

买入 维持

士兰微 (600460)

2009 年 12 月 25 日

## 拐点确认, LED 业务有望成为盈利主力

## 上调目标价到 18 元

2009 年 12 月 25 日收盘价: 11.27 元。未来 6 个月目标价位: 18.00 元

电子行业分析师: 邱春城

qiucc@htsec.com

021-23219413

TMT 小组助理分析师: 陈子仪

chenzy@htsec.com

021-23219244

## 事件

我们于 2009 年十月下旬对公司实地调研, 于三季度季报后对公司进行强烈推荐, 目标价为 12 元; 2009 年 11 月 17 日又参加公司临时股东大会, 对公司经营拐点进行确认性调研; 2009 年 12 月 24 日晚, 公司又临时停牌商讨非公开增发。

## 主要内容

我们对公司出现业绩拐点进行再确认。探讨了公司前些年业绩达不到预期的原因, 也向公司进行印证, 我们认为市场对公司的误解需要消除, 但更需要公司未来业绩去自我证明。

模拟电路业务自己滚动发展的轻资产模式, 有望在 2011 年发挥业绩弹性。

公司前期心理受伤较重, 投资谨慎, 随大环境发展逼迫公司必须做出一个抉择, 最近公司战略从模糊走向清晰。

预期公司非公开增发会投资最有市场号召力, 公司最有技术基础, 目前最有盈利能力的 LED 产业, 这也是公司发展战略的清晰。

我们预测非公开增发对 2010 年业绩影响不大, 主要体现在 2011 年。我们对公司利润预测表进行详细更新, 预测公司 2009 - 2011 年增发摊薄前 EPS 分别为 0.17、0.33 和 0.72 元, 增发摊薄后 EPS 分别为 0.15、0.29 和 0.64 元, 给予公司 18 元目标价。

## 前言

我们曾对公司进行了市场上最为详尽的深度调研报告, 详见 2009 年 11 月 9 日:《士兰微\_调研报告\_内生性拐点显现, 模拟电路业务有高弹性, 有望逐渐重返轻资产发展模式》。公司基本业务的详细情况可参考该报告。

## 一 公司业绩拐点的再确认, 市场误解需要消除

- 市场的误解: 部分市场人士认为士兰微总在年末说故事, 业绩总做不到。
- 前期业绩做不到的原因: IC 本身就是一个高风险行业, 需要持续不断的投入才会有新成长。这个行业不进才退 以前士兰微一直在讲基本面好了, 这个产品好了, 那个产品好了, 但是在量产中出现了反复, 所以导致业绩出现了反复, 其实集成电路产业并不是简单制造业, 而是一个非常复杂的制造业, 产品出来后, 如果参数不达标是不能卖的, 只能当作垃圾处理。
- 公司拐点确认的原因: 这几年宏观经济形势也变化很快, 公司压力也是始终存在, 公司克服重重困难, 摆脱了以前的状况, 这是多年积累的一次新提升。可以认为公司拐点出现, 未来成长空间很大。

- 误解更需要公司未来的业绩成长进行自我证明。

## 二、模拟电路业务自己滚动发展的轻资产模式，有望在 2011 年发挥弹性。

- 公司外包生产的是数字电路产品，公司自己做模拟信号电路和分立器件。
- 其中，模拟电路竞争对手包括是欧美和日本等，但是产品终端在我国台湾地区，公司要进入该产业链有一个过程。以高压模拟产品认证为例，这个认证很难，过程很慢，我们乐观预期公司模拟产品在 2010 年底大规模上量，2011 年会对业绩有明显支撑。
- 从业绩弹性来看，模拟电路是设计和制造工艺结合，设计因素不少，如果随未来外包生产规模增加，公司现在销售净利率水平还有上升空间，业绩弹性很大，未来公司轻资产性质会逐渐显现。

## 三 公司战略从模糊走向清晰，预期增发做 LED 的概率比较大

- 公司前期心理受伤较重：前期公司投资过重，没如期达到投资目标，在新机遇到来的时候，公司在 LED 方面扩张也不激进，害怕新投资后面临前期困境，所以也一直也举棋不定。
- 由于实现了业务的正循环。前期公司战略仍然模糊：上两次调研期间，公司一直没有确认重点发展那块业务，没有在分立器件，模拟电路和 LED 方面分出发展重点，到底做大那一项。
- 公司前期强调不融资：公司觉得发展到现在地步，公司已经走出困境，未来模拟电路也不需要多大新投入，就可以实现自我滚动的良性发展。
- 这次非公开增发超过我的预期，我们认为公司最近在反复思索后下定决心，公司也是不进则退，必须做一个抉择。
- 我们预期公司非公开增发将做大 LED 产业。我们预期公司会投资最有市场号召力，公司也最有技术基础，目前也最有盈利能力的 LED 产业。这也是公司的战略的一个清晰，。

## 四 业绩预测与估值

### 4.1 基本假设

- 我们假设公司增发 5500 万股，假设增发价在 11 元左右，股本增加约 5500 万股。
- 我们假设公司增发完成时间在 2010 年 8 月，投资完成时间大约在 2010 年的年末，所以非公开增发对 2010 年业绩影响不大，主要体现在 2011 年。
- 我们预测公司投资规模在 12 台套 MOCVD 及配套下游设备，收入成本毛利预测见表 1。

### 4.2 业绩预测与投资建议

- 预测公司 2009 - 2011 年增发摊薄前 EPS 分别为 0.17、0.33 和 0.72 元，摊薄后 EPS 分别为 0.15、0.29 和 0.64 元，如表 2 所示。
- 我们认为可以给予公司 2011 年  $30 \times PE$ ，给予公司 18 元目标价。

## 五 风险

- 公司能否完成非公开增发，2011 年公司非公开增发完成后 LED 行业竞争形态也许有变化。

表 1 士兰微分类收入、成本和毛利率假设

| 项目             | 2006  | 2007  | 2008  | 1Q09  | 2Q09  | 3Q09  | 4Q09  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>收入 (万元)</b> |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| LED            | 4433  | 16781 | 18277 | 2614  | 3754  | 6948  | 6200  | 19516  | 28000  | 80000  |
| 增长率 (%)        |       |       |       |       |       |       |       | 6.78   | 43.47  | 185.71 |
| 分立器件           | 12564 | 21475 | 26769 | 3469  | 7988  | 9302  | 8900  | 29659  | 36000  | 42000  |
| 增长率 (%)        |       |       |       |       |       |       |       | 10.80  | 21.38  | 16.67  |
| 集成电路           | 70420 | 58740 | 46937 | 5890  | 11329 | 14844 | 11000 | 43064  | 57000  | 70000  |
| 增长率 (%)        |       |       |       |       |       |       |       | (8.25) | 32.36  | 22.81  |
| 其它             | 0     | 182   | 1187  | 82    | 102   | 127   | 100   | 411    | 300    | 300    |
| 合计             | 87418 | 97179 | 93170 | 12055 | 23174 | 31221 | 26200 | 92659  | 121397 | 192525 |
| 增长率 (%)        |       |       |       |       |       |       |       | (0.55) | 31.01  | 58.59  |
| <b>成本 (万元)</b> |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| LED            | 2703  | 10263 | 10461 | 1671  | 2441  | 4146  | 3782  | 12039  | 17136  | 52400  |
| 分立器件           | 9614  | 19812 | 22395 | 3137  | 6435  | 6506  | 6319  | 22397  | 26100  | 31500  |
| 集成电路           | 54138 | 47171 | 36907 | 5249  | 8021  | 11058 | 8140  | 32468  | 42180  | 50400  |
| 其它             |       | 172   | 1005  | 62    | 79    | 102   | 79    | 323    | 234    | 240    |
| 合计             | 66455 | 77417 | 70769 | 10119 | 16976 | 21812 | 18320 | 67227  | 85650  | 134540 |
| <b>毛利率 (%)</b> |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| LED            | 39.03 | 38.84 | 42.77 | 36.07 | 34.98 | 40.34 | 39.00 | 38.31  | 38.80  | 34.50  |
| 分立器件           | 23.48 | 7.74  | 16.34 | 9.55  | 19.45 | 30.06 | 29.00 | 24.48  | 27.50  | 25.00  |
| 集成电路           | 23.12 | 19.70 | 21.37 | 10.89 | 29.20 | 25.51 | 26.00 | 24.61  | 26.00  | 28.00  |
| 其它             |       | 5.60  | 15.32 | 24.91 | 22.38 | 19.26 | 21.00 | 21.59  | 22.00  | 20.00  |
| 合计             | 23.98 | 20.33 | 24.04 | 16.06 | 26.75 | 30.14 | 30.08 | 27.45  | 29.45  | 30.12  |

数据来源：海通证券研究所

表 2 士兰微利润表预测 (万元)

|              | 2006  | 2007    | 2008     | 1H2008 | 1~3Q2009 | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|--------------|-------|---------|----------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 87444 | 97182   | 93310    | 35303  | 66604    | 92659  | 121397 | 192525 |
| 增长 (%)       |       | 11.14   | (3.98)   |        |          | (0.70) | 31.01  | 58.59  |
| 减: 主营业务成本    | 66472 | 77429   | 70892    | 27123  | 49065    | 67227  | 85650  | 134540 |
| 主营业务税金及附加    | 450   | 489     | 667      | 204    | 406      | 649    | 850    | 1348   |
| 税金附加占比 (%)   | 0.51  | 0.50    | 0.71     | 0.58   | 0.61     | 0.70   | 0.70   | 0.70   |
| 主营业务利润       | 20522 | 19264   | 21751    | 7976   | 17134    | 25433  | 35747  | 57985  |
| 增长 (%)       |       |         |          |        |          | 16.93  | 40.56  | 62.21  |
| 毛利率 (%)      | 23.98 | 20.33   | 24.02    | 23.17  | 26.33    | 27.45  | 29.45  | 30.12  |
| 销售费用         | 1614  | 2091    | 2626     | 1118   | 1871     | 2511   | 2926   | 4447   |
| 占比 (%)       | 1.85  | 2.15    | 2.81     | 3.17   | 2.81     | 2.71   | 2.41   | 2.31   |
| 管理费用         | 13581 | 17349   | 16479    | 6508   | 10544    | 14500  | 16000  | 17600  |
| 占比 (%)       | 15.53 | 17.85   | 17.66    | 18.43  | 15.83    | 15.65  | 13.18  | 9.14   |
| 财务费用         | 2127  | 3898    | 5440     | 2136   | 3089     | 4100   | 3300   | 4106   |
| 占比 (%)       | 2.43  | 4.01    | 5.83     | 6.05   | 4.64     | 4.42   | 2.72   | 2.13   |
| 资产减值损失       | 1279  | 5709    | 2545     | 2787   | 3777     | 4500   | 700    | 700    |
| 公允价值变动收益     |       | 1.29    | (177.84) | 10.47  | 9.43     | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资收益         | 4178  | 11371   | 5796     | 5982   | 6183     | 6200   | 700    | 800    |
| 营业利润         | 6097  | 1590    | 279      | 1420   | 4046     | 6022   | 13522  | 31932  |
| 营业外收入        | 1951  | 2781    | 2645     | 928    | 1236     | 1700   | 1700   | 1700   |
| 减: 营业外支出     | 152   | 152     | 397      | 52     | 94       | 200    | 200    | 200    |
| 利润总额         | 7896  | 4218    | 2527     | 2296   | 5187     | 7522   | 15022  | 33432  |
| 减: 所得税       | 892   | 2075    | 1267     | 691    | 550      | 827    | 1953   | 5015   |
| 所得税率 (%)     | 11.29 | 49.19   | 50.13    | 30.11  | 10.60    | 11.00  | 13.00  | 15.00  |
| 少数股东权益       | (179) | (15)    | (96)     | (96)   | (109)    | (188)  | (376)  | (802)  |
| 占比 (%)       | (2)   | (0)     | (4)      | (4)    | (2)      | (3)    | (3)    | (2)    |
| 归属于母公司股东的净利润 | 7183  | 2158    | 1356     | 1701   | 4747     | 6882   | 13444  | 29220  |
| 增长 (%)       |       | (69.95) | (37.17)  |        |          | 407.57 | 95.35  | 117.34 |
| 最新总股本 (万股)   | 40408 |         |          |        |          | 40408  | 45908  | 45908  |
| 每股收益 (元)     | 0.18  | 0.05    | 0.03     | 0.04   | 0.12     | 0.17   | 0.29   | 0.64   |

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师负责的股票研究范围

邱春城：电子行业分析师

重点研究上市公司：三安光电、法拉电子、横店东磁、生益科技、超声电子、华微电子、长电科技、振华科技、东信和平、中科三环、格力电器、青岛海尔、美的电器、海信电器、苏泊尔、九阳股份等

陈子仪：TMT 组助理分析师

### 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

#### 公司评级

**买入:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

**增持:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

**中性:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

**减持:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

**卖出:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

#### 行业评级

**增持:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

**中性:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

**减持:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。