

2011-03-08

电子行业

士兰微 600460.SH

上调

增持

当前价格	22.04 元
目标价格	25.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

赵磊(执业证书编号: S0930510120025)

联系人:

蒯剑

021-22169311

kuaijian@ebsecn.com

业绩略超预期, 上调至增持评级

◇ 事件: 公司公布年报

◆收入和净利润增长略超市场预期

2010 年, 公司实现营业收入 15.2 亿元, 同比增长 58%, 略高于市场预测的 15.1 亿元; 实现归属于母公司股东的净利润 2.6 亿元, 同比增长 235%, 略高于市场预测的 2.5 亿元; 每股收益 0.59 元。

公司拟以 4.3 亿股总股本为基数, 每 10 股派发现金股利 0.6 元(含税), 总计派发现金股利 2,600 万元。

◆高毛利的 LED 业务增长最快

分业务来看, LED 业务的增速最快, 高达 94%, 营业收入达到 3.9 亿元, LED 芯片的月产能已达到 6.5 亿只; 集成电路业务实现营业收入 6.1 亿元, 增长 37%; 分立器件业务营业收入增长 67%, 达到 5.1 亿元。三项业务的毛利率分别为 48%、29%和 33%。

◆毛利率提升和三项费用率降低提高净利率

毛利率上升了 7 个百分点至 35%; 由于营业收入规模的扩大, 管理费用率下降 2.6 个百分点至 13%, 财务费用率下降 2 个百分点至 2.2%, 三项费用率之和降低 4.7 个百分点至 18%。净利率由 8%上升 9 个百分点至 17%。

◆明年的增长主要来自集成电路新产品和 LED 业务

公司已完成了电源管理和功率驱动产品线、混合信号及射频产品线、数字音视频产品线、MCU 产品线等重点新产品的开发计划, 并将在年底前完成高清多媒体处理器芯片的开发, 这些新产品将在今明两年对公司业绩产生较大贡献。子公司士兰集成的芯片月产能在 2010 年底达到 12.5 万片, 预计在 2011 年将提高 44%至 18 万片。公司也将加大功率模块封装领域的投资。

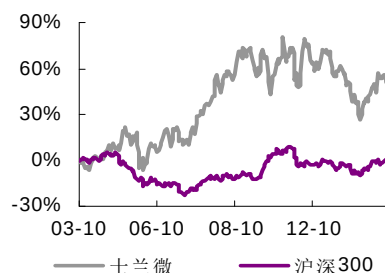
新订购的 8 台 MOCVD 设备将在近期陆续到达, LED 芯片月产能将扩充至 11 亿只以上。封装业务也进展顺利, 产品使用寿命可达五年, 与科锐、日亚等世界先进公司直接竞争, 某些性能甚至由于世界先进水平。

成都半导体厂房预计在 2011 年 9 月底前建成, 虽然不能很快带来业绩, 但将给公司的中长期发展提供先发优势。同时, 公司也将加大在东部地区的投入。

市场数据

总股本(百万股)	434
总市值(百万元)	9,567
流通比例(%)	93.09%
12 个月最高/最低(元)	25.90/12.76
近 3 月日均成交量(百万股)	4.28
主要股东	杭州士兰控股有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.39	-6.40	57.71
绝对收益	11.74	-1.07	60.01

相关报告:

短期业绩风险小, 长期受益于产能转移和 LED 新产品

..... 2010-11-22
业绩如预期大幅增长, 估值压力仍然存在
..... 2010-10-25

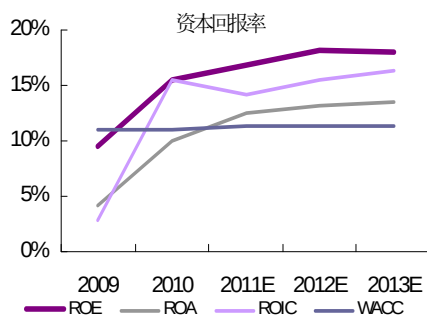
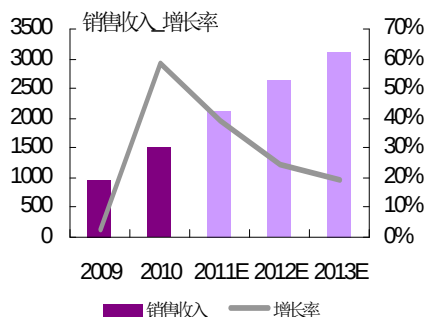
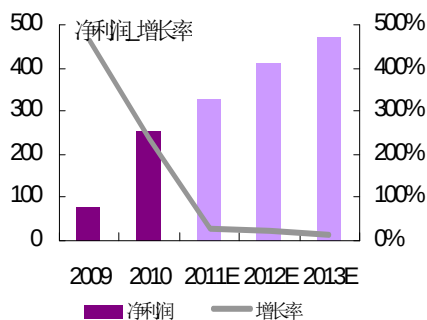
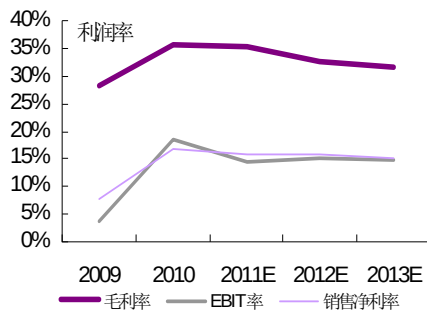
◆ 股价下调相对充分，上调至增持评级

公司股价自 11 月下旬以来已下调 14%，随着今年半导体新产品业绩的释放和 LED 产能的扩充，公司股价有望在未来半年跑赢大盘 5% 以上，上调至增持评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	960	1,519	2,110	2,619	3,117
营业收入增长率	2.87%	58.23%	38.95%	24.10%	19.00%
净利润（百万元）	77	256	330	413	474
净利润增长率	465.11%	233.91%	29.15%	25.07%	14.70%
EPS（元）	0.18	0.59	0.76	0.95	1.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.44%	15.43%	16.83%	18.15%	18.04%
P/E	126	38	29	23	20
P/B	12	6	5	4	4
EV/EBITDA	58	24	31	24	20

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	960	1,519	2,110	2,619	3,117
营业成本	690	980	1,363	1,761	2,130
折旧和摊销	127	125	6	12	19
营业税费	7	11	17	21	25
销售费用	23	35	53	64	76
管理费用	150	198	317	367	421
财务费用	40	33	5	-1	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	64	21	60	60	60
营业利润	59	268	359	454	523
利润总额	79	293	376	470	539
少数股东损益	-1	1	0	0	0
归属母公司净利润	76.63	255.86	330.45	413.29	474.06

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,799	2,565	2,640	3,138	3,498
流动资产	865	1,488	1,542	1,890	2,163
货币资金	214	668	317	393	468
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	267	320	483	617	688
应收票据	67	87	114	158	178
其他应收款	9	9	30	25	31
存货	292	314	535	601	666
可供出售投资	13	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	129	167	173	179	185
固定资产	682	691	762	905	994
无形资产	62	70	51	49	46
总负债	973	895	666	850	860
无息负债	357	369	587	729	827
有息负债	616	526	80	121	33
股东权益	826	1,670	1,974	2,288	2,639
股本	404	434	434	434	434
公积金	133	715	748	790	837
未分配利润	279	515	786	1,059	1,362
少数股东权益	15	11	11	11	11

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	128	304	123	234	331
净利润	77	256	330	413	474
折旧摊销	127	125	6	12	19
净营运资金增加	79	241	276	206	175
其他	-155	-318	-490	-397	-338
投资活动产生现金流	1	-290	4	-101	-46
净资本支出	72	284	50	155	100
长期投资变化	129	167	-6	-6	-6
其他资产变化	-200	-742	-40	-250	-140
融资活动现金流	-96	442	-478	-57	-210
股本变化	0	30	0	0	0
债务净变化	-68	-90	-446	41	-88
无息负债变化	12	12	217	142	98
净现金流	31	454	-351	76	75

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	2.87%	58.23%	38.95%	24.10%	19.00%
净利润增长率	465.11%	233.91%	29.15%	25.07%	14.70%
EBITDA 增长率	29.81%	149.42%	-23.57%	30.33%	18.77%
EBIT 增长率	3424.41%	690.01%	8.48%	28.99%	17.39%
估值指标					
PE	126	38	29	23	20
PB	12	6	5	4	4
EV/EBITDA	58	24	31	24	20
EV/EBIT	264	34	31	24	21
EV/NOPLAT	275	39	36	28	23
EV/Sales	10	6	5	4	3
EV/IC	8	6	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	28.13%	35.48%	35.40%	32.75%	31.67%
EBITDA 率	16.95%	26.72%	14.70%	15.43%	15.40%
EBIT 率	3.70%	18.48%	14.42%	14.99%	14.79%
税前净利润率	8.20%	19.32%	17.79%	17.93%	17.28%
税后净利润率 (归属母公司)	7.98%	16.85%	15.66%	15.78%	15.21%
ROA	4.20%	10.01%	12.52%	13.17%	13.55%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.44%	15.43%	16.83%	18.15%	18.04%
经营性 ROIC	2.77%	15.45%	14.25%	15.50%	16.31%
偿债能力					
流动比率	0.98	1.78	2.53	2.39	2.70
速动比率	64.92%	140.21%	165.47%	162.74%	186.65%
归属母公司权益/有息债务	1.32	3.15	24.68	18.83	79.02
有形资产/有息债务	2.79	4.72	32.54	25.53	103.80
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.18	0.59	0.76	0.95	1.09
每股红利	0.03	0.06	0.23	0.29	0.33
每股经营现金流	0.29	0.70	0.28	0.54	0.76
每股自由现金流(FCFF)	0.15	-0.33	0.01	0.02	0.35
每股净资产	1.87	3.82	4.52	5.25	6.05
每股销售收入	2.21	3.50	4.86	6.03	7.18

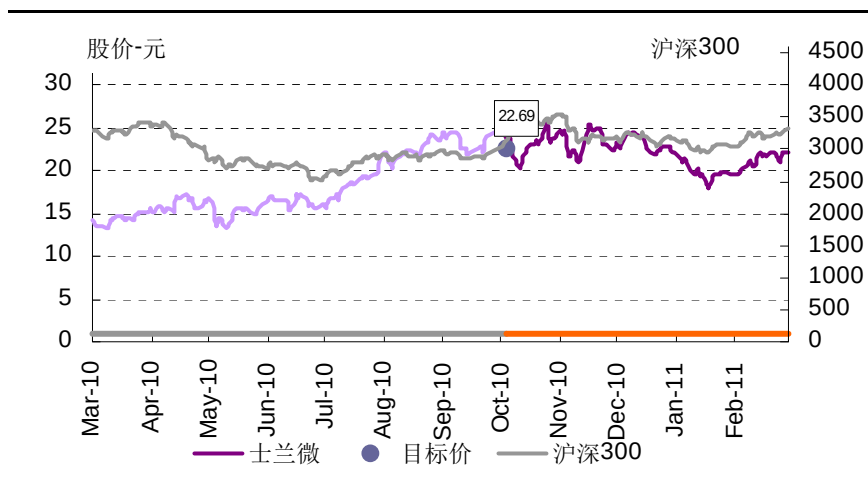
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

士兰微（600460）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-10-11	24.38	22.69	中性
2010-10-25	22.93	22.69	中性
2010-11-22	22.28	26.00	中性

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。