



2009 年 12 月 22 日

公司报告

士兰微 (600460)

回避

中性

推荐

研究员: 查一亮

021-68604866-8599
Yiliang.zha@bocigroup.com

中银大厦 40 层
银城中路 200 号
上海市浦东新区

本文相关公司

近期策略报告

拐点已现，增长可期 -士兰微报告

1. 2009 年前9个月，共实现收入6.66 亿元，同比下滑14.0%；净利润4,747 万元，同比增长31.96%，每股收益0.117 元；值得注意的是公司前3个季度整体毛利率26.3%，同比增加1.6%，三季度盈利能力增强。
2. 公司产能不断扩大目前拥有6 台MOCVD，外延加工能力7000-8000 片/月。公司近期又订购2 台MOCVD，并计划改造1 台MOCVD，使外延加工能力将提高约1 倍，同时目前产能利用率保持在高位，为明年业绩增长提供了保证。
3. 由于产品结构规模效应逐步显现，公司毛利维持在高位。
4. 控股股东虽然有减持动作，但是股价依然逆势走强，显示市场对公司未来发展依然持乐观态度。

根据WIND一致性盈利预测，09-11年公司每股收益0.16、0.25、0.33元，对应09-11年市盈率57、38、28.7倍，考虑到公司LED项目正在稳定增长，10年公司业绩有超预期的可能，目前38倍市盈率有望下降，公司股价依然有上升空间。

表一 公司财务预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万元)	971.82	933.10	942.20	1,192.85	1,448.72
增长率(%)	11.14	-3.98	0.98	26.60	21.45
净利润(百万元)	21.58	13.56	66.93	100.73	133.67
增长率(%)	-69.96	-37.16	393.58	50.50	32.70
每股收益	0.05	0.03	0.16	0.25	0.33
市盈率	178.09	283.04	57.43	38.15	28.75
PEG	-2.55	-7.62	0.15	0.76	0.88

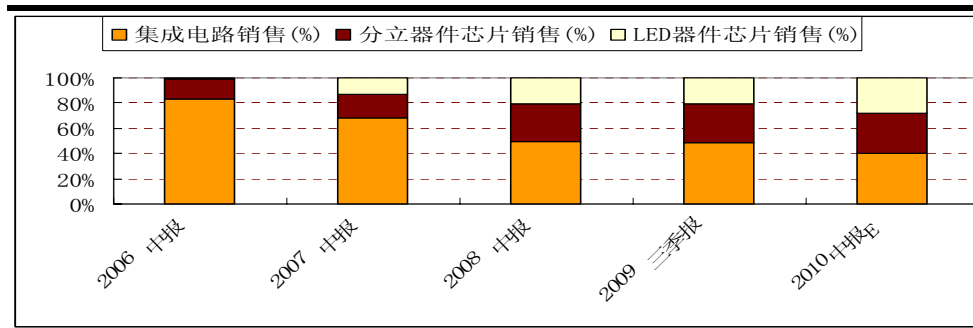
数据来源: WIND (数据截至到12月21日)

由于目前全球半导体制造产能加速向我国流动，周边地区比如日本很多5、6寸生产线均被关闭，但半导体行业需求并没有大幅度减少，预计部分订单将转向我国，明年半导体行业整体订单将保持平稳增长态势。

公司是我国半导体行业的龙头企业之一，主要产品分为三大类：集成电路、分立器芯片、LED芯片销售。近年来公司调整产品结构，逐步减少集成电路和半导体的生产与销售，转向毛利较高的LED芯片生产与销售，预计未来集成电路在公司主营业务中的比重还将进一步下降。

公司的LED芯片主要应用于户外彩屏。子公司士兰明芯在户外彩屏市场的占有率超过60%，为这一行业绝对龙头。公司的LED芯片以蓝绿光为主，目前总产能约每月10万片，在国内5、6寸芯片生产线中位居第二。公司目前拥有6台MOCVD，外延加工能力7000-8000片/月。公司近期又订购2台MOCVD，并计划改造1台MOCVD，使外延加工能力提高约1倍。同时公司通过与外商成立合资公司的形式已进入封装领域，有助于产业链的进一步完善。

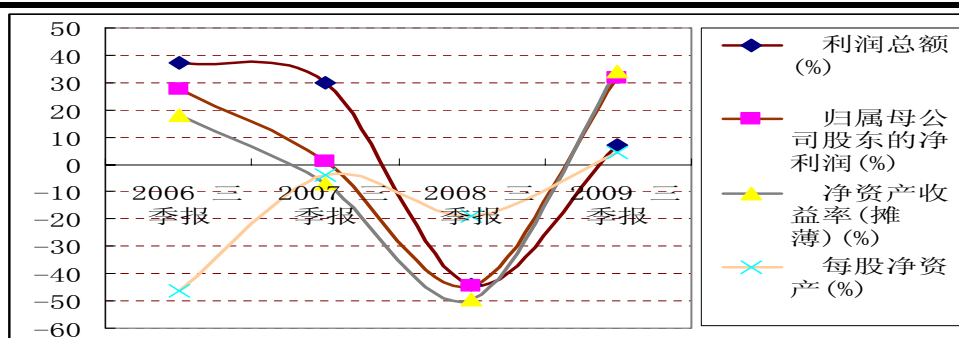
图一 主营业务中LED增长突出



数据来源：WIND（数据截至到12月21日）

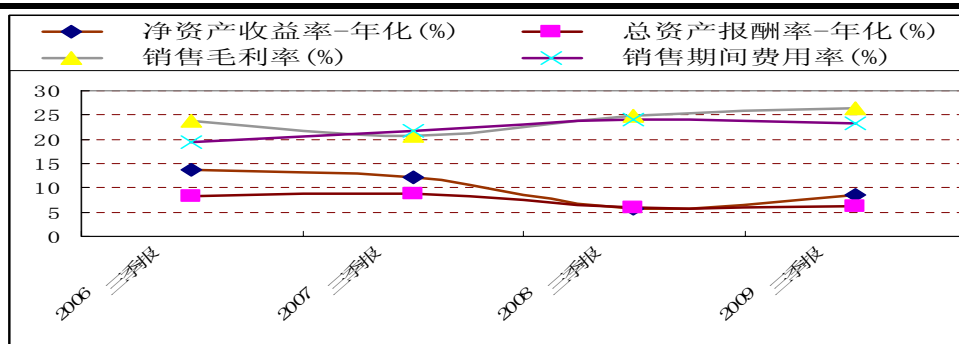
从公司09年前3季度销售情况看，共实现收入6.66亿元，同比下滑14.0%；净利润4,747万元，同比增长31.96%，每股收益0.117元；值得注意的是公司前3个季度整体毛利率26.3%，同比增加1.6%。从3季度单季来看，公司实现收入3.13亿元，同比增长11.92%；净利润3,046万元，同比增长532.58%。3季度净利润同比大幅增长真实地反映了业绩的拐点已经出现。由于公司月产7万片即可实现盈亏平衡，目前10万片可以保证公司实现盈利。虽然我们预期公司09年主业仍为亏损，依然需要靠投资收益才能实现全年盈利，但是2010年起主营业务将扭亏为盈。

图二 公司业绩已过拐点



数据来源：WIND（数据截至到12月21日）

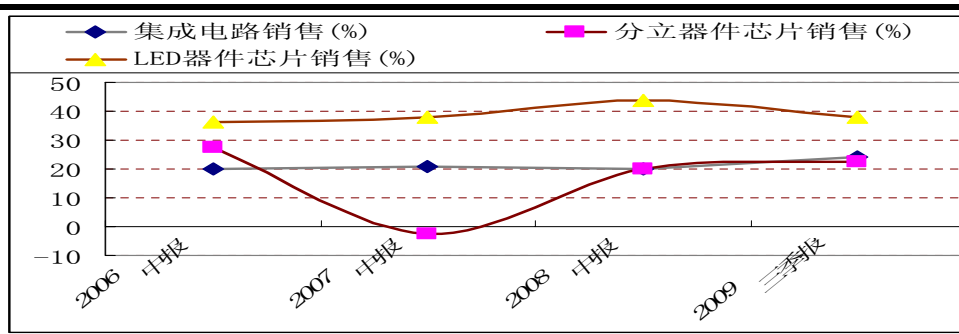
图三 盈利能力不断提高



数据来源：WIND（数据截至到12月21日）

公司3 季度产能利用率目前已达85%-90%，规模效致使成本下降，导致产品整体毛利维持在高位。同时由于公司于1 季度计提了大量的资产减值损失，3 季度冲回削减成本也使得3 季度毛利率略高。

图四 主要产品毛利率维持在高位



数据来源：WIND（数据截至到12月21日）

除集成电路、分立器芯片、LED芯片销售三块核心业务之外，公司还拥有40%杭州友旺电子、75%杭州士腾科技、75%士兰光电技术、100%士港科技的股权，投资收益对公司10年业绩将有一定增厚。

近期虽然控股股东杭州士兰控股有限公司自2009年2月11日至12月7日，部分减持了公司无限售条件流通股500万股，占公司总股本的1.24%；但是仍持有公司无限售条件流通股20,596万股，占公司总股本的50.97%，减持比例并不大，而且由于公司在硅芯片制造领域积累了规模化的生产能力，业绩拐点已现，对公司未来两年发展持谨慎乐观态度。

根据WIND一致性盈利预测，09-11年公司每股收益0.16、0.25、0.33元，对应09-11年市盈率57、38、28.7倍。虽然2010年38倍市盈率虽然已经不低，但是考虑到公司LED项目正在稳定增长，行业订单不断增加，公司产能持续扩大和保持了较高的产能利用率，盈利比较确定，公司股价依然有上升空间。近期其它券商研究员也不断上调盈利预测，显示市场对公司看法正在改变。考虑到公司业绩拐点已现，明年业绩增长可期，我们给予“推荐”评级。

表二 近期券商投资评级

评级日期	研究机构	投资 评级	EPS		P/E	
			2009E	2010E	2009E	2010E
2009-12-9	中信建投	增持	0.18	0.28	52.83	33.96
2009-11-16	国泰君安	增持	0.16	0.28	59.44	33.96
2009-11-9	海通证券	买入	0.17	0.33	55.94	28.82
2009-11-2	华泰证券	观望	0.17	0.20	55.94	47.55
2009-11-2	申银万国	增持	0.17	0.30	55.61	31.49
2009-11-1	联合证券	中性	0.17	0.18	55.94	52.83
2009-10-31	兴业证券	推荐	0.20	0.27	47.55	35.22

数据来源：WIND（数据截至到12月21日）

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告的编写和发布严格遵守中华人民共和国(为本免责声明的目的不包括香港、澳门特别行政区和台湾地区)的适用法律、法规和监管部门的规定。未经中银国际证券有限责任公司(以下简称“本公司”)事先书面允许，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或向任何其他人士发放此报告的材料、内容或复印件。本公司保留对任何侵权行为和有悖本报告原意的引用行为进行追究的权利。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为本公司或本公司关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给收件人作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。本公司不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议，或保证任何投资或策略适用于收件人的个别情况，本报告不能作为收件人私人咨询的建议，而收件人不会因为收到本报告而成为本公司的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员从相信可靠的来源取得或达到，但本公司不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司本身网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到本公司网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表本公司的立场。

本公司 2008 版权所有。保留一切权利。