存修正影响，叠加NOR Flash产品价格下行，公司业绩成长承压。从毛利率看：一方面高毛利的汽车、工业等应用领域、海外市场销售增加，另一方面技术进步成本降低，毛利率19Q1实现38.48%，同比提升0.9个百分点。从归母净利润看：受研发费用占比提升、同时受股权激励摊销费用和汇兑影响，净利润下滑超过营收。展望2019全年，根据公司2019年4月29日公告的《投资者关系活动记录表》披露，从3月份情况看市场在回暖，有趋稳迹象，Q2产品销量和营业收入上都会有环比增长。

图5: 公司研发费用及其占营收比重



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图6: 公司销售毛利率 (单季度)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

合肥项目顺利推进, 千亿美金市场未来可期

公司与合肥产投合作开展工艺制程19nm的12英寸晶圆存储器(含DRAM等)研发项目。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。兆易创新存储芯片产品线从nor-nand-dram不断丰富, 发展空间进一步提升。

拟收购思立微获得证监会核准批文

2019年5月8日公司拟收购思立微事项获得证监会核准批文。思立微2018年1-9月实现扣非后净利润6832万元。受屏下指纹出货带动, 2018年1-9月指纹业务毛利率40.34%, 较1-3月毛利率26.01%提高14个百分点。随着屏下指纹的销售不断增长将带动公司营收盈利双提升。

盈利预测及评级

不考虑思立微并表, 我们预计公司19/20/21年EPS分别为1.53/2.02/2.54元, 按最新收盘价对应PE分别为52/40/31倍。由于兆易创新产品为存储芯片, 当前A股没有可比公司。考虑到行业去库存逐渐完成, 回暖趋势明朗, 同时公司拟收购思立微完成后(思立微业绩承诺2018年度、2019年度和2020年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润累计应不低于3.21亿元), 备考PE较当前PE大概率降低; 同时合肥项目涉及国家战略安全, 根据IC insights预计, 2018年全球DRAM市场规模接近1000亿美金, 成长空间广阔, 有望带动公司估值提升。对比兆易创新历史PE, 我们认为公司对应2019年合理PE为70倍, 合理价值为107.1元/股, 给予“买入”评级。

图7: 兆易创新PE-band (前复权)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 2018年及之前 EPS 选择当年实际 EPS, 2019EPS 选择广发证券预测 EPS

风险提示

产品价格波动风险; 汇率风险; 项目进展不达预期风险; 下游客户需求不及预期风险; 技术更新换代风险。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,431	1,769	2,309	3,109	3,689
货币资金	587	934	1,379	1,815	2,188
应收及预付	103	116	122	177	214
存货	627	629	688	969	1,120
其他流动资产	113	90	120	148	167
非流动资产	1,144	1,092	1,322	1,533	1,818
长期股权投资	4	11	11	11	11
固定资产	102	251	381	486	568
在建工程	63	198	298	398	598
无形资产	5	13	19	24	28
其他长期资产	970	619	614	614	614
资产总计	2,574	2,861	3,632	4,642	5,507
流动负债	554	627	794	1,229	1,369
短期借款	45	78	155	300	259
应付及预收	285	290	348	505	604
其他流动负债	224	259	292	424	507
非流动负债	264	336	336	336	336
长期借款	184	213	213	213	213
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	80	123	123	123	123
负债合计	817	964	1,130	1,566	1,706
股本	203	285	285	285	285
资本公积	716	735	746	746	746
留存收益	843	1,168	1,602	2,177	2,902
归属母公司股东权	1,756	1,897	2,501	3,077	3,802
少数股东权益	1	0	0	0	0
负债和股东权益	2,574	2,861	3,632	4,642	5,507

利润表

单位：百万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,030	2,246	2,508	3,629	4,376
营业成本	1,235	1,387	1,569	2,281	2,725
营业税金及附加	3	11	13	18	22
销售费用	72	77	88	127	153
管理费用	116	126	140	192	219
研发费用	143.60	208.05	245.74	399.21	481.40
财务费用	27.33	-24.15	15.03	22.24	25.63
资产减值损失	56.59	73.08	0.00	0.00	0.00
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	0.00	0.00	0.00
营业利润	436.53	417.45	436.73	588.91	750.74
营业外收支	12.59	18.63	33.00	33.00	33.00
利润总额	449	436	470	622	784
所得税	52	32	35	47	59
净利润	398	404	434	575	725
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	397	405	434	575	725
EBITDA	498.99	497.81	525.65	710.44	901.06
EPS (元)	1.96	1.42	1.53	2.02	2.54

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	198	620	486	589	817
净利润	398	404	434	575	725
折旧摊销	39	62	74	99	125
营运资金变动	-258	91	-4	-75	-25
其它	20	63	-18	-11	-7
投资活动现金流	-782	-285	-272	-277	-377
资本支出	-233	-297	-272	-277	-377
投资变动	-569	6	0	0	0
其他	20	7	0	0	0
筹资活动现金流	313	8	231	123	-67
银行借款	235	54	76	145	-41
股权融资	121	48	12	0	0
其他	-44	-94	143	-22	-26
现金净增加额	-271	343	445	435	374
期初现金余额	872	587	934	1,379	1,815
期末现金余额	587	934	1,379	1,815	2,188

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	36.3	10.6	11.7	44.7	20.6
营业利润增长	169.4	-4.4	4.6	34.8	27.5
归母净利润增长	125.3	1.9	7.3	32.4	26.0
获利能力					
毛利率	39.2	38.3	37.4	37.1	37.7
净利率	19.6	18.0	17.3	15.9	16.6
ROE	22.6	21.3	17.4	18.7	19.1
ROIC	68.1	55.1	43.1	45.1	45.9
偿债能力(%)					
资产负债率	31.7	33.7	31.1	33.7	31.0
净负债比率	8.9	10.2	10.1	11.1	8.6
流动比率	2.58	2.82	2.91	2.53	2.69
速动比率	1.43	1.80	2.03	1.73	1.86
营运能力					
总资产周转率	0.96	0.83	0.77	0.88	0.86
应收账款周转率	20.59	22.77	22.81	22.81	22.81
存货周转率	2.39	2.21	2.28	2.35	2.43
每股指标(元)					
每股收益	1.96	1.42	1.53	2.02	2.54
每股经营现金流	0.98	2.18	1.71	2.07	2.87
每股净资产	8.67	6.67	8.78	10.80	13.34
估值比率					
P/E		43.80	52.20	39.53	31.44
P/B		9.35	9.71	7.90	6.39
EV/EBITDA		34.34	44.29	32.36	25.05

广发证券电子元件和半导体研究小组

- 许兴军：资深分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 王璐：分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 余高：分析师，复旦大学物理学学士，复旦大学国际贸易学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王帅：研究助理，上海交通大学机械与动力工程学院学士、安泰经济与管理学院硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 彭雾：分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 王昭光：研究助理，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。