

方正证券研究所

资深分析师: 李俭俭

电邮: lijianjian@foundersc.com

SAC 证书编号: S1220208100112

电子元器件行业分析师: 盛劲松

电话: (8610) 68584875

助理分析师: 周益资

电话: (8610) 68584885

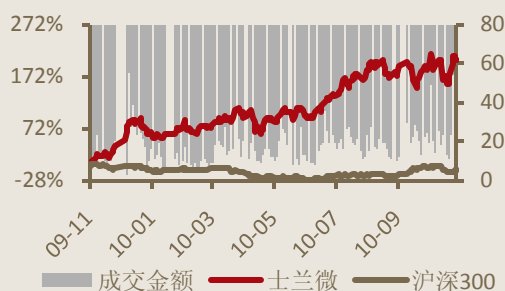
电邮: zhoyizi@foundersc.com

联系人: 杨玢

TEL: (86731) 85832249

E-mail: yangbin0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	959.87	1440.43	1999.44	2398.44
(+/-)	2.87%	50.07%	38.81%	19.96%
净利润	76.63	248.18	348.66	460.51
(+/-)	465.11%	223.88%	40.49%	32.08%
EPS (元)	0.19	0.57	0.80	1.06
P/E	82.03	43.10	30.68	23.23

相关研究

数据来源: 港澳资讯, 方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

业绩稳步增长, 三足鼎立各领风骚

士兰微 (600460)

公司调研快报
2010.11.25 增持

其他电子器件 II 行业

我们于 11 月 25 日对士兰微进行了实地调研, 与公司管理层就近期各业务板块的经营状况和公司战略进行了交流。

投资要点

※集成电路两种生产模式共存, 公司产能得到扩张。公司 IDM 和委托加工两种生产模式比例大约各占一半。一般对线宽要求不高的模拟电路业务采用 IDM 模式; 标准化产品的数字集成电路则完全采用委外加工模式。公司上半年从日本引进六英寸集成电路芯片生产线已于 9 月开始投产, 预计新生产线的投产将使 2011 年产能提升至 15 万片, 2012 年至 18 万片。该生产线后端可与器件及 LED 芯片生产线通用。

※分立器件芯片新品上量, 行业地位显著。公司是国内规模最大、产品类型最全的分立器件芯片制造企业, 优势品种在功率器件。公司未来在分立器件将顺应目前功率器件增长的形势, 继续扩大器件产能。预计功率器件的增长将相对明显, 分立器件业务有望保持良好的发展态势。

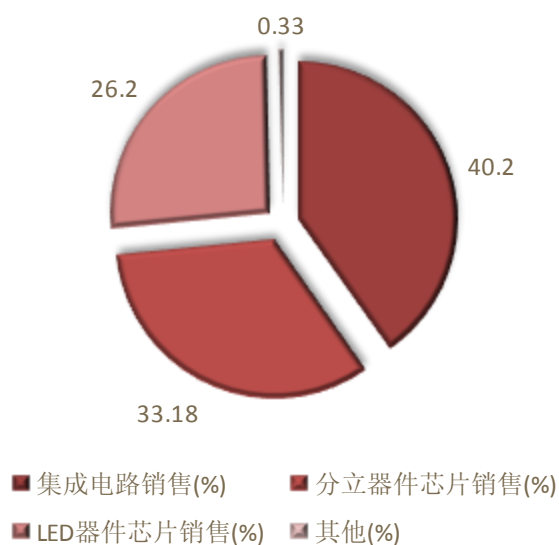
※LED 器件芯片行业前景向好, 未来侧重功率照明。目前公司芯片业务开展蓬勃, 订单饱满, 项目以户外彩屏 (蓝绿光) 为主, 少量的红光主要供封装企业配套, 外延片以外购居多, 照明用的高亮度白光 LED 现处于研发阶段。我们预计, 公司将有计划地向背光和功率照明领域迈进, 公司的 LED 芯片业务在 2011 年能维持 15% 左右的增速。

※估值和盈利预测: 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别是 0.57 元、0.80 元和 1.06 元, 对应动态 PE 分别是 44 倍、31 倍和 24 倍。鉴于公司各项业务开展顺利, 维持稳步增长, 加上公司在相关行业地位稳固, 品牌也具有一定优势, 我们给予“增持”评级。

一、集成电路业务：技术领先，产能扩张，毛利率进一步提升

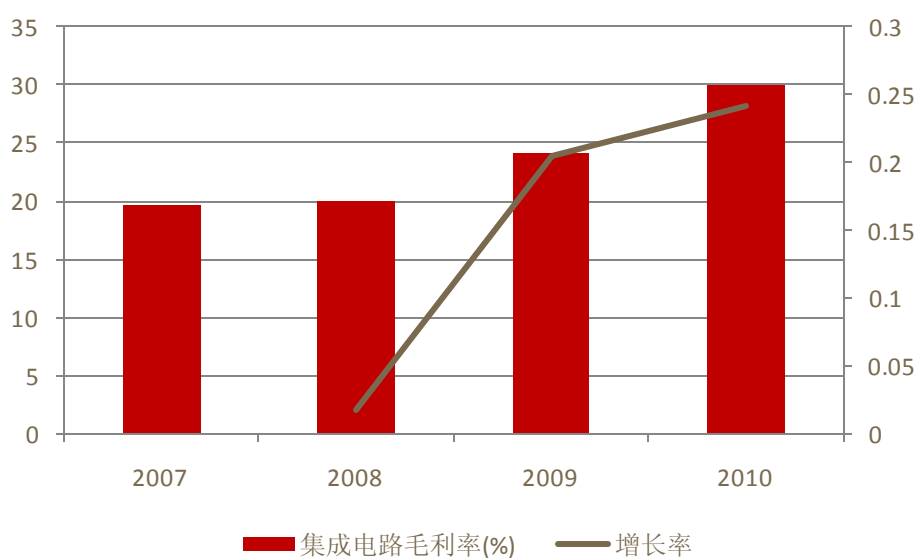
集成电路的设计和制造作为公司第一大主营业务，多年来一直贡献最大比例的销售收入，并且持续保持了稳步增长的态势。最近的三季度业绩公告中，集成电路业务营收同比增长40%，毛利率也由去年同期的24.13%提升到29.97%，增长近6个百分点。毛利率的上升主要缘于高毛利的电路产品出货量的增加和生产线产能利用率的上升导致了成本的降低。

图表 1 公司主营收入分布图



资料来源：方正证券研究所

图表 2 集成电路业务毛利率变动情况



资料来源：方正证券研究所

公司集成电路设计有两大产品受到较大关注。产品之一 MCU 主要用于遥控器，公司该产品在国内处于领先地位，其市场优势也在逐步巩固。公司另一产品，数字音视频产品的光盘伺服技术水平高于国内同类产品，目前公司正联合美国专业团队和清华大学开发高清光盘项目。对比国内目前其他相关产品相对偏低端的技术，公司数字音视频产品在市场上竞争力强劲，将逐步为公司创造新的业绩高增长点。

目前，公司集成电路有两种生产模式：IDM(Integrated Device Manufacturer)和委托加工，两者比例大约各占一半。公司在生产模式的选择标准上，一般对线宽要求不高的模拟电路业务，如电源、功率驱动芯片和分立器件等，采用的是 IDM 模式，从前段设计到后端制造和封装测试均是公司一手完成。但对于作为标准化产品的数字集成电路，如数字音视频芯片、安防芯片和 MCU，公司则完全采用委外加工模式。

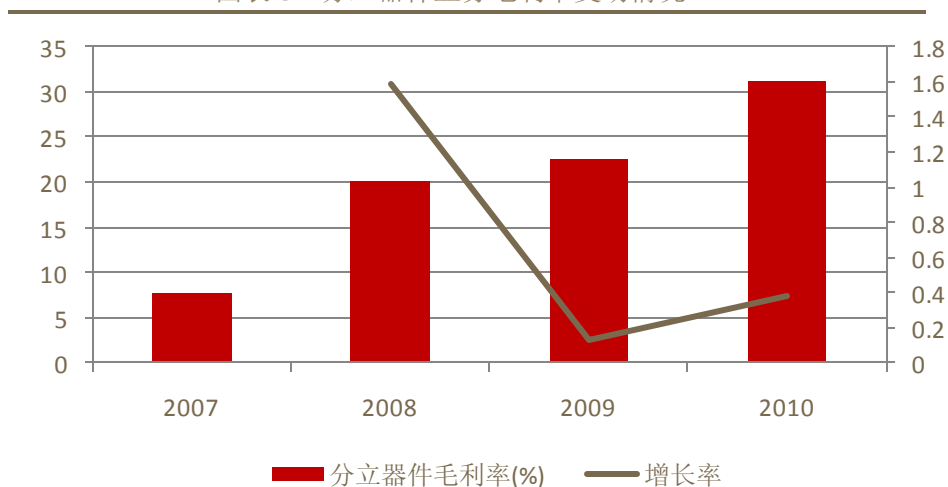
公司的芯片产量处于稳步上升的阶段，上半年公司从日本引进了一条六英寸集成电路芯片生产线已完成调试并于 9 月开始投产，目前产能为 12 万片，预计新生产线的投产将使 2011 年产能提升至 15 万片，2012 年至 18 万片，以年复合增长率 22.5% 的速度快速提升。该生产线后端可以供集成电路、分立器件和 LED 通用，在很大程度上能起到降低成本的效果，这对于公司毛利率的进一步提升无疑提供了更大的空间。综上，我们认为公司集成电路业务在未来几年内将维持稳定增长的大趋势，逐步恢复至金融危机前的水平。

二、分立器件芯片：新品上量，行业地位显著

公司的第二大营业收入来自分立器件芯片，对比近年来，尤其是近两期分立器件占比和毛利率可知，分立器件在公司收入结构中占比大幅提高，我们估计来自于分立器件新品的大规模上量。公司第三季度分立器件收入达 1.57 亿元，环比增长 43%，毛利率为 31.2%，较去年三季度的 22.55% 提高将近 10 个百分点。

分立器件业务接过增长接力棒，提高了公司抵抗行业潜在下滑风险的能力。

图表 3 分立器件业务毛利率变动情况



资料来源：方正证券研究所

我国分立器件的技术相较国外比较落后，二极管芯片大部分需要国外进口，且交货周期较长，平均约为 90 天左右。公司进驻分立器件领域后技术水平得到较大提高和发展，改善了国内相对落后的局面，目前能达到向客户承诺的 30 天交货目标。在分立器件行业，公司占据绝对的竞争优势，是国内该领域规模最大、产品类型最全的制造企业。

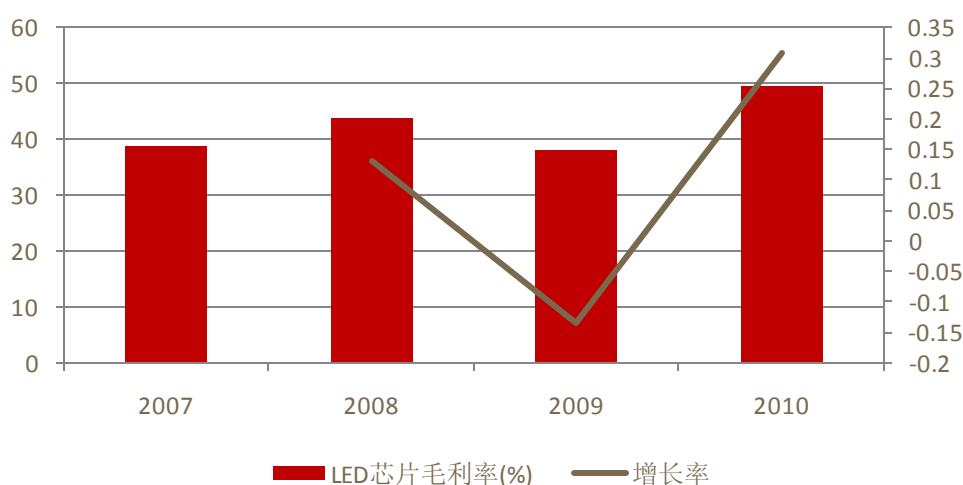
为了顺应目前新型消费品增长带动的功率器件增长的发展形势，加上现今太阳能光伏产业已经进入了高速上升阶段，公司未来分立器件发展战略上，将继续扩大器件产能。我们预计，公司功率器件增长将会比较明显，分立器件业务有望进一步保持良好的发展态势。

三、LED 器件芯片：行业前景向好，未来侧重功率照明

在公司着重发展的战略下，公司 LED 芯片制造业务已经迅速成长成为与其他两项主营业务齐头并进的三驾马车之一。今年年初开始，半导体行业景气度提升，其中 LED 领域更是在市场需求的拉动下迅速扩张其规模，进入了高速发展通道。公司抓住此机遇，在产能扩充的情况下很好地扩展了该项业务的业绩，该项营业收入在三季度达到 4.13 亿元，在公司主营业务占比中也相应增多。LED 芯片在产业链中占价值链的大部分，公司 LED 芯片的毛利率更是迅速提升，最新公告显示已达到 49.66%，同比大幅增长 11.67%。毛利率的提升主要来源于自产外延片产量提升，直接降低了外购外延片成本。

公司目前拥有 8 台 MOCVD，外延片的自给率接近 50%，随着新购入 MOCVD 的逐步投产，未来外延片的自给率计划提高到 70%-80% 的水平，自给率的提升留有一定的余地是为了与其他企业保持良好的合作关系并提高自身灵活应对的能力。

图表 4 LED 芯片业务毛利率变动情况



资料来源：方正证券研究所

目前，公司 LED 芯片业务蓬勃开展，订单也很饱满，目前户内外彩屏 LED 的市场占有率在 50%以上，产品价格在原材料价格上涨的前提下并未产生较大变化，预计未来 2-3 个月原材料价格将逐步回落。

从产品格局看，公司生产线大部分是彩屏，约有一亿颗产能用于照明。公司去年斥资 4.5 亿元旨在大力发展 LED 产品领域，目前在彩屏市场已经取得了产品质量的优势，下一步将着力于品牌形象的树立。目前，公司主要从事户内外 LED 彩屏市场，尤以蓝绿光 LED 芯片为主。高亮度红光芯片虽已研发成功，但公司尚未将其规模化生产提上议程，少量的红光主要供封装企业配套。据我们估计，该战略主要原因基于对设备和工艺差异的考虑。此外，公司也在加大更高亮度的白光 LED 芯片的研发，研究一旦成功，将对公司未来顺利开展平板电视背光源和照明领域产生积极推动。

我们预计，公司将有计划地向背光和功率照明领域大力迈进，这两个领域对技术和品牌两方面都有较高要求，相信凭借公司积累的研发能力和口碑，公司未来在这两个领域的前景不容小觑。我们据此估计公司的 LED 芯片业务在 2011 年至少仍能维持 15%左右的增速。

图表 5 公司主营收入预测（分产品） 单位：百万元

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
发光二极管	167.81	182.77	201.92	390.39	546.55	655.86
集成电路	587.40	469.37	443.72	599.64	779.53	935.44
其他	1.82	11.87	5.69	4.46	4.46	4.46
器件	214.75	267.69	306.52	445.94	668.90	802.68
合计	971.79	931.70	957.85	1440.43	1,999.44	2,398.44

数据来源：方正证券研究所

四、盈利预测与估值

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别是 0.57 元、0.80 元和 1.06 元，对应动态 PE 分别是 44 倍、31 倍和 24 倍。鉴于公司各项业务开展顺利，维持稳步增长，加上公司在相关行业地位稳固，品牌也具有一定优势，我们给予“增持”评级。

附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	864.54	1525.14	1719.14	2122.86	经营活动现金流	83.55	277.24	211.62	722.93
现金	213.69	590.16	433.94	813.00	净利润	75.59	240.43	335.05	447.59
应收账款	267.44	407.00	541.47	588.86	折旧摊销	127.17	162.52	228.94	276.14
其它应收款	8.52	51.24	26.30	69.85	财务费用	39.99	14.40	19.99	23.98
预付账款	16.53	15.27	29.47	26.09	投资损失	-63.80	-79.35	-68.31	-70.49
存货	291.54	454.96	592.57	598.31	营运资金变动	-75.45	-80.46	-295.71	46.99
其他	66.83	6.50	95.40	26.75	其它	-19.95	19.69	-8.35	-1.29
非流动资产	934.91	1300.29	1490.51	1560.46	投资活动现金流	1.65	-453.27	-350.49	-273.99
长期投资	128.62	133.41	138.19	142.98	资本支出	-70.19	278.80	256.76	59.43
固定资产	681.75	913.27	1149.20	1217.65	长期投资	-36.98	-4.79	-4.79	-4.79
无形资产	62.41	75.03	81.84	71.71	其他	-105.52	-179.25	-98.52	-219.34
其他	62.13	178.58	121.28	128.12	筹资活动现金流	-80.58	552.50	-26.11	-61.12
资产总计	1799.45	2825.43	3209.65	3683.32	短期借款	-38.05	0.00	0.00	0.00
流动负债	882.56	1099.08	1166.34	1229.78	长期借款	0.00	9.72	2.95	-13.11
短期借款	576.18	576.18	584.93	576.18	其他	-42.52	542.78	-29.06	-48.01
应付账款	168.01	241.16	326.16	312.04	现金净增加额	4.62	376.48	-164.98	387.82
其他	138.37	281.74	255.25	341.57					
非流动负债	90.93	72.09	67.10	54.25	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	40.00	49.72	52.67	39.57	成长能力				
其他	50.93	22.37	14.42	14.68	营业收入	2.87%	50.07%	38.81%	19.96%
负债合计	973.49	1171.17	1233.44	1284.03	营业利润	2033.39%	282.89%	43.80%	35.90%
少数股东权益	14.66	6.91	-6.71	-19.63	归属母公司净利润	465.11%	223.88%	40.49%	32.08%
归属母公司股东权益	811.30	1647.35	1982.92	2418.91	获利能力				
负债和股东权益	1799.45	2825.43	3209.65	3683.32	毛利率	28.13%	34.86%	37.26%	40.37%
					净利率	7.87%	16.69%	16.76%	18.66%
利润表	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	9.15%	14.53%	16.95%	18.66%
营业收入	959.87	1440.43	1999.44	2398.44	ROIC	5.12%	10.49%	12.68%	14.64%
营业成本	689.89	938.26	1254.49	1430.10	偿债能力				
营业税金及附加	7.08	10.46	14.64	17.49	资产负债率	54.10%	41.45%	38.43%	34.86%
营业费用	23.48	35.58	51.52	59.91	净负债比率	63.30%	54.50%	53.01%	49.28%
管理费用	150.12	225.28	312.71	375.12	流动比率	0.98	1.39	1.47	1.73
财务费用	39.99	14.40	19.99	23.98	速动比率	0.65	0.97	0.97	1.24
资产减值损失	53.77	68.20	87.07	117.45	营运能力				
公允价值变动收益	0.14	0.14	0.14	0.14	总资产周转率	0.54	0.62	0.66	0.70
投资净收益	63.80	79.35	68.31	70.49	应收帐款周转率	4.16	4.27	4.22	4.24
营业利润	59.47	227.72	327.47	445.02	应付帐款周转率	4.44	4.59	4.42	4.48
营业外收入	21.81	25.35	24.54	23.90	每股指标(元)				
营业外支出	2.56	2.68	3.07	2.77	每股收益	0.19	0.57	0.80	1.06
利润总额	78.72	250.39	348.94	466.14	每股经营现金	0.21	0.64	0.49	1.67
所得税	3.13	9.97	13.89	18.55	每股净资产	2.01	3.80	4.57	5.57
净利润	75.59	240.43	335.05	447.59	估值比率				
少数股东损益	-1.04	-7.75	-13.62	-12.92	P/E	82.03	43.10	30.68	23.23
归属母公司净利润	76.63	248.18	348.66	460.51	P/B	7.75	6.49	5.39	4.42
EBITDA	205.89	412.91	577.88	742.28	EV/EBITDA	32.79	26.05	18.89	14.15
EPS（元）	0.19	0.57	0.80	1.06					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com