

证券研究报告

集成电路



分析师 刘亮  
021-3856 5917  
liuliang@xyzq.com.cn  
SAC:S0190209030141

推荐 (维持)

联系人: 韩林  
021-38565605  
hanlin@xyzq.com.cn

士兰微 (600460)

## 稳健中现亮点, 业绩将逐季向好

2011 年 5 月 31 日

## 投资要点

近期我们调研了士兰微, 对公司的主要观点如下:

- **主营业务稳健之中现亮点:** 公司成立之初定位于集成电路设计, 2000 年起公司战略转型, 走 IC 设计和芯片制造并重的发展模式, 此后又成功跨入 LED 芯片制造领域。目前公司立足芯片设计、硅芯片制造、LED 芯片制造三大主业, 2010 年集成电路、器件和 LED 的收入规模分别达到 6.08 亿、5.13 亿和 3.92 亿, 同比均呈现快速增长。三大主业从规模、质量、品牌上都已经成为国内行业领先企业之一, 发展步伐稳健, 目前公司又在功率模块封装和 LED 封装等新的领域加大投入, 并且已经取得一定进展, 成为公司业务上新的亮点。
- **IC 设计新产品占比提高, 毛利率有所提升:** 2010 年公司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 产品线等均完成了重点新产品的开发计划, 2011 年 1 季度集成电路产品毛利率较上年同期增加了 3.34 个百分点, 达到 27.98%, 说明毛利率较高的电路新产品开始上量, 公司提前对产品线进行的调整和布局已经初见成效。公司在 2010 年初立项开发高清多媒体处理器芯片, 计划投资 3000 万, 2010 年已投入 2035 万, 预计 2011 年底前完成研发, 将进一步拓展公司在数字音视频领域的产品应用。
- **新 6 寸线融入现有产线, 硅芯片制造产能逐步释放:** 公司硅芯片产能在 2010 年底达到 12.5 万片/月, 去年从日本富士通购入的 6 英寸线正逐步融入现有产线, 目前产能已经达到 13 万片/月, 且产能利用率保持较高水平。按照富士通 6 寸线的产能和公司目前产能扩充的速度预计, 公司今年下半年硅芯片平均产能将达到 15 万片/月, 年底有望实现 18 万片/月的产能目标。伴随产能扩充的还有工艺制程的进步, 公司目前主流产品采用 0.8 微米工艺制程, 而新 6 寸线设备精度可以达到 0.6 微米, 公司目前已开始进行工艺精度提升方面的前期准备工作, 如果工艺提升顺利完成, 将使公司硅芯片产品在速度、成本、功耗等方面上一个新的台阶, 提升产品竞争力。
- **持续投入功率模块封装, 依托成品提升品牌附加值:** 公司过去分立器件销售以芯片形式为主, 大部分销售给下游的品牌封装企业, 仅少部分封装后以成品形式销售。公司为了未来产业链延伸需要, 以成品销售提升品牌附加值, 2010 年起公司加大了对功率模块封装生产线的投入力度, 累计投资已超 3000 万元。功率模块封装生产线将主要生产高速低功耗 600V 以上多芯片功率模块, 其主要应用于家用设备中变频电机的驱动、电器设备的高效低待机功耗电源、LED 照明和节能灯的高效供电驱动等领域, 市场前景看

好。公司生产的功率模块全部采用自行开发的芯片，包括高压集成电路、IGBT、快恢复二极管等高压功率器件芯片，在成本上也具有优势。功率模块封装生产线已经具备 600 万只/月的产能，今后公司将进一步加大在该领域的投资规模，目前产品通过了部分下游客户的认证，并形成少量订单，该项业务将成为公司未来新的营收增长点。

- **LED 芯片产能提升，外购外延片比例将逐步降低：**公司的 LED 芯片产品定位于彩屏领域，其蓝绿光芯片已经成为国内第一品牌。白光芯片已研发成功，正在客户进行产品认证，今年有望实现产品销售。2010 年公司向 Aixtron 和 Veeco 订购的 MOCVD 设备陆续到货，目前正逐步调试生产，现有蓝绿光产能已经接近 7 亿只/月的水平，未来有望提升至 11 亿只/月以上。1 季度公司 LED 业务毛利率 39.08%，同比下滑了 8.77 个百分点，毛利率下滑幅度较大的主要原因是在新购 MOCVD 尚未形成大量新增产能的情况下，外购外延片的价格和数量与去年同期相比上升较大。目前外延片价格已经有所回落，而随着新设备陆续投产，外延片外购比例将逐步减少，对毛利率回升有正面作用。但鉴于国内外延芯片新增产能将会在今年大量释放，对芯片价格形成一定压力，因此我们认为公司 LED 业务毛利率能否触底回升还需要进一步观察。
- **LED 产业链垂直整合稳步推进，封装业务立足高端：**士兰明芯 2010 年完成对从事 LED 封装的子公司美卡乐 30% 股权的收购，使得美卡乐成为公司全资子公司，2011 年 1 月对美卡乐增资约 3000 万元人民币，显示了公司将 LED 封装做大做强做出品牌的决心。美卡乐立足 LED 彩屏封装，走高端品牌路线，其产品质量向日亚等国外封装大厂看齐，但在成本、价格上具备优势。我们判断，高端品牌的树立需要一定的时间积累，短期内美卡乐对公司业绩增长的贡献可能有限，但对公司跳出低价同质化竞争的红海，另辟蹊径进行产业链垂直拓展，树立士兰明芯高端品牌形象，具有深远影响。
- **成都，再造一个士兰微：**2010 年 11 月公司在成都阿坝工业园成立成都士兰半导体制造有限公司，在西部组建半导体制造基地。成都士兰一期已经开工建设，预计今年 9 月将完成厂房建设。西部地区用工稳定，能源充裕，国家与地方政府的政策支持力度也优于东部，在成都设立新的生产基地，是公司在当前大陆人力和原材料成本持续上涨、制造业竞争力下降大环境下作出的长远布局。半导体生产基地的建设和发展是需要相对较长的过程，短期看，公司将先以小型产线培训人员，产品在本部准备，将成熟产品转移至成都生产，合理控制投资节奏；长期看，成都士兰的规模将不小于东部，相当于在西部再造一个士兰微。
- **盈利预期与投资建议：**公司跨越硅半导体和 LED 两个行业，全球半导体行业在今年将回归正常的稳定增长阶段，行业整体增速将回落至个位数，但金融危机、欧债危机、日本地震等给欧美日国家经济带来的不确定因素为国内半导体企业进口替代、承接产能转移提供了宝贵的窗口期，而 LED 行业处于成长期，未来市场潜力还很大。公司在 IC 设计、硅芯片制造、LED 芯片制造等业务上稳健成长，在功率模块封装和 LED 封装业务上呈现新的亮点，并开始长远布局西部半导体制造基地，整体竞争力不断增强，具备长期投资价值，我们给予公司 2011-2013 年每股收益为 0.73、0.92、1.15 元的盈利预测，维持“推荐”投资评级。

## 附表

**资产负债表**

| 单位: 百万元        | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1488 | 2246  | 2524  | 2943  |
| 货币资金           | 668  | 1142  | 1079  | 1077  |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 320  | 456   | 595   | 766   |
| 其他应收款          | 9    | 20    | 26    | 33    |
| 存货             | 314  | 418   | 548   | 710   |
| <b>非流动资产</b>   | 1077 | 1289  | 1429  | 1530  |
| 可供出售金融资产       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 167  | 146   | 146   | 146   |
| 投资性房地产         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 691  | 948   | 1104  | 1217  |
| 在建工程           | 135  | 117   | 109   | 104   |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 70   | 62    | 54    | 46    |
| <b>资产总计</b>    | 2565 | 3536  | 3953  | 4473  |
| <b>流动负债</b>    | 837  | 920   | 1030  | 1165  |
| 短期借款           | 479  | 500   | 500   | 500   |
| 应付票据           | 34   | 59    | 78    | 100   |
| 应付账款           | 216  | 297   | 388   | 500   |
| 其他             | 108  | 63    | 64    | 66    |
| <b>非流动负债</b>   | 58   | 654   | 654   | 654   |
| 长期借款           | 7    | 7     | 7     | 7     |
| 其他             | 51   | 647   | 647   | 647   |
| <b>负债合计</b>    | 895  | 1574  | 1684  | 1819  |
| 股本             | 434  | 434   | 434   | 434   |
| 资本公积           | 645  | 645   | 645   | 645   |
| 未分配利润          | 515  | 784   | 1061  | 1409  |
| 少数股东权益         | 11   | 14    | 17    | 21    |
| <b>股东权益合计</b>  | 1670 | 1962  | 2269  | 2654  |
| <b>负债及权益合计</b> | 2565 | 3536  | 3953  | 4473  |

**现金流量表**

| 单位: 百万元           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 256  | 315   | 398   | 500   |
| 折旧和摊销             | 125  | 118   | 161   | 199   |
| 资产减值准备            | -33  | 15    | 13    | 16    |
| 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   | 18    | 23    | 23    |
| 投资损失              | -21  | -21   | -21   | -21   |
| 少数股东损益            | 1    | 3     | 3     | 4     |
| 营运资金的变动           | 117  | 209   | 243   | 302   |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 249  | 238   | 334   | 420   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -144 | -300  | -279  | -279  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 468  | 536   | -118  | -143  |
| 现金净变动             | 573  | 474   | -62   | -2    |
| 现金的期初余额           | 214  | 668   | 1142  | 1079  |
| 现金的期末余额           | 787  | 1142  | 1079  | 1077  |

**利润表**

| 单位: 百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1519 | 1981  | 2585  | 3331  |
| 营业成本            | 980  | 1314  | 1722  | 2231  |
| 营业税金及附加         | 11   | 14    | 18    | 23    |
| 销售费用            | 35   | 47    | 61    | 78    |
| 管理费用            | 198  | 258   | 336   | 433   |
| 财务费用            | 33   | 18    | 23    | 23    |
| 资产减值损失          | 14   | 14    | 14    | 14    |
| 公允价值变动          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | 21   | 21    | 21    | 21    |
| <b>营业利润</b>     | 268  | 338   | 432   | 550   |
| 营业外收入           | 28   | 28    | 30    | 30    |
| 营业外支出           | 3    | 3     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 293  | 363   | 459   | 577   |
| 所得税             | 37   | 46    | 58    | 73    |
| 净利润             | 257  | 318   | 401   | 504   |
| 少数股东损益          | 1    | 3     | 3     | 4     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 256  | 315   | 398   | 500   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.59 | 0.73  | 0.92  | 1.15  |

**主要财务比率**

|                | 2010   | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |        |       |       |       |
| 营业收入增长率        | 58.2%  | 30.4% | 30.5% | 28.9% |
| 营业利润增长率        | 351.3% | 26.1% | 27.7% | 27.2% |
| 净利润增长率         | 234.6% | 23.2% | 26.3% | 25.6% |
| <b>盈利能力(%)</b> |        |       |       |       |
| 毛利率            | 35.5%  | 33.7% | 33.4% | 33.0% |
| 净利率            | 16.8%  | 15.9% | 15.4% | 15.0% |
| ROE            | 15.4%  | 16.2% | 17.7% | 19.0% |

**偿债能力(%)**

|       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 34.9% | 44.5% | 42.6% | 40.7% |
| 流动比率  | 1.78  | 2.44  | 2.45  | 2.53  |
| 速动比率  | 1.37  | 1.94  | 1.87  | 1.86  |

**营运能力(次)**

|         |      |      |      |      |
|---------|------|------|------|------|
| 资产周转率   | 0.70 | 0.65 | 0.69 | 0.79 |
| 应收帐款周转率 | 5.02 | 5.11 | 4.92 | 4.90 |

**每股资料(元)**

|        |      |      |      |      |
|--------|------|------|------|------|
| 每股收益   | 0.59 | 0.73 | 0.92 | 1.15 |
| 每股经营现金 | 0.70 | 0.55 | 0.77 | 0.97 |
| 每股净资产  | 3.82 | 4.49 | 5.19 | 6.06 |

**估值比率(倍)**

|    |       |       |       |       |
|----|-------|-------|-------|-------|
| PE | 31.93 | 25.91 | 20.52 | 16.34 |
| PB | 4.93  | 4.19  | 3.63  | 3.10  |

## 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](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控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。