

士兰微 (600460)

绿色能源带动业绩成长 经常性损益现历史新高

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格:

上次预测: ¥10.00

当前价格:

¥8.96

2009.11.17

✍ 魏兴耘

☎ 0755-23976213

✉ weixy1@gtjas.com

张慧

021-38676715

zhanghui6820@gtjas.com

本报告导读:

- 公司3季度经常性损益创历史新高; LED扣除计提存货之后的净利润达到1500万; 制造产业在超越盈亏平衡点之后新增出货量对应的盈利能力将大幅提升; 公司经营情况目前处于较好的趋势中。

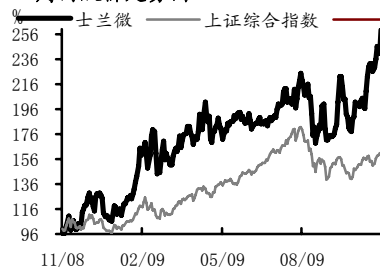
事件:

- 基于公司良好的业务态势及三季盈利预期, 我们于10月23日始, 向客户推荐士兰微, 时至今日, 累计涨幅已超过30%。
- 本报告则较为系统地展示了我们对该公司的最新观点与看法。

交易数据

52周内股价区间(元)	3.05 ~ 9.31
总市值(百万元)	3,608
总股本/流通A股(百万股)	404/404
流通B股/H股	
流通股比例	100.0%
日均成交量(百万股)	9.0
日均成交值(百万元)	53.4

52周内股价走势图



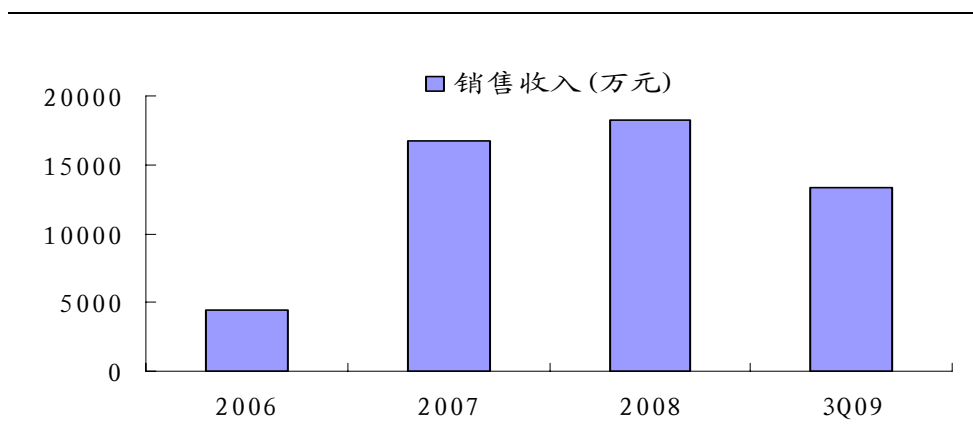
1. LED 业务显示强劲盈利能力

1.1. LED 已成为公司最核心盈利业务

2004年, 公司成立明芯公司, 投资LED业务。2006年开始形成规模销售, 当年实现营收4433万元。并相继完成高亮度蓝光、绿光、高亮度红光芯片的开发。到目前为止有6台MOCVD投入使用, 出货量达到400KK/月, 09年底将有另外两台MOCVD到位。公司占有国内户外彩屏60-70%的市场, 50%的外延片可以内供。

在过去的两年中, 明芯公司实现净利润分别为2788万元、3415万元, 是公司盈利的核心来源。09年前三季度, 公司LED业务实现营收1.33亿, 第三季度收入是上半年的总和, 环比增长明显。1-2季度, LED业务实现净利500万; 第3季度, 实现净利润1000万, 如果扣除500万存货计提, 则净利润规模为1500万元, 对应的销售利润率接近20%。

图 1: 士兰明芯业务收入情况



数据来源: WIND 资讯 国泰君安证券

1.2. 产业链进一步延伸: 从外延、芯片进入了封装领域

在外延与芯片基础上, 公司通过与外商成立合资公司的形式已进入封装领域, 产业链的延长有助于公司获得产业更集中的回报。目前该封装公司已开始小批量出货, 2010 年有望开始贡献利润。

1.3. 2010 年新增 2-4 台 MOCVD LED 将成为公司核心投资方向

目前公司 2010 年 LED 的扩产计划是增加 2-4 台 MOCVD。基于 LED 市场的迅速成长, 我们预期公司未来几年将继续扩大 LED 产能, 以支持该业务的可持续快速发展。

由于公司与 LED 相关的不良资产计提在年内基本完毕, 由此带来的减利影响将在 2010 年大幅减弱。依据公司目前 LED 的出货情况, 以及 2010 年新增产能情况, 我们预计 2010 年该业务收入规模为 2.5-4.0 亿, 盈利规模预计为 3000-6000 万。

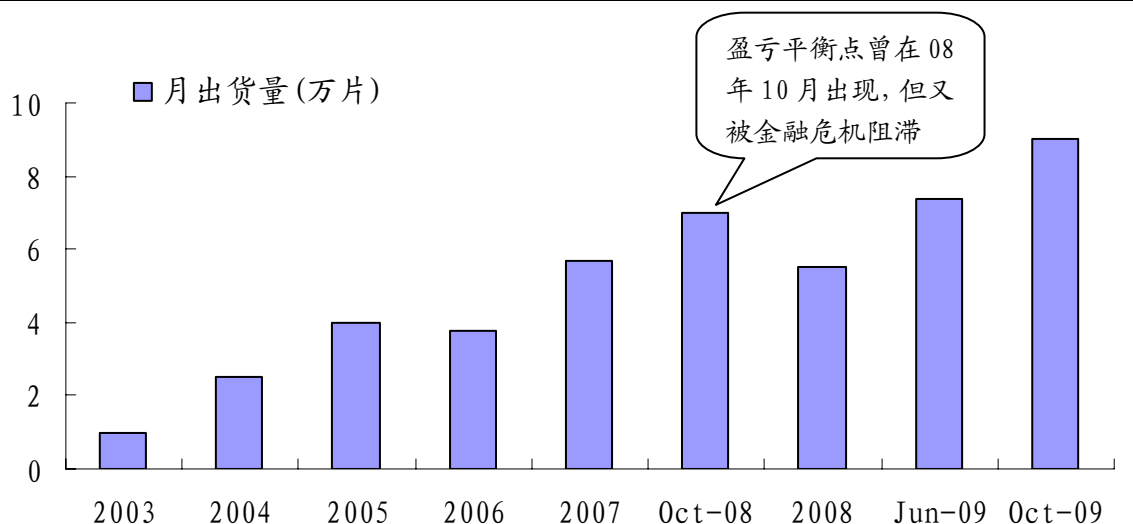
2. 士兰集成已进入产出回报周期

2.1. 稳定出货量已超越盈亏平衡点 盈利回升最为迅速

公司目前拥有两条 6 寸 IC 产线, 累计投资已超过 7 亿元。随着固定支出的增加, 盈亏平衡点也陆续抬高, 由最初的 1 万片/月提升至近 7 万片/月。

公司于 08 年 10 月单月出货量曾经达到 7 万片, 后受制于金融危机影响, 订单急剧下降, 全年月均出货量仅为 5.5 万片。09 年上半年, 公司月均出货量更是降至 4 万片。自 2 季度以来, 订单迅速恢复, 至 6 月份, 单月订单已达 7.4 万片。

图 2：士兰集成制造产线出货量情况

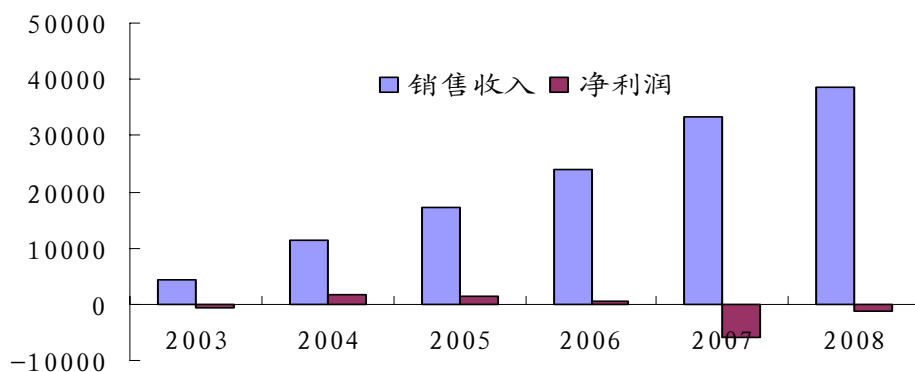


数据来源：国泰君安证券

2.2. 集成产线盈利空间有望大幅提升

按照我们的测算，在盈亏平衡点之后，公司制造产线边际毛利率将提升至 40%-50%。在经历了过去几年的爬坡阶段之后，公司制造业务随着产能利用率的大幅提升，也已步入产出回报周期，其盈利能力存在大幅释放的可能。由于固定资产折旧占其成本费用的较大部分，在 7 万片/月之后，每增加 1 万片的出货，所带来的毛利将在 200-300 万元之间，制造业务成为公司盈利弹性最大的部门之一。依据我们的测算，集成产线 2010 年盈利规模将在 3000-7000 万之间。

图 3：士兰集成销售收入与盈利变动情况



数据来源：国泰君安证券

2.3. 制造产线出货量仍有较大提升空间

公司计划在 2010 年增加 3000-4000 万元的固定资产投资，使得制造产线产能规模提升至 12-13 万片/月。同时，随着电路占比的不断提升，其产能利用率也有望进一步提升。

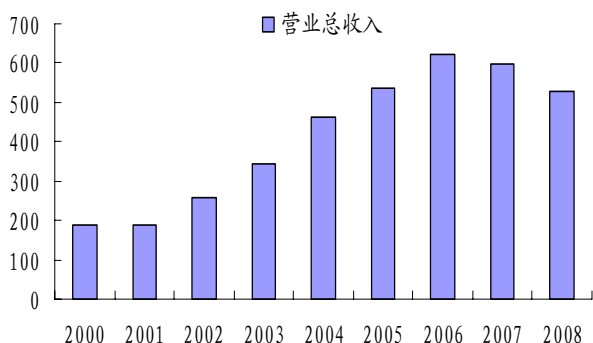
3. IC 设计：尚有较大提升潜力

3.1. 依托制造产线主攻特色产品

IC 设计为公司的最传统业务。在发展初期，定位于量大面广的民用消费类集成电路中低端产品。在上市之后，公司力图依托制造产线实现向中高端产品迁移。但进程并不顺利，营收于 06 年达到高点之后，不但没有持续增长，还有所回落。盈利在 03 年之后呈回落之势，08 年经常性损益还出现了较大亏损。除外部环境影响之外，公司重点培育的包括以太网、数字音视频产品等新品没有获得应用发展也是造成其亏损的重要原因。

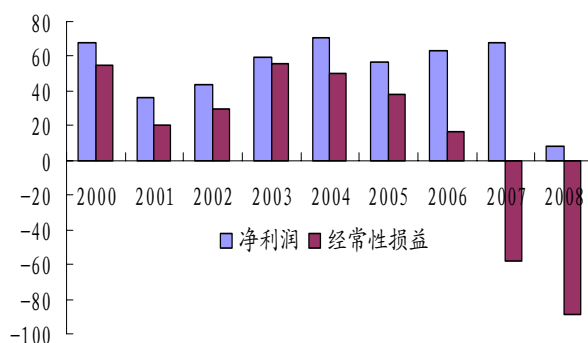
08 年始，公司开始重新梳理产品线，暂停标准 DVD 项目的开发，强化 SOC 产品设计，着重电源与功率驱动产品、混合信号射频繁产品、MCU、安防监控芯片。并因此集中处理和计提了相关不良资产。在目前公司的出货比重中，电路类产品大约占 55%，器件类产品大约占 45%。在电路类产品中，30%为电源类产品。在器件类产品中，MOS 类占 20%。

图 4：士兰母公司营收情况



数据来源：WIND 资讯 国泰君安证券

图 5：士兰母公司盈利情况

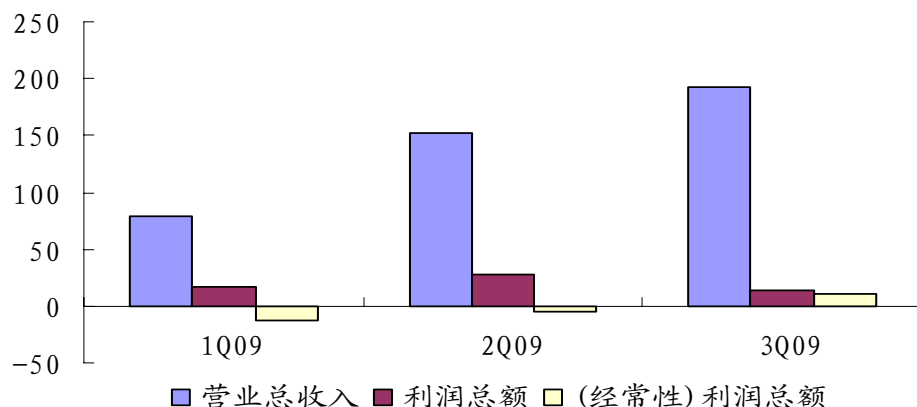


数据来源：WIND 资讯 国泰君安证券

3.2. 拐点隐现 盈利有较大提升潜力

经过两个年度的亏损，IC 设计业务于 09 年 3 季度出现盈利。虽然规模有限，但却是一个新的开端。与制造产线比较，设计公司具有明显的轻资产特征，研发支出为最核心的成本费用构成。在过去几年中，为拉动制造产线的产能释放，公司侧重于低端产品的设计，并进而影响了出货产品的附加值。在制造产线产能利用率大幅上升的背景下，公司正在将设计产品向高端靠拢，其附加值也将有望提升。我们预期公司年利润水平有可能回到 3000 万以上。

图 6: 士兰微母公司 09 年前 3 季度经营变动



数据来源: WIND 资讯 国泰君安证券

3.3. 公司将通过与外方合作以突破自身制造产线限制

公司已到考虑与外方合作,在公司自身产能利用率饱满的情况下,向外方输出部分工艺,由合作方根据公司要求提供制造服务。

我们认为,士兰设计业务依托自身制造产线开发特殊工艺的产品,依托外部合作产线开发较高端产品。由此双剑合璧,可实现自身设计价值的更大提升。一方面,设计支撑了制造产能的利用率;另一方面,制造又为设计开发特殊的工艺。目前,其电源与功率驱动产品 100%是依靠集成产线支撑。可以说,公司是国内唯一一家设计与制造产线结合并走通的。随着产品结构的改善,我们预计公司设计业务盈利能力将有大幅提升。

4. 结论

4.1. 产品符合绿色能源产业方向

公司产品线较为庞杂,涉及包括电源与功率驱动在内的 5 条产品线。其基本的产品方向——LED、电源产品、功率器件等均符合绿色能源产业方向。

4.2. 资产质量大幅提升 轻装步入业绩成长期

自 07 年始,公司已累计计提 1.57 亿不良资产,仅 09 年前三季度,就计提了 3776 万元,为未来盈利能力的大幅提升奠定了良好基础。公司包括 LED、制造、设计在内的三大块核心业务均已显现出良好的成长势头,公司整体业绩向好已成为定局。

4.3. 盈利预测

除三块核心业务之外，公司还拥有杭州友旺电子（40%）、杭州士腾科技（75%）、士兰光电技术（75%）、士港科技（100%）的相应股权，上述公司盈利情况不等。不考虑相关投资收益，仅以 LED、制造、设计三块核心业务测算，我们预计公司 2009-2011 年营收规模分别为 9.6 亿、12.48 亿、14.97 亿，净利润分别为 6667 万、1.19 亿、1.61 亿，对应 EPS 分别为 0.16 元、0.28 元、0.40 元。

需要强调的是，基于我们模型的简化，尚有多项涉及对外投资的项目未计入盈利预测。使得公司盈利预测弹性大增。如果做范围的界定，我们预计 2010 年净利润水平可能在 9000 万-14000 万之间，则对应 EPS 分别为 0.22 元、0.35 元。

从较长的时间段分析，我们认为公司已进入可投资时间区域。

作者简介:

魏兴耘: 厦门大学经济学博士, 国泰君安证券研究所电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2008 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

张慧: 男, 南京大学产业经济学专业硕士, 2007 年 7 月加入国泰君安证券研究所, 从事电子行业和计算机行业的研究。

免责声明

本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。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com