

年报电话调研纪要

给予“买入”评级

收入利润同比大幅增长。公司 2010 年的总收入为 15.19 亿元，同比增长 58.23%；公司的净利润为 2.56 亿，同比增长 234.6%。按照最新股本每股收益 0.59 元。基本符合我们前期的预期。

公司的三大业务——集成电路、分立器件和 LED 均取得较快的发展。其中集成电路业务 6.08 亿元，同比增长 36.95%。分立器件和 LED 分别为 5.13 亿和 3.92 亿，大幅增长 67.42%和 94.21%。集成电路和分立器件一方面受益于行业复苏，另一方面也是功率器件等领域产业转移加速的体现。LED 业务则主要面向显示屏领域，去年由于产能不足的问题，处于供不应求状态，其中公司外延片目前有一半外供。

毛利率情况。三项业务按年计算，毛利率均比去年有所提升，其中集成电路为 29.17%，分立器件和 LED 为 32.86%和 48.06%。但第四季度集成电路毛利率从前三季度的 29.97%降低到第四季度的 26.95%，Led 则从前三季度的 49.66%降低到第四季度的 43.31%。LED 芯片主要面向显示屏，价格下降幅度不大，主要是由于第四季度费用成本有所提高。由于公司 LED 芯片的外延片一半需要外购，2011 年逐步自产后，对毛利率有一个提升的作用。分立器件第四季度毛利率从前几季度的 31.2%提高到 37.12%，主要由于规模效应的影响。2010 年 12 月，士兰集成月产出芯片数量已经达到 12.5 万片，预计 2011 年将提高至 18 万片/月。我们看好功率类分立器件的发展趋势，未来如果其需求高于集成电路，公司也可以切换两者的产能使用，更大的调整到需求好的分支上。

LED 芯片方面 MOCVD 投产情况。2010 年，士兰明芯已将蓝绿光 LED 芯片的生产能力提升至 6.5 亿只(每月)，预计有 8 台 45-55 片 MOCVD 将在 2011 年一季度陆续抵达，加上原来的将达到 16 台设备，由于原来的设备单台产能较小，预计 2011 年芯片产能将提升至 11 亿只(每月)以上。MOCVD 设备达到后有 2-3 个月的调试期才能逐步提高产量。由于公司在蓝绿芯片领域良好的口碑和品牌，下游需求饱满，今年 LED 业务还将维持较高增长。另外士兰明芯子公司杭州美卡乐的封装业务也将逐步提高产能，达到部分产能自我封装，提高产品可靠性质量和品牌影响。

盈利预测与估值。我们预测公司的 2011 年-2013 年的 EPS 分别为 0.85 元、1.08 元和 1.37 元，给予 2011 年 35 倍的 PE，目标价格为 29.86 元，买入评级。

士兰微
600460

维持

买入

分析师：袁 璋

投资咨询执业证书编号：

S0630511010021

联系信息：

021-50586660-8614

yc@longone.com.cn

日期

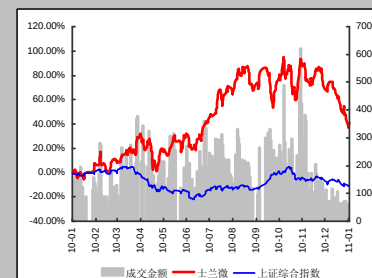
分析：2010 年 03 月 10 日

价格

当前市价：21.19 元

半年目标：29.86 元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.59	0.85	1.08	1.37
PE	36.0	24.8	19.6	15.5
PB	5.5	4.8	4.1	3.4

注：EPS为最新股本摊薄后数据

图 1. 2006-2010 年公司分项收入情况

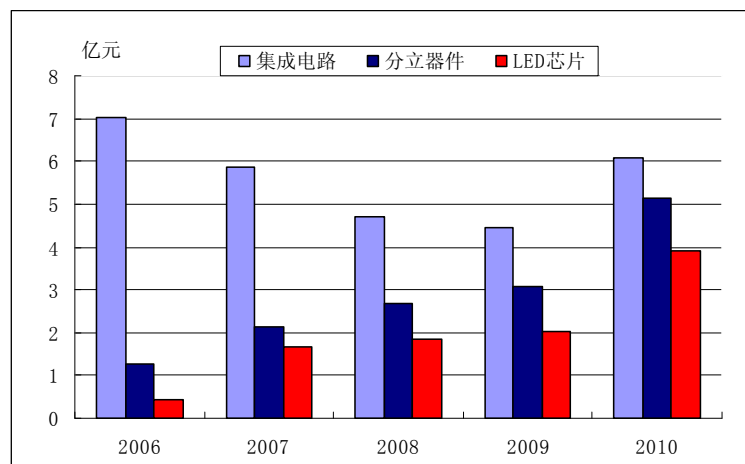


图 2. 2006-2010 年公司分项毛利率情况

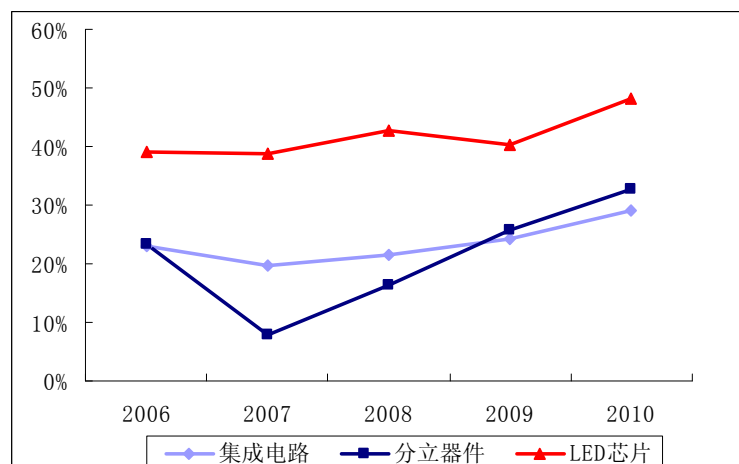


表 1. 分项收入和毛利率假设 (百万元)

收入	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
集成电路	587.4	469.4	443.7	607.7	680.6	762.3	853.8
增速		-20.1%	-5.5%	37.0%	12.0%	12.0%	12.0%
器件	214.7	267.7	306.5	513.2	718.5	1005.9	1408.2
增速		24.7%	14.5%	67.4%	40.0%	40.0%	40.0%
LED	167.8	182.8	201.9	392.1	607.8	850.9	1191.2
增速		8.9%	10.5%	94.2%	55.0%	40.0%	40.0%
其他	1.8	11.9	5.7	5	5.5	6.1	6.7
增速		551.2%	-52.1%	-12.1%	10.0%	10.0%	10.0%
总和	971.8	931.7	957.8	1518	2012.4	2625.1	3459.9
增速		-4.1%	2.8%	58.5%	32.6%	30.5%	31.8%
毛利率	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
集成电路	19.7%	21.4%	24.2%	29.2%	27.0%	27.0%	27.0%
器件	7.7%	16.3%	25.6%	32.9%	36.0%	36.0%	35.0%
LED	38.8%	42.8%	40.5%	48.1%	42.0%	40.0%	38.0%
其他				73.0%	45.0%	45.0%	45.0%
综合毛利率					34.8%	34.7%	34.1%

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E	
现金及现金等价物	668	1000	400	400	营业收入	1519	2013	2627	3462
应收款项	416	635	774	1056	营业成本	980	1313	1715	2282
存货净额	314	476	576	797	营业税金及附加	11	15	19	25
其他流动资产	90	77	128	151	销售费用	35	47	60	77
流动资产合计	1488	2188	1878	2404	管理费用	190	256	326	422
固定资产	826	1458	1736	1922	财务费用	33	20	25	30
无形资产及其他	70	68	65	63	投资收益	21	25	23	24
投资性房地产	15	15	15	15	资产减值及公允价值变动	14	16	15	15
长期股权投资	167	205	243	281	其他收入	(36)	(0)	0	0
资产总计	2565	3933	3938	4684	营业利润	268	404	519	664
短期借款及交易性金融负债	519	1464	1017	1113	营业外净收支	25	25	25	25
应付款项	250	406	477	671	利润总额	293	429	544	689
其他流动负债	68	86	113	149	所得税费用	37	58	73	93
流动负债合计	837	1956	1608	1933	少数股东损益	1	1	1	2
长期借款及应付债券	7	7	7	7	归属于母公司净利润	256	370	469	594
其他长期负债	51	55	57	60					
长期负债合计	58	62	64	67	现金流量表(百万元)				
负债合计	895	2018	1672	2000	2010	2011E	2012E	2013E	
少数股东权益	11	12	14	16	净利润	256	370	469	594
股东权益	1659	1902	2252	2668	资产减值准备	(40)	(14)	0	0
负债和股东权益总计	2565	3933	3938	4684	折旧摊销	125	35	51	62
					公允价值变动损失	(14)	(16)	(15)	(15)
					财务费用	33	20	25	30
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(178)	(203)	(190)	(293)
每股收益	0.59	0.85	1.08	1.37	其它	41	15	1	2
每股红利	0.10	0.29	0.28	0.41	经营活动现金流	190	187	316	350
每股净资产	3.82	4.38	5.19	6.15	资本开支	(205)	(635)	(312)	(230)
ROS	17%	18%	18%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	15%	19%	21%	22%	投资活动现金流	(244)	(673)	(350)	(268)
毛利率	35%	35%	35%	34%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	20%	20%	19%	负债净变化	(33)	0	0	0
EBITDA Margin	29%	22%	22%	21%	支付股利、利息	(43)	(127)	(120)	(178)
收入增长	58%	33%	30%	32%	其它融资现金流	660	945	(446)	95
净利润增长	234%	45%	27%	27%	融资活动现金流	508	818	(566)	(82)
资产负债率	35%	52%	43%	43%	现金净变动	454	332	(600)	(0)
息率	0.4%	1.4%	1.3%	1.9%	货币资金的期初余额	214	668	1000	400
P/E	36.0	24.8	19.6	15.5	货币资金的期末余额	668	1000	400	400
P/B	5.5	4.8	4.1	3.4	企业自由现金流	56	(458)	(1)	119
EV/EBITDA	24.5	25.8	19.0	15.3	权益自由现金流	683	470	(469)	189

作者简介

袁琤：电子行业分析师、复旦大学计算机系学士、英国杜伦大学金融投资学硕士，曾在香港电讯盈科、中国外汇交易中心工作，3 年行业工作经验，2007 年 6 月加盟东海证券。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897