

集成电路



刘亮 蒋婷婷

电子行业研究员

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

士兰微 (600460)

业绩走出谷底 股价已在高位

——公司调研简报

中性 (首次)

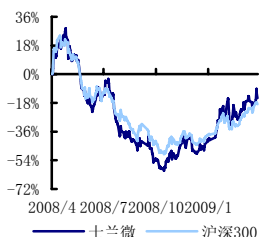
市场数据

报告日期	2009-4-20
收盘价(元)	5.69
52周最高/最低(元)	8.63/2.64
总股本(百万股)	404.08
流通股本(百万股)	404.08
总市值(百万元)	2299.22
流通市值(百万元)	2299.22
每股净资产(元)	1.78

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	933	984	1045	1114	450
同比增长(%)	-4.0%	5.5%	6.2%	6.6%	-9.1%
净利润(百万元)	14	35	40	55	15
同比增长(%)	-37.2%	159.5%	14.9%	36.0%	51.6%
毛利率(%)	24.0%	23.2%	23.4%	23.7%	22%
净利率(%)	1.5%	3.6%	3.9%	4.9%	3.3%
每股收益(元)	0.03	0.09	0.10	0.14	0.04
每股经营现金流(元)	0.09	0.24	0.35	0.34	0.10

股价走势



投资要点

- 公司是国内领先的半导体设计企业,专业从事集成电路芯片设计以及半导体微电子相关产品生产和销售。2008 年在国内十大集成电路设计企业中居第 4 位。
- 公司采用同业多元化战略,抵御风险能力较强。公司目前拥有 7 条产品线,拥有集成电路、分立器件以及 LED(发光二极管)三大类产品。2008 年,集成电路收入下降 20.09%,分立器件收入增长 24.65%,LED 收入增长 8.91%,营业收入微幅下滑 3.98%。
- 公司优势体现在创新能力及设计与工艺相结合的能力。创新能力主要体现在公司产品的不断推陈出新,设计与工艺相结合的能力主要体现在某些特殊产品的生产上,如模拟数字混合集成电路与射频产品,这些产品在国内居于领先地位,具有非常强的竞争力。
- 08 年是公司的业绩低点,未来发展值得期待:公司 09 年的综合毛利率略微下降而营业收入小幅增长,公司毛利应该有小幅增长,而期间费用会减少 3000 万左右,预计 09 年业绩会明显增加。另外,国家实施“核高基”专项,公司将长期受益,未来发展值得期待。
- 盈利预测与投资评级:预计公司 2009 至 2011 年的每股收益分别为 0.09 元、0.10 元和 0.14 元。公司目前的股价为 5.69 元(2009 年 4 月 17 日收盘价),对应的动态市盈率为 65 倍、57 倍和 42 倍。考虑到公司目前股价较高,给予公司“中性”的投资评级。

1、公司是国内领先的半导体设计厂商

杭州士兰微电子股份有限公司（以下简称士兰微或公司）前身是杭州士兰电子有限公司，成立于1997年9月。2000年10月杭州士兰电子有限公司整体改制为杭州士兰微电子股份有限公司，并于2003年3月在上海证券交易所上市。截止2008年12月31日，公司总股本40408万股，第一大股东为杭州士兰控股有限公司，所持股份占公司股本的52.21%。

公司专业从事集成电路芯片设计以及半导体微电子相关产品生产和销售，是国内领先的集成电路设计企业。根据中国半导体行业协会的统计，2008年公司在国内十大IC设计企业中居第4位。

表1、2008年我国前十大IC设计企业排名

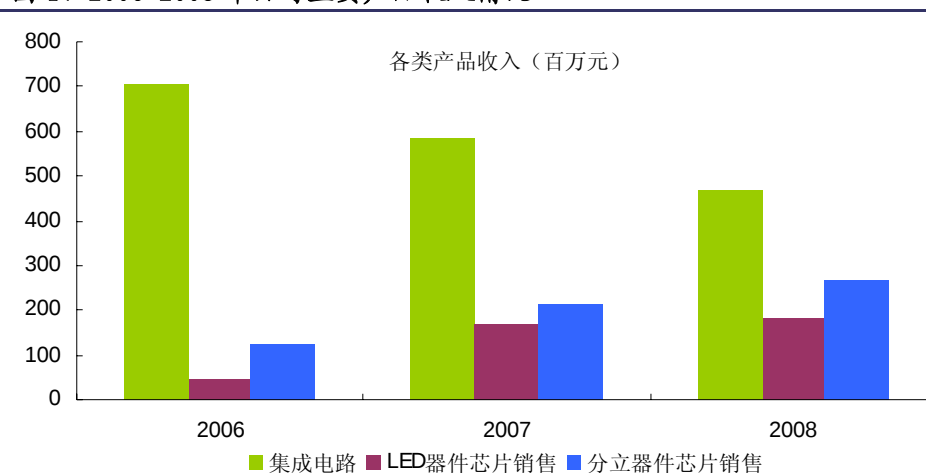
排名	公司名称	2008年销售额（亿元）
1	深圳海思半导体有限公司	30.94
2	中国华大集成电路设计集团有限公司	14.43
3	大唐微电子技术有限公司	8.36
4	杭州士兰微电子股份有限公司	8.12
5	炬力集成电路设计有限公司	6.78
6	无锡华润矽科微电子有限公司	6.24
7	上海华虹集成电路有限公司	6.14
8	北京中星微电子有限公司	6.02
9	北京同方微电子技术有限公司	3.97
10	日电电子（中国）有限公司	2.82

资料来源：中国半导体行业协会，兴业证券研发中心

2、公司采用同业多元化战略，抵御风险能力较强

公司采用同业多元化（同心圆）战略，目前拥有7条产品线，分别是电源和功率驱动、混合信号与射频、数字音视频、MCU（微控制器）、安防监控、分立器件以及LED（发光二极管）。08年集成电路收入下降20.09%，分立器件收入增长24.65%，LED收入增长8.91%，营业收入微幅下滑3.98%。

图1、2006-2008年公司主要产品收入情况



数据来源：兴业证券研发中心

3、公司优势体现在创新能力及设计与工艺相结合的能力

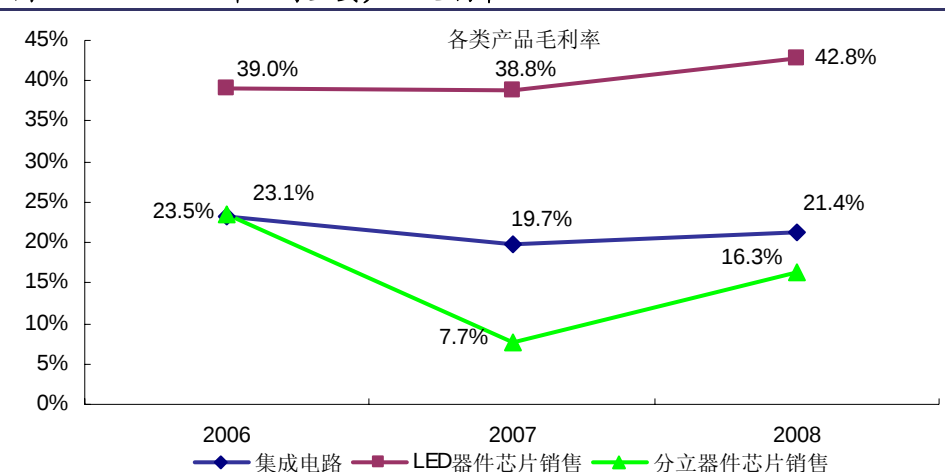
公司的竞争优势主要包括两方面，首先是拥有较强的技术创新能力，体现在新产品的不断推出，如数字音视频产品（包括以光盘伺服为基础的芯片和系统、单芯片的 CD 播放机系统、MP3/WMA 数字音频解码等系统和产品）、LED（发光二极管）以及安防监控产品（包括监控摄像头）等。公司的另一优势主要是设计与工艺相结合的能力，由于士兰微同时拥有 IC 设计与 IC 制造生产线，能够将特殊的制造工艺与设计结合起来，生产出特有的产品，如基于 BiCMOS、BCD 工艺的模拟数字混合集成电路产品、高性能的电源管理和系统、各类功率驱动电路等产品。

我们认为，公司的电源和功率驱动产品以及混合信号与射频产品在国内居于领先地位，具有非常强的竞争力。等到这些优势产品成功实现大规模量产，公司的竞争力将会转化为利润。

4、盈利能力开始好转，期间费用有望降低

2008 年公司主要产品的毛利率出现回升，LED 产品毛利率上升 4 个百分点，集成电路产品毛利率上升 1.7 个百分点，分立器件产品毛利率大幅上升 8.6 个百分点，总体而言，公司盈利能力开始好转。公司 2007 年毛利率大幅下降，而 2008 年毛利率又迅速回升，其主要原因是公司的设备及工艺配套速度慢了，本来应该 2007 年配置好的设备和工艺没有如期完成，使得 07 年的成品率、合格率较低，造成毛利率较低，而 08 年由于设备及工艺配置完成，使得成品率、合格率大幅上升，所以毛利率出现回升。

图 2、2006-2008 年公司主要产品毛利率

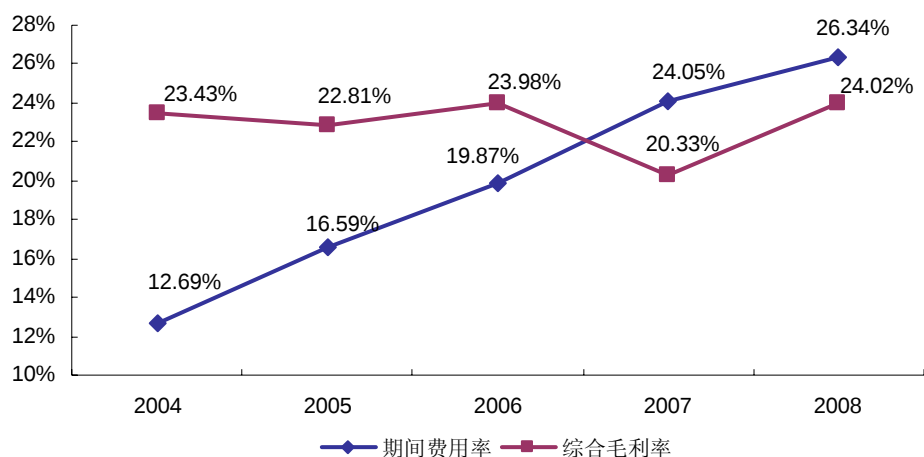


数据来源：兴业证券研发中心

公司 2008 年的综合毛利率为 24.02%，但期间费用率高达 26.34%，毛利率较期间费用率仍低 2.3 个百分点。营业费用率为 2.81%，上升 0.66 个百分点，财务费用率为 5.83%，上升 1.8 个百分点，管理费用率为 17.66%，下降 0.2 个百分点，所以总的期间费用率仍然上升了 2.3 个百分点。由于贷款利率的下降以及贷款余额的减少，2009 年公司的财务费用可以节省 1000 万左右，另外，2009 年公司

会采取减员增效等措施, 预计能减少 2000 万左右的管理费用。所以, 2009 年的期间费用应该较 08 年的低 3000 万左右。

图 3、2004-2008 年公司综合毛利率及期间费用率



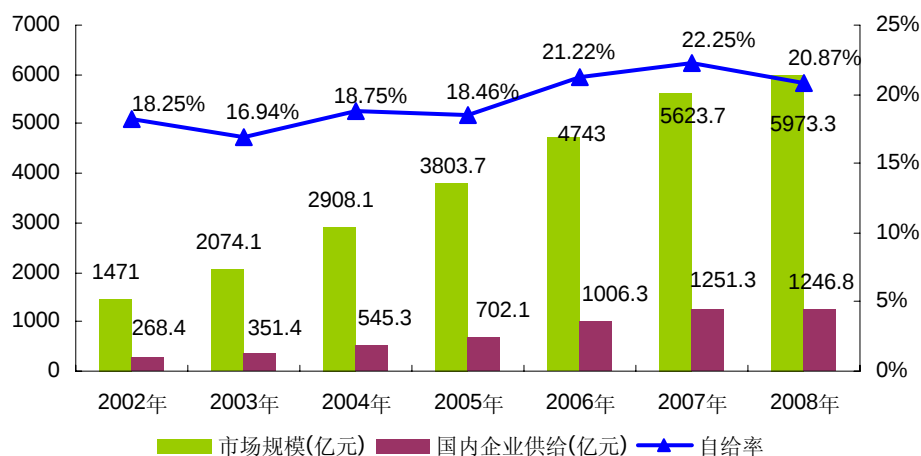
数据来源: 兴业证券研发中心

5、08 年是业绩低点, 公司未来的发展值得期待

由于公司会加大新品营销力度, 我们预计 2009 年公司的 LED 业务和分立器件业务的销售收入分别增长 15%和 10%, 集成电路业务销售收入保持不变, 公司的营业收入将从 2008 年的 9.33 亿元成长为 9.84 亿元, 增长 5.46%。预计 LED、分立器件、集成电路业务的毛利率分别为 38%、18%和 20%, 综合毛利率为 23.2%, 略微下降 0.8 个百分点。所以, 2009 年的毛利较 08 年略微增长。由于期间费用较 08 年减少 3000 万左右, 只要投资收益与资产减值损失不出现意外变化, 2009 年的业绩应该明显好于 08 年。

2008 年我国集成电路市场规模达到 5973.3 亿元, 占全球约三分之一, 是全球最大的集成电路市场。但国内集成电路产业的供给仅占需求的 20%左右, 绝大部分的需求需要进口。

图 4、国内集成电路市场需求与供给情况



数据来源: CSIA, 兴业证券研发中心

国家日益重视国内集成电路产业的发展，组织实施核心电子器件、高端通用芯片、基础应用软件专项（“核高基”专项）和极大规模集成电路装备与成套工艺专项，集中力量进行技术攻关，以图打破国外垄断，掌握核心技术，提升产业整体竞争力。国家在“核高基”专项的投入预计在百亿以上，超过过去数十年投入之和，可见国家在发展集成电路产业方面的决心和魄力。“核高基”专项立足长远，士兰微作为国内领先的 IC 设计企业肯定会从中受益，公司未来的发展值得期待。

5、盈利预测与投资建议

根据我们的假设，我们预计公司 2009 至 2011 年的每股收益分别为 0.09 元、0.10 元和 0.14 元。公司目前的股价为 5.69 元（2009 年 4 月 17 日收盘价），对应的动态市盈率为 65 倍、57 倍和 42 倍。考虑到公司目前股价较高，给予公司“中性”的投资评级，建议投资者密切关注公司国家“核高基”专项的进展以及公司承担的项目情况。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	772	845	993	1124
货币资金	202	268	387	473
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	194	183	194	207
其他应收款	26	18	19	20
存货	309	339	352	381
非流动资产	991	928	833	775
可供出售金融资产	52	30	0	0
长期股权投资	92	92	92	92
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	750	719	680	637
在建工程	7	3	1	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	77	62	46	30
资产总计	1763	1773	1826	1899
流动负债	947	921	933	951
短期借款	614	600	600	600
应付票据	103	98	104	111
应付账款	143	148	157	167
其他	86	75	72	73
非流动负债	83	78	78	78
长期借款	40	40	40	40
其他	43	38	38	38
负债合计	1030	999	1011	1029
股本	404	404	404	404
资本公积	58	58	58	58
未分配利润	208	239	276	325
少数股东权益	14	14	14	14
股东权益合计	733	774	814	869
负债及权益合计	1763	1773	1826	1899

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	14	35	40	55
折旧和摊销	124	92	96	100
资产减值准备	0	-21	2	3
无形资产摊销	17	16	16	16
公允价值变动损失	-2	0	0	0
财务费用	54	35	34	33
投资损失	-58	-20	-20	-20
少数股东损益	-1	0	0	0
营运资金的变动	47	13	18	30
经营活动产生现金流量	52	99	143	139
投资活动产生现金流量	417	18	10	-20
融资活动产生现金流量	-336	-51	-34	-33
现金净变动	133	66	119	86
现金的期初余额	174	202	268	387
现金的期末余额	307	268	387	473

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	933	984	1045	1114
营业成本	709	756	800	850
营业税金及附加	7	5	5	6
销售费用	26	28	29	31
管理费用	165	148	157	167
财务费用	54	35	34	33
资产减值损失	25	10	10	0
公允价值变动	-2	0	0	0
投资收益	58	20	20	20
营业利润	3	23	30	47
营业外收入	26	20	20	20
营业外支出	4	2	2	2
利润总额	25	41	48	65
所得税	13	6	7	10
净利润	13	35	40	55
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利	14	35	40	55
EPS (元)	0.03	0.09	0.10	0.14

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	-4.0%	5.5%	6.2%	6.6%
营业利润增长率	-82.5%	739.1%	26.4%	57.9%
净利润增长率	-37.2%	159.5%	14.9%	36.0%
盈利能力(%)				
毛利率	24.0%	23.2%	23.4%	23.7%
净利率	1.5%	3.6%	3.9%	4.9%
ROE	1.9%	4.6%	5.0%	6.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	58.4%	56.4%	55.4%	54.2%
流动比率	0.82	0.92	1.06	1.18
速动比率	0.47	0.53	0.67	0.76
营运能力(次)				
资产周转率	0.48	0.56	0.58	0.60
应收帐款周转率	4.10	4.86	5.15	5.16
每股资料 (元)				
每股收益	0.03	0.09	0.10	0.14
每股经营现金	0.09	0.24	0.35	0.34
每股净资产	1.78	1.88	1.98	2.12
估值比率 (倍)				
PE	169.57	65.35	56.87	41.82
PB	3.19	3.02	2.87	2.69

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。