

调研快报

LED 芯片进入照明市场, IDM 模式的优势逐步凸显

电子元器件

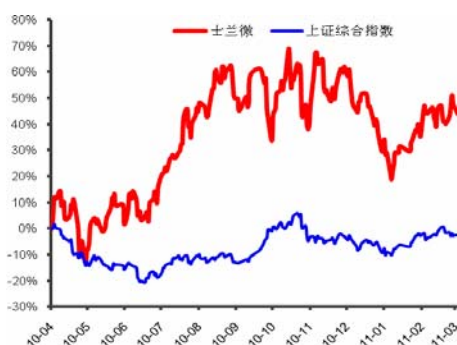
2011 年 04 月 18 日

——士兰微（600460）调研快报

评 级: 推荐

目标价: 23.5-26.9 元

公司最近 52 周走势:



相关报告:

报告作者:

国联证券研究所物联网小组

组长: 韩星南

执业证书编号: S0590210020001

联系人:

熊云彩

电 话: 021-38991500-791

Email: xiongyu@glsc.com.cn

卢文汉

电话: 0510-82833217

Email: luwh@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

事件:

我们于近期调研了士兰微, 调研的信息与观点如下:

点评:

LED 芯片由彩屏市场进入照明市场。之前公司的 LED 芯片主要用于彩屏市场, 是内资中最大的彩屏芯片供应商, 市场份额仅次于日亚和科锐。公司的小功率白光芯片质量上已没问题, 芯片的光效已达 120 流明每瓦, 在商用照明领域已经具备竞争力。目前, 公司在照明市场开始了小批量的供货。

MOCVD 设备陆续到位, 将解决芯片和外延片产能瓶颈。公司在去年订购了 8 台 MOCVD 设备已到了 5 台, 剩下的 3 台也将很快到位。3 月份 LED 芯片的出货量超过 7 亿颗, 预计在 8 月份达到规划的 11 亿颗以上。随着设备的到位, 今年公司外延片的自给率将由 50% 逐步提高到 70%。去年和今年是 LED 行业中芯片产能大幅扩张的两年, 所以芯片的价格在今明两年会有较大幅度的下降。士兰明芯生产的 LED 芯片的质量较高, 价格高于同行约 10%, 而且成本控制要好于同行, 受到价格下降的影响相对较小。

美卡乐定位于高端 LED 封装市场, 意在打造品牌。公司在 2009 年成立美卡乐做 LED 芯片封装, 美卡乐的封装主要是做彩屏产品, 定位是能够与日亚、科锐等世界第一方阵的公司进行竞争。由于定位于高端市场, 封装的价格要远高于国内同行, 公司目的在于打造品牌, 不急于为了收入而降价销售。在封装质量上, 美卡乐的产品与日亚并无差异, 并开始和全球最大的 LED 显示屏厂商达科合作 (之前达科主要与日亚合作)。

成功转型为 IDM 模式, 在芯片制造领域具备独特优势。从半导

体行业的发展历程看：在集成电路领域，由于制造门槛的提高，及技术的快速进步，行业正在 IDM 模式走向行业分工模式，形成 IC 设计、晶圆代工、封装测试三个环节；但是在模拟电路及混合电路领域，仍然是以 IDM 模式为主。公司经过多年的探索，建成了自己独特的制造工艺，并在 5 寸、6 寸芯片制造上有国内最好的工艺，成功转型成 IDM 模式，这为公司后继的发展打下了良好的基础。2010 年，公司建成了功率模块封装线，未来公司的产品将不仅仅是芯片，还有成品，而且完全采用自己的芯片。2011 年 3 月份，公司芯片的月产达到 12.8 万片，预计在年底将达到 18 万片。

集成电路设计产品线不断优化，逐步形成自己的特色。在刚上市时期，公司还完全是一家集成电路设计企业，但是由于公司在早期做的是低端市场，随着国内设计公司越来越多，竞争也越来越激烈，公司这传统领域面临很大挑战。近年来公司不断优化自己的产品线，往高端市场去做，目前在高压驱动、LED 驱动等领域国内只有公司能做，公司研发高清解码芯片预计将在今年年底完成。预计未来两年，这些新的产品线将会有较快的成长。

给予“推荐”评级。预测公司 2011 到 2013 年的 EPS 分别为 0.84 元、1.05 元和 1.26 元。由于 LED 行业的高成长性，且完成了芯片设计与制造一体化的建设，公司在这两个领域已具备先机，我们看好公司长期的成长能力。目前给予 28-32 倍 PE，6 个月目标价为 23.5-26.9 元，给予公司“推荐”评级。

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	959.87	1,518.83	2,089.54	2,840.38	3,689.80	现金	213.69	667.68	600.00	700.00	800.00
YOY(%)	2.9%	58.2%	37.6%	35.9%	29.9%	交易性金融资产	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	689.89	979.96	1,373.04	1,894.63	2,504.57	应收款项净额	342.78	415.59	572.48	778.19	1,010.90
营业税金及附加	7.08	10.76	14.63	19.88	25.83	存货	291.54	313.91	412.72	571.69	761.45
销售费用	23.48	35.49	45.97	59.65	73.80	其他流动资产	16.52	90.32	124.26	168.91	219.42
占营业收入比(%)	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	流动资产总额	864.54	1,487.50	1,709.45	2,218.78	2,791.77
管理费用	150.12	198.44	250.74	340.85	442.78	固定资产净值	697.34	699.64	1,145.76	1,382.19	1,493.05
占营业收入比(%)	15.6%	13.1%	12.0%	12.0%	12.0%	减: 资产减值准备	(15.59)	(8.64)	(14.15)	(17.07)	(18.44)
EBIT	89.30	294.18	402.36	522.59	640.03	固定资产净额	681.75	691.00	1,131.61	1,365.12	1,474.62
财务费用	39.99	33.32	30.15	43.99	51.24	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	4.2%	2.2%	1.4%	1.5%	1.4%	在建工程	28.38	134.67	89.95	129.80	78.21
资产减值损失	(53.63)	(13.54)	(13.50)	(13.50)	(13.50)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	63.80	21.11	10.00	10.00	10.00	固定资产总额	710.13	825.67	1,221.57	1,494.92	1,552.82
营业利润	59.47	268.43	368.71	475.10	585.30	无形资产	62.41	69.87	67.08	64.28	61.49
营业外净收入	19.25	24.98	61.20	61.20	61.20	长期股权投资	128.62	167.31	206.00	244.69	283.38
利润总额	78.72	293.41	429.91	536.30	646.50	其他长期资产	33.75	14.60	14.60	14.60	14.60
所得税	3.13	36.76	64.49	80.44	96.97	资产总额	1,799.45	2,564.95	3,218.70	4,037.27	4,704.06
所得税率(%)	4.0%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	576.18	479.00	728.56	1,002.33	1,015.20
净利润	75.59	256.65	365.43	455.85	549.52	应付款项	261.51	250.39	329.21	456.00	607.37
占营业收入比(%)	7.9%	16.9%	17.5%	16.0%	14.9%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	1.04	(0.80)	(1.17)	(1.46)	(1.76)	其他流动负债	44.87	107.66	140.59	193.82	256.68
归属母公司净利润	76.63	255.86	364.26	454.39	547.76	流动负债	882.56	837.05	1,198.36	1,652.16	1,879.25
YOY(%)	465.1%	233.9%	42.4%	24.7%	20.5%	长期借款	40.00	7.00	7.00	7.00	7.00
EPS (元)	0.19	0.59	0.84	1.05	1.26	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	50.93	51.02	51.11	51.20	51.29
主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	973.49	895.07	1,256.47	1,710.36	1,937.54
成长能力						少数股东权益	14.66	11.15	12.09	13.26	14.67
营业收入	2.9%	58.2%	37.6%	35.9%	29.9%	股东权益	811.30	1,658.73	1,950.13	2,313.65	2,751.86
营业利润	2031.5%	351.4%	37.4%	28.9%	23.2%	负债和股东权益	1,799.45	2,564.95	3,218.70	4,037.27	4,704.06
净利润	465.1%	233.9%	42.4%	24.7%	20.5%						
获利能力						现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	28.1%	35.5%	34.3%	33.3%	32.1%	税后利润	76.63	255.86	364.26	454.39	547.76
净利率(%)	7.9%	16.9%	17.5%	16.0%	14.9%	加: 少数股东损益	-0.50	0.67	0.94	1.17	1.41
ROE(%)	9.4%	15.4%	18.7%	19.6%	19.9%	公允价值变动	53.63	13.54	13.50	13.50	13.50
ROA(%)	4.3%	10.0%	11.3%	11.3%	11.6%	折旧和摊销	0.08	0.00	87.89	113.03	130.02
偿债能力						营运资金的变动	-69.94	-105.02	-172.29	-226.29	-257.32
流动比率	0.98	1.78	1.43	1.34	1.49	经营活动现金流	59.90	165.05	294.30	355.80	435.37
速动比率	0.65	1.40	1.08	1.00	1.08	短期投资	0.36	0.01	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	54.1%	34.9%	39.0%	42.4%	41.2%	长期股权投资	-36.98	-38.69	-38.69	-38.69	-38.69
营运能力						固定资产投资	0.00	-95.05	-500.00	-400.00	-200.00
总资产周转率	53.3%	59.2%	64.9%	70.4%	78.4%	投资活动现金流	-36.62	-133.73	-538.69	-438.69	-238.69
应收账款周转天数	130.35	99.87	100.00	100.00	100.00	股权融资	0.00	576.20	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	152.70	115.65	115.65	115.65	115.65	长期贷款的增加/	0.00	-33.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/ (	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.19	0.59	0.84	1.05	1.26	股利分配	-39.52	-43.14	-72.85	-90.88	-109.55
每股净资产	2.01	3.82	4.49	5.33	6.34	计入循环贷款前融	-39.52	500.06	-72.85	-90.88	-109.55
估值比率						循环贷款的增加/ (	67.31	-1.25	249.56	273.77	12.87
P/E	104.5	33.6	23.6	18.9	15.7	融资活动现金流	-11.73	422.67	176.71	182.89	-96.68
P/B	9.9	5.2	4.4	3.7	3.1	现金净变动额	11.55	453.99	-67.68	100.00	100.00

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。