

士兰微：LED 业务增长迅猛

公司快报

报告关键点：

- LED业务利润佳
- 集成电路/二极管代工业务增加获利稳定性
- 首次给予公司“买入-A”评级，目标价19.5元

报告摘要：

- LED 业务利润佳：**士兰明芯现已经成功开发出了高亮度的 LED 芯片，并且与台湾新世纪光电合作，共同打包户外显示屏所需进入批量生产阶段，并取得了良好的销售业绩。2009 年，士兰明芯通过优化工艺进一步改善了产品性能，并根据市场形势的变化及时扩充了中后道设备产能（从 2.5 亿粒/月提高到 5 亿粒/月），还新购置 31 片机型 MOCVD 设备 2 台（2009 年年底已到货，目前在调试中），从而确保了其产出规模的进一步扩大，提升了竞争力。
- 集成电路/二极管代工业务增加获利稳定性：**公司表示其制作芯片交货给 Diode，敦南，及 Sipex，长电，固得等厂商，其中不少厂商皆为半导体品牌商(Diode，敦南，及 Sipex)，我们与市场渠道(封装厂，半导体通路商，国内芯片商)印证后，得出士兰微已有至少一半半导体产能转型成芯片代工，市场 5”，6”半导体产能相对紧俏的情况下，我们认为士兰微此一转型策略，与其过去芯片销售策略(多为与国外大厂类似的设计，以较低的价格抢市场的策略)相较，有相对稳定的获利。
- 盈利预测与估值：**士兰微于去年底，增订了 2 台 32 片 MOCVD 机台，相较目前产能增幅约为六成，除此之外，公司也于年初自日本引进了一月产能约 5 万片的 6 吋线，预估将于第三季安装成，此一新增产能约占现有产能的 65%(目前产能为 5 吋线月产能约 8 万片及 6 吋线产能 2 万片)，我们预计 2010、2011 年公司营业收入分别为 13 亿元、18 亿元，净利润分别为 1.9 亿元和 2.6 亿元，对应 EPS 为 0.47 元和 0.65 元。我们给予公司 2011 年 30 倍 PE，目标价 19.5 元，首次给予“买入-A”的投资评级。

评级：
买入-A

上次评级：

目标价格：
19.50 元

期限： 6 个月 上次预测：

现价： 15.40 元

报告日期：
2010-05-31

市场数据

总市值(百万元)	6,222.83
流通市值(百万元)	6,222.83
总股本(百万股)	404.08
流通股本(百万股)	404.08
12 个月最高/最低	5.31/17.88 元
十大流通股股东(%)	63.22%
股东户数	39,961

12 个月股价表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.30	23.94	148.80
绝对收益	(1.78)	10.80	152.08

研究员

侯利
行业分析师

 021-68763972
 证书编号

 houli@essence.com.cn
 S1450209070220

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	933.1	959.9	1,298.7	1,805.2	2,061.5
Growth(%)	-4.0%	2.9%	35.3%	39.0%	14.2%
净利润	13.6	76.6	190.7	262.5	309.7
Growth(%)	-37.2%	465.1%	148.9%	37.6%	18.0%
毛利率(%)	24.0%	28.1%	31.0%	31.7%	31.9%
净利率(%)	1.5%	8.0%	14.7%	14.5%	15.0%
每股收益(元)	0.03	0.19	0.47	0.65	0.77
每股净资产(元)	1.78	2.01	2.44	3.02	3.71
市盈率	464.9	82.3	33.0	24.0	20.4
市净率	8.8	7.8	6.4	5.2	4.2
净资产收益率(%)	1.7%	9.2%	19.1%	21.3%	20.5%
ROIC(%)	5.6%	9.9%	18.0%	23.4%	24.4%
EV/EBITDA	9.9	21.9	24.8	18.7	15.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010/5/25

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	933.1	959.9	1,298.7	1,805.2	2,061.5	成长性					
减:营业成本	708.9	689.9	896.1	1,232.9	1,403.9	营业收入增长率	-4.0%	2.9%	35.3%	39.0%	14.2%
营业税费	6.7	7.1	9.2	12.6	14.2	营业利润增长率	-82.5%	2033.4%	228.6%	41.3%	19.1%
销售费用	26.3	23.5	31.2	43.7	50.3	净利润增长率	-37.2%	465.1%	148.9%	37.6%	18.0%
管理费用	164.8	150.1	184.4	249.1	278.3	EBITDA 增长率	14.7%	24.9%	17.0%	30.3%	15.2%
财务费用	54.4	40.0	32.3	32.3	32.3	EBIT 增长率	4.2%	73.9%	129.0%	35.4%	17.1%
资产减值损失	25.5	53.8	-	10.3	7.5	NOPLAT 增长率	10.9%	72.5%	89.7%	32.7%	16.2%
加:公允价值变动收益	-1.8	0.1	-0.0	-	-	投资资本增长率	-2.9%	4.5%	2.3%	11.4%	7.3%
投资和汇兑收益	58.0	63.8	50.0	52.0	54.0	净资产增长率	-23.1%	12.6%	21.0%	23.5%	22.5%
营业利润	2.8	59.5	195.5	276.2	329.1	利润率					
加:营业外净收支	22.5	19.2	21.3	22.2	23.1	毛利率	24.0%	28.1%	31.0%	31.7%	31.9%
利润总额	25.3	78.7	216.8	298.4	352.2	营业利润率	0.3%	6.2%	15.1%	15.3%	16.0%
减:所得税	12.7	3.1	26.0	35.9	42.5	净利润率	1.5%	8.0%	14.7%	14.5%	15.0%
净利润	13.6	76.6	190.7	262.5	309.7	EBITDA/营业收入	19.4%	23.6%	20.4%	19.1%	19.3%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	6.1%	10.4%	17.5%	17.1%	17.5%
货币资金	202.1	213.7	381.2	486.1	677.3	运营效率					
交易性金融资产	0.4	0.0	-	-	-	固定资产周转天数	285	268	185	128	108
应收帐款	220.4	276.0	320.2	455.5	537.7	流动营业资本周转天数	91	115	106	101	115
应收票据	32.3	66.8	71.2	99.9	115.2	流动资产周转天数	293	307	283	276	312
预付帐款	7.8	16.5	17.4	18.7	18.7	应收帐款周转天数	82	87	79	73	82
存货	309.3	291.5	384.3	529.4	639.1	存货周转天数	126	122	103	99	111
其他流动资产	0.0	-	-	-	-0.0	总资产周转天数	752	668	535	449	458
可供出售金融资产	52.2	12.9	10.0	9.0	8.0	投资资本周转天数	455	446	341	262	251
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	91.6	128.6	135.0	139.5	144.0	ROE	1.7%	9.2%	19.1%	21.3%	20.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	0.7%	4.2%	9.3%	10.8%	11.0%
固定资产	749.8	681.8	655.8	630.2	601.8	ROIC	5.6%	9.9%	18.0%	23.4%	24.4%
在建工程	7.5	28.4	17.6	11.2	7.3	费用率					
无形资产	77.5	62.4	38.4	29.6	22.7	销售费用率	2.8%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
其他非流动资产	12.2	20.9	29.9	32.3	35.5	管理费用率	17.7%	15.6%	14.2%	13.8%	13.5%
资产总额	1,763.0	1,799.5	2,061.0	2,441.3	2,807.3	财务费用率	5.8%	4.2%	2.5%	1.8%	1.6%
短期债务	614.2	576.2	575.4	574.4	573.1	三费/营业收入	26.3%	22.3%	19.1%	18.0%	17.5%
应付帐款	164.7	169.6	206.2	285.8	327.7	偿债能力					
应付票据	103.0	93.5	122.8	172.3	200.0	资产负债率	58.4%	54.1%	51.5%	49.4%	46.1%
其他流动负债	33.3	42.4	45.2	50.4	55.6	负债权益比	140.4%	117.9%	106.2%	97.7%	85.6%
长期借款	40.0	40.0	60.0	72.0	87.0	流动比率	0.82	0.98	1.24	1.47	1.72
其他非流动负债	43.0	50.9	51.0	50.8	50.6	速动比率	0.47	0.61	0.80	0.94	1.12
负债总额	1,029.6	973.5	1,061.5	1,206.6	1,294.9	利息保障倍数	1.05	2.49	7.05	9.56	11.20
少数股东权益	13.5	14.7	14.7	14.7	14.7	分红指标					
股本	404.1	404.1	404.1	404.1	404.1	DPS(元)	-	-	0.05	0.06	0.08
留存收益	321.2	412.0	580.7	816.0	1,093.7	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	733.4	826.0	999.5	1,234.7	1,512.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	12.6	75.6	190.7	262.5	309.7	EPS(元)	0.03	0.19	0.47	0.65	0.77
加:折旧和摊销	124.3	127.2	37.3	36.9	36.5	BVPS(元)	1.78	2.01	2.44	3.02	3.71
资产减值准备	25.5	53.8	-	10.3	7.5	PE(X)	464.9	82.3	33.0	24.0	20.4
公允价值变动损失	1.8	-0.1	-0.0	-	-	PB(X)	8.8	7.8	6.4	5.2	4.2
财务费用	35.0	46.8	38.4	32.3	32.3	P/FCF	-1,438.0	-143.0	34.7	48.1	28.4
投资收益	-58.0	-63.8	-50.0	-52.0	-54.0	P/S	6.8	6.6	4.9	3.5	3.1
少数股东损益	-1.0	-1.0	-	-	-	EV/EBITDA	9.9	21.9	24.8	18.7	15.8
营运资金的变动	-115.8	-89.3	-79.5	-190.3	-144.2	CAGR(%)	175.1%	60.0%	23.7%	17.3%	16.6%
经营活动产生现金流量	37.8	127.9	130.9	99.7	187.8	PEG	2.7	1.4	1.4	1.4	1.2
投资活动产生现金流量	50.6	0.7	48.4	45.9	47.9	ROIC/WACC	0.6	1.0	1.9	2.5	2.6
融资活动产生现金流量	-74.4	-95.6	-35.1	-48.5	-50.6	REP	2.6	3.9	2.8	1.9	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	朱贤	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
 邮编：100034