

士兰微

600460

中性/ 维持评级

股 价	2009/04/13
RMB5.45	

基础数据

总股本 (百万股)	404
流通 A 股 (百万股)	404
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	2202

财务数据

市净率 (X)	3.06
TRACING P/E (X)*	162.41
EPS (元)	0.03
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

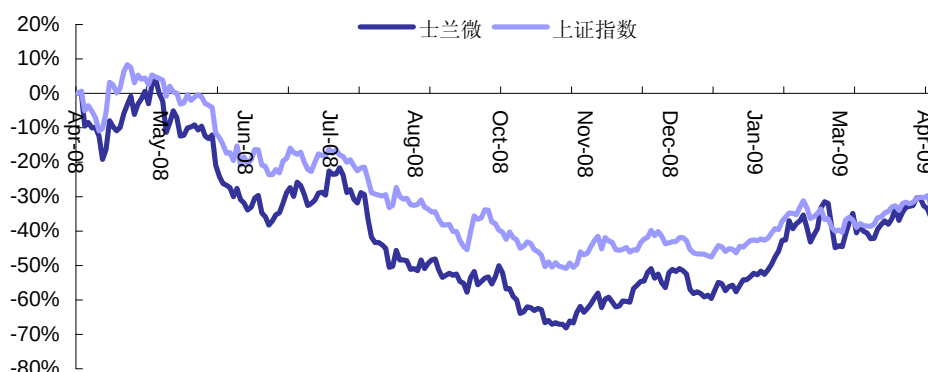
相关研究

静待行业调整结束

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	971.8	933.1	953.2	1128.7	1365.9
(+/-%)	11.1	-4.0	2.2	18.4	21.0
归属母公司净利润(百万元)	21.6	13.6	34.3	46.1	75.1
(+/-%)	-70.0	-37.2	153.1	34.3	62.9
EPS(元)	0.05	0.03	0.08	0.11	0.19
P/E(倍)	102.0	162.4	65.0	48.4	29.7

- 08 年公司实现收入 9.3 亿元，同比下滑 4%；归属于母公司的净利润 1356 万元，同比下滑 37.2%；每股收益 0.03 元。公允价值变动净收益和投资收益等非经常性项目减少是利润下降的主要原因。
- 市场不利环境下三块业务有喜有忧。集成电路同比下滑 20.1%，而分立器件和 LED 同比分别增长 24.6%和 8.9%。我们认为公司在 LED 和分立器件领域未来增长较为明确，集成电路则关注电源管理和功率驱动产品线的新品推广进度。
- 09 年集成电路业务中电源和玩具电路的销售有望突破，达到月出货 1000 万颗；高压 MOS、大功率肖特基是分立器件销售有望扩大；公司计划采购 2 台 MOCVD 设备，扩大 LED 外延片产能。
- 产线产能扩大、工艺逐渐成熟，三项业务毛利均有提升。目前需求略有回升，达到去年 70%的水平。半导体产线达到 5 万片/月即可盈亏平衡。
- 预计 09、10、11 年收入分别为 9.5、11.3、13.7 亿元，每股收益分别为 0.08、0.11、0.19 元。目前股价对应 09 年 EPS 为 65 倍市盈率，估值并无吸引力，维持中性评级。

最近 52 周股价表现



分析师
 梁伟
 +21-50106033
 liangwei@lhqz.com
 龚浩
 +21-50106003
 gonghao@lhqz.com

08 年公司实现收入 9.3 亿元，同比下滑 4%；归属于母公司的净利润 1356 万元，同比下滑 37.2%；每股收益 0.03 元，低于我们的预期。市场不利环境下三块业务有喜有忧。集成电路收入 4.7 亿元，同比下滑 20.1%；分立器件收入 2.7 亿元，同比增长 24.6%；LED 业务收入 1.8 亿元，同比增长 8.9%。

四季度需求不足是收入下滑的主要原因。公司前三季度收入 7.7 亿元，同比增长 9.1%；四季度收入 1.6 亿元，同比下滑 39.5%。投资收益是 06-08 年影响利润的重要因素，08 年减少 0.56 亿元。

公司年初规划了电源和功率驱动、数字音视频、MCU、混合信号与射频、安防监控、分立器件、LED 7 条产品线。在产品线管理模式下，公司各条线新品推出进度明显加快，然而市场环境不佳使管理改善未能有效体现。

毛利率水平提高到 24%，其中集成电路毛利率 21%，比去年高 1.7%；分立器件毛利率提高 8.6%至 16.3%；产品结构调整以及产线产能扩大、工艺逐渐成熟是主要原因；LED 业务外延片自给率提升，毛利率比去年高 3.9%至 42.8%。

公司现金不足，短期借款居高不下以及高利率致使财务费用大幅增加。07 年公司已大幅计提了存货跌价损失，08 年资产减值损失同比减少 55.4%，其中 1500 万为士康科技的长期股权投资减值损失。

新产品销售突破是集成电路业务 09 年的增长动力。电源管理和玩具电路销售有望突破，若能达到月出货 1000 万颗，将形成新的拳头产品。电源和功率驱动产品线是集成电路业务的重点，公司已完成多个新品的研发，内置高压 MOS 管的 AC-DC 有突破性进展。公司预计 09 年该线有更多的产品投入市场。

高压 MOS 放量销售、大功率肖特基批量生产是分立器件增长动力。公司以技术更为复杂的集成电路为基础向下延伸，BICMOS 和 BCD 制造工艺掌握更为成熟，高压 MOS 均已提升至 7 千片/月。

公司 LED 下游应用主要为显示屏，受经济影响，四季度下滑明显。然而 LED 行业处于成长期，公司凭借芯片制造工艺具备竞争力。08 年图形化衬底芯片和高亮度红光小芯片完成研发并导入量产，功率 LED 照明芯片取得进展。09 年公司计划投入 4000 万采购 2 台 MOCVD 设备，进一步提高外延片生产能力。

根据公司目前产能，我们测算产线达到 5 万片/月可盈亏平衡。半导体行业 3 月需求略有恢复，我们预计公司开工率达到去年的 70-80%。综合分析，我们认为公司在 LED 和分立器件领域增长较为明确，集成电路则关注新品推广进度。

公司 09 年经营计划是通过较多新产品进入市场，实现营业收入 10-11 亿元。半导体行业处于景气低点，10 年景气恢复，LED 保持较快增长。假设 09 年集成电路、分立器件、LED 分别增长-8%、5%、25%，毛利率为 21%、19%、38%。10 年分别增长 15%、15%、30%，毛利率为 24%、24%、35%。

如此预计 09、10、11 年收入分别为 9.5、11.3、13.7 亿元，每股收益分别为 0.08、0.11、0.19 元。目前股价对应 09 年 EPS 为 65 倍市盈率，估值并无吸引力，维持中性评级。

资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	772	900	883	1004	营业收入	933	953	1129	1366
现金	202	313	226	246	营业成本	709	720	827	1000
应收账款	194	199	241	272	营业税金及附加	7	6	6	7
其他应收款	26	20	25	31	营业费用	26	24	27	30
预付账款	8	9	12	15	管理费用	165	148	169	191
存货	309	329	344	397	财务费用	54	42	45	53
其他流动资产	33	31	35	43	资产减值损失	25	20	17	16
非流动资产	991	917	983	1070	公允价值变动收益	-2	-0	0	0
长期投资	92	92	92	92	投资净收益	58	46	20	20
固定资产	750	745	825	893	营业利润	3	39	57	89
无形资产	77	63	49	35	营业外收入	26	25	22	20
其他非流动资产	72	16	16	49	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	1763	1817	1866	2074	利润总额	25	61	76	106
流动负债	947	964	980	1113	所得税	13	28	30	32
短期借款	614	620	632	701	净利润	13	34	45	74
应付账款	143	155	186	230	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	189	189	162	183	归属母公司净利润	14	34	46	75
非流动负债	83	86	74	74	EBITDA	182	173	205	262
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	0.03	0.08	0.11	0.19
其他非流动负债	43	46	34	34					
负债合计	1030	1049	1054	1187	主要财务比率				
少数股东权益	14	13	12	11		2008	2009E	2010E	2011E
股本	404	404	404	404	成长能力				
资本公积	58	58	58	58	营业收入	-4.0%	2.2%	18.4%	21.0%
留存收益	263	297	343	418	营业利润	-82.5%	1309.4%	43.9%	56.9%
归属母公司股东权益	720	755	801	876	归属于母公司净利润	-37.2%	153.1%	34.3%	62.9%
负债和股东权益	1763	1817	1866	2074	获利能力				
					毛利率 (%)	24.0%	24.5%	26.7%	26.8%
现金流量表					净利率 (%)	1.5%	3.6%	4.1%	5.5%
					ROE (%)	1.9%	4.5%	5.8%	8.6%
					ROIC (%)	2.6%	4.2%	5.2%	7.7%
经营活动现金流	38	109	137	190	偿债能力				
净利润	13	34	45	74	资产负债率 (%)	58.4%	57.7%	56.4%	57.2%
折旧摊销	124	91	103	120	净负债比率 (%)	66.46%	66.67%	63.75%	62.40%
财务费用	54	42	45	53	流动比率	0.82	0.93	0.90	0.90
投资损失	-58	-46	-20	-20	速动比率	0.49	0.59	0.55	0.54
营运资金变动	-118	-29	-28	-38	营运能力				
其他经营现金流	23	17	-9	1	总资产周转率	0.48	0.53	0.61	0.69
投资活动现金流	51	30	-149	-185	应收账款周转率	4	5	5	5
资本支出	55	67	169	205	应付账款周转率	4.24	4.84	4.85	4.81
长期投资	101	-52	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	206	45	20	20	每股收益 (最新摊薄)	0.03	0.08	0.11	0.19
筹资活动现金流	-74	-29	-75	16	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.09	0.27	0.34	0.47
短期借款	18	5	12	69	每股净资产 (最新摊薄)	1.78	1.87	1.98	2.17
长期借款	-70	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	164.50	64.99	48.40	29.71
资本公积增加	-231	0	0	0	P/B	3.10	2.95	2.79	2.55
其他筹资现金流	209	-34	-87	-53	EV/EBITDA	14	15	13	10
现金净增加额	13	111	-87	20					

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。