

士兰微 (600460)

推荐 (维持)

毛利率有所下降, 但竞争力不断增强

市场数据

报告日期	2011-3-7
收盘价(元)	22.25
总股本(百万股)	434.08
流通股本(百万股)	404.08
总市值(百万元)	9658.28
流通市值(百万元)	8990.78
净资产(百万元)	1575.91
总资产(百万元)	2532.66
每股净资产	3.63

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1519	2181	2825	3437
同比增长(%)	58.2%	43.6%	29.5%	21.7%
净利润(百万元)	256	325	408	507
同比增长(%)	234.6%	27.1%	25.5%	24.2%
毛利率(%)	35.5%	34.3%	33.6%	33.8%
净利率(%)	16.8%	14.9%	14.5%	14.7%
净资产收益率(%)	15.4%	16.4%	17.8%	18.9%
每股收益(元)	0.59	0.75	0.94	1.17
每股经营现金流(元)	0.70	0.63	0.79	1.10

相关报告

《士兰微: 收入结构改变, 分立器件新品上量——2010 年 3 季报点评》2010-10-25
 《士兰微: 政府补助计入递延收益, 增加当期盈利——获得政府补助点评》2010-9-1
 《增发顺利过会, LED 业务持续增长可期》2010-8-11

分析师 刘亮

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

SAC:S0190209030141

联系人: 楼鸿强

021-3856 5937

louhq@xyzq.com.cn

联系人: 韩林

021-38565605

hanlin@xyzq.com.cn

投资要点

事件:

公司 3 月 8 日发布 2010 年年报, 公司营业收入 15.2 亿, 同比增长 58.23%, 归属于上市公司股东净利润 25586 万, 同比增长 234.6%, 经营活动产生的现金流量净额 30388 万, 同比增长 137.6%, 摊薄后每股收益 0.59 元, 与我们预期基本一致(我们预计为 0.60 元)。2010 年利润分配方案为每 10 股派发现金股利 0.6 元。

点评:

- 2010 年, 公司集成电路收入 60766 万, 同比增长 37%, 分立器件收入 51317 万, 同比增长 67.4%, LED 芯片收入 39215 万, 同比增长 94.2%。总体上, 公司收入符合我们预期。我们认为, 2010 年的高增长主要有三个方面原因: 1) 下游需求不错, 主要得益于全球半导体产业转移和进口替代; 2) 公司技术积累到了一定程度, 新产品大规模上量; 3) 公司顺势扩产, LED 芯片产能和分立器件、集成电路产能都有所扩大。
- 分季度看, Q1 至 Q4 收入分别为 3 亿、4 亿、4.13 亿、4.05 亿, 2 季度开始收入就稳定在 4 亿以上, 4 季度环比仅下滑 2%, 表明公司的产品很受市场欢迎、很有竞争力, 开工率维持在比较高的水平。目前公司的半导体制造产能大约一个月 12.5 万片(主要是 5 寸片和 6 寸片), 公司还在进一步扩产, 预计今年年底可以达到 18 万片/月。我们乐观看待公司未来的开工率, 主要理由还是全球半导体产业转移和进口替代。

- 2010 年公司综合毛利率 35.48%，其中，Q1 至 Q4 的综合毛利率分别为 32.5%、36.5%、37.3%、34.8%。分业务来看，集成电路 Q1 至 Q4 毛利率分别为 24.6%、32.4%、31.6%、27%；分立器件 Q1 至 Q4 毛利率分别为 31.6%、27.8%、33.3%、37.1%；LED 芯片 Q1 至 Q4 毛利率分别为 47.9%、50.1%、50.4%、43.4%。4 季度集成电路和 LED 芯片毛利率大幅下降，分立器件毛利率强势提升。我们认为，毛利率下降的主要原因是降价、次要原因是成本上升；分立器件毛利率上升的主要原因是新品放量、次要原因是规模经济性。
- 2010 年公司三项费用合计 26725 万，同比上升 25.12%，其中管理费用 19844 万，同比增长 32.2%，总体上，公司费用控制得比较好。4 季度管理费用 6495 万，环比增加 45%，占收入比达到 16.03%，仍在正常区间。
- 截止 2012 年 12 月 31 日，公司应收账款净额 31958 万，较去年同期增加 19.5%；存货净额 31391 万，较去年同期增加 7.67%；固定资产净额 69100 万，较去年同期增加约 1000 万；在建工程净额 13467 万，较去年同期增加 10629 万。公司资产负债率 34.9%，去年同期为 54.1%，偿债能力大幅提升。
- 2008 年至 2010 年，公司 ROE 分别为 1.88%、9.43%、15.43%。2010 年 ROE 的提升主要靠销售净利率的提高和周转率的上升。

总体而言，公司的竞争力不断增强，尤其是分立器件和 LED 芯片，已经具有良好的市场口碑。我们相信公司会受益于全球半导体产业转移和进口替代，而且在这一长期过程中，公司的市场地位也会不断提高、市场份额不断增加，公司具备长期投资的价值。当然，短期我们需要重视劳动力成本上升风险。我们预计 2011 年至 2013 年摊薄后每股收益为 0.75、0.94、1.17 元，维持“推荐”投资评级。

表、公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	QOQ	2009-12	2010-12	YOY	说明
营业收入	294	300	400	413	405.1	37.9%	960	1519	58.2%	新品放量；顺势扩产
营业成本	199	203	254	259	264.0	32.5%	690	980	42.1%	
毛利	95	98	146	154	141.1	49.2%	270	539	99.6%	毛利率同比大幅上升
销售费用	5	9	9	10	7.2	50.4%	23	35	51.2%	
管理费用	45	39	44	50	64.9	45.4%	150	198	32.2%	
财务费用	9	8	9	9	6.6	-27.5%	40	33	-16.7%	
资产减值	16	3	2	3	5.3	-66.7%	54	14	-74.8%	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-100.0%	0	0	-100.0%	
投资收益	2	15	3	3	0.4	-81.8%	64	21	-66.9%	
营业利润	19	52	81	81	53.4	181.0%	59	268	351.3%	
利润总额	27	54	83	87	69.1	157.3%	79	293	272.7%	
净利润	29	47	72	76	60.5	108.8%	76	256	234.6%	
EPS	0.067	0.109	0.166	0.175	0.140	108.8%	0.176	0.589	234.6%	
销售费用率	1.6%	3.0%	2.3%	2.5%	1.8%	0.2%	2.5%	2.3%	-0.1%	
管理费用率	15.2%	13.0%	11.1%	12.1%	16.0%	0.8%	15.6%	13.1%	-2.6%	
财务费用率	3.1%	2.8%	2.4%	2.2%	1.6%	-1.5%	4.2%	2.2%	-2.0%	
所得税率	-8.8%	13.4%	13.6%	12.2%	10.9%	19.7%	4.0%	12.5%	8.6%	
毛利率	32.2%	32.5%	36.5%	37.3%	34.8%	2.6%	28.1%	35.5%	7.4%	新品放量；规模经济性
净利润率	9.9%	15.8%	18.0%	18.4%	15.0%	5.1%	8.0%	16.9%	8.9%	

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1488	1671	2031	2469
货币资金	668	545	565	687
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	320	513	664	808
其他应收款	9	20	26	32
存货	314	456	597	725
非流动资产	1077	1217	1226	1167
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	167	167	167	167
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	691	855	906	872
在建工程	135	117	84	67
油气资产	0	0	0	0
无形资产	70	62	54	46
资产总计	2565	2888	3257	3636
流动负债	837	838	897	891
短期借款	479	382	324	207
应付票据	34	65	85	103
应付账款	216	327	424	516
其他	108	63	65	66
非流动负债	58	54	54	54
长期借款	7	7	7	7
其他	51	47	47	47
负债合计	895	892	951	945
股本	434	434	434	434
资本公积	645	645	645	645
未分配利润	515	808	1077	1411
少数股东权益	11	11	11	11
股东权益合计	1670	1996	2306	2691
负债及权益合计	2565	2888	3257	3636

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	256	325	408	507
折旧和摊销	125	112	140	159
资产减值准备	-33	53	24	22
无形资产摊销	9	8	8	8
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	33	17	17	14
投资损失	-21	0	0	0
少数股东损益	1	0	0	0
营运资金的变动	117	232	247	227
经营活动产生现金流量	249	274	343	476
投资活动产生现金流量	-144	-242	-150	-100
融资活动产生现金流量	468	-155	-174	-253
现金净变动	573	-122	20	122
现金的期初余额	214	668	545	565
现金的期末余额	787	545	565	687

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1519	2181	2825	3437
营业成本	980	1433	1875	2276
营业税金及附加	11	15	20	24
销售费用	35	52	68	82
管理费用	198	284	367	447
财务费用	33	17	17	14
资产减值损失	14	15	15	15
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	21	0	0	0
营业利润	268	365	462	578
营业外收入	28	20	20	20
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	293	383	480	596
所得税	37	57	72	89
净利润	257	325	408	507
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	256	325	408	507
EPS (元)	0.59	0.75	0.94	1.17

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	58.2%	43.6%	29.5%	21.7%
营业利润增长率	351.3	35.9%	26.7%	25.1%
净利润增长率	234.6	27.1%	25.5%	24.2%
盈利能力(%)				
毛利率	35.5%	34.3%	33.6%	33.8%
净利率	16.8%	14.9%	14.5%	14.7%
ROE	15.4%	16.4%	17.8%	18.9%

偿债能力(%)

资产负债率	34.9%	30.9%	29.2%	26.0%
流动比率	1.78	1.99	2.26	2.77
速动比率	1.37	1.40	1.53	1.88

营运能力(次)

资产周转率	0.70	0.80	0.92	1.00
应收帐款周转率	5.02	5.04	4.51	4.39

每股资料(元)

每股收益	0.59	0.75	0.94	1.17
每股经营现金	0.70	0.63	0.79	1.10
每股净资产	3.82	4.57	5.29	6.17

估值比率(倍)

PE	37.75	29.69	23.66	19.06
PB	5.82	4.87	4.21	3.60

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。