



电子元器件行业研究小组

分析师: 方夏虹 fangxh@ccnew.com

执业证书编号: S0730511010006

联系人: 贾建虎 021-50588666-8037

集成电路先行回暖, LED 稳步扩张

——士兰微 (600460) 年报点评

研究报告-公司点评

增持 (首次)

发布日期: 2012 年 03 月 06 日

报告关键要素:

11 年受行业去库存周期影响, 公司收入增速持续下滑, 盈利能力底部企稳。预计 12 年下游需求回暖, 公司通过新产品开发和垂直整合产业链, 将实现收入增速和盈利能力的双重回升。预测 12-13 年 EPS 为 0.46 元和 0.58 元, 按 2 日收盘价 11.10 元计算, 对应市盈率分别为 24.13 倍和 19.03 倍, 给予 “增持” 评级。

事件:

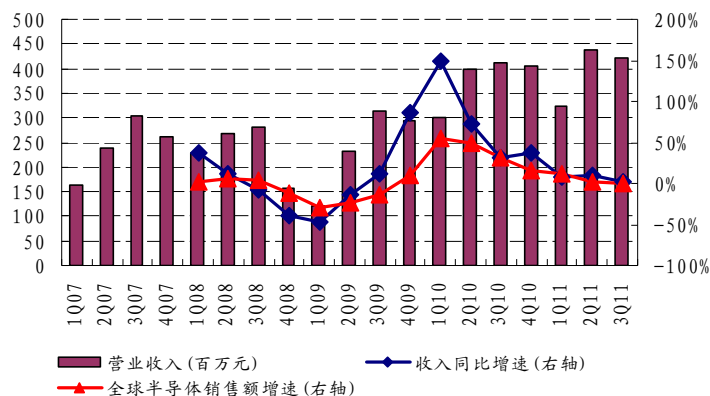
- 士兰微 (600460) 公布了 2011 年年报。11 年公司实现销售收入 15.46 亿元, 同比增长 1.79%, 实现营业利润 1.39 亿元, 同比下降 48.35%, 实现净利润 1.56 亿元, 同比下降 40.11%, 每股收益为 0.35 元。分配预案为每 10 股转增 10 股, 派发红利 1 元 (含税)。

点评:

- 收入增速随行业下滑, 盈利能力开始企稳。11 年 4 季度, 公司实现收入 3.61 亿元, 同比下降 10.84%。公司集成电路、分立器件产品受半导体行业去库存周期影响较大, 11 年 LED 行业也出现产能过剩, 因而公司收入增速自 10 年 1 季度以来持续下滑。预计 12 年 2 季度半导体行业去库存周期将结束, 公司收入增速迎来向上拐点。

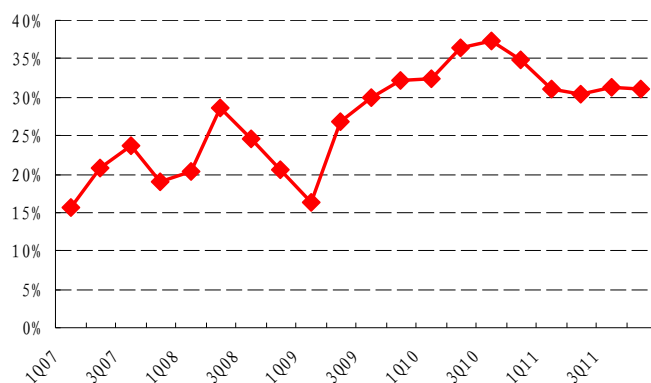
公司产品毛利率出现企稳迹象, 11 年 4 季度综合毛利率为 31%, 同比下降 3.84 个百分点, 但与 11 年前三季度基本持平。11 年公司原材料及人力成本有所上升, 导致毛利率同比下滑, 公司通过垂直整合降低成本, 预计 12 年毛利率将有所回升。

图 1: 07 年-11 年公司单季度收入增速与半导体行业对比



资料来源: 中原证券研究所、公司公告、WSTS

图 2: 07 年-11 年公司单季度毛利率

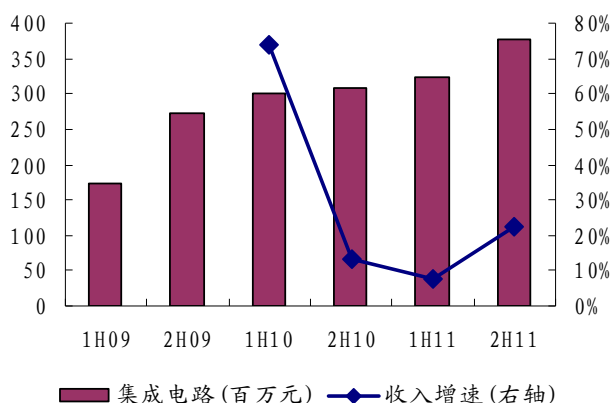


资料来源: 中原证券研究所、公司公告

- 集成电路业务先于行业复苏, 新产品 12 年放量。11 年集成电路收入 6.99 亿元, 同比增长 15%, 优于全球半导体行业 1.3% 的增速; 产品毛利率维持稳定, 11 年下半年为 30.3%, 同比增长 1.12 个百分点。11 年公司完成高清视频解码芯片研发, 未来将应用于高清电视、高清机顶盒、安防等领域, 预计将成为公司新的利润增长点。

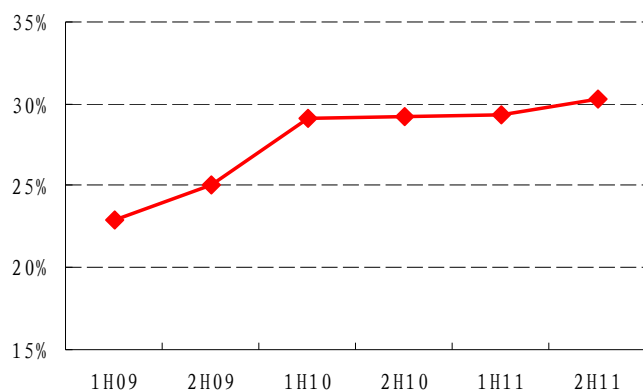
公司集成电路业务坚持IDM（整合设计和制造环节）模式，有利于降低成本。11年子公司士兰集成的芯片产能提升到15.8万片/月，同比增长26.4%，预计12年底提升至18-20万片/月。截至11年底，成都分公司累计投入1.08亿元，投资进度37%，预计12年6月投入生产，届时公司集成电路、分立器件和LED芯片产能将进一步增加，同时人力成本将有所下降。

图 3: 09 年-11 年半年度集成电路收入及增速



资料来源：中原证券研究所、公司公告

图 4: 09 年-11 年半年度集成电路产品毛利率



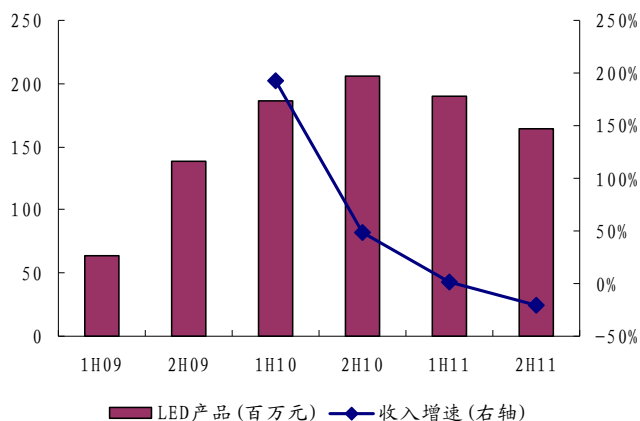
资料来源：中原证券研究所、公司公告

- **公司 LED 芯片稳步扩产并向封装延伸，LED 产品毛利率企稳。**11 年公司 LED 产品收入 3.54 亿元，同比下滑 9.67%，主要是因为行业产能过剩，LED 芯片价格下滑所致。从盈利能力来看，11 年下半年 LED 产品毛利率为 35.31%，同比下降 11.7 个百分点，但与上半年基本持平，已经出现企稳迹象。

11年公司新增8台MOCVD设备，外延片基本实现自给，12年新定购7台设备，预计未来两年逐步投产。与同类公司相比，公司扩张步伐较为稳健，因而11年下半年受行业产能过剩冲击较小，产品毛利率比三安光电高13.7个百分点。

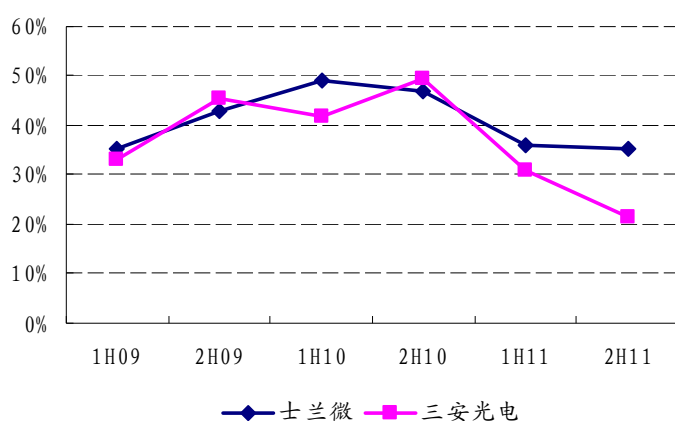
公司垂直整合封装环节，美卡乐品牌实现批量销售，将增加公司产品附加值、增强品牌知名度。此外，LED产品主要原材料蓝宝石衬底价格也从11年初的35美金（2英寸）下滑到年底的8美金，因而预计12年公司LED产品毛利率将有所回升。

图 5: 09 年-11 年半年度 LED 产品收入及增速



资料来源：中原证券研究所、公司公告

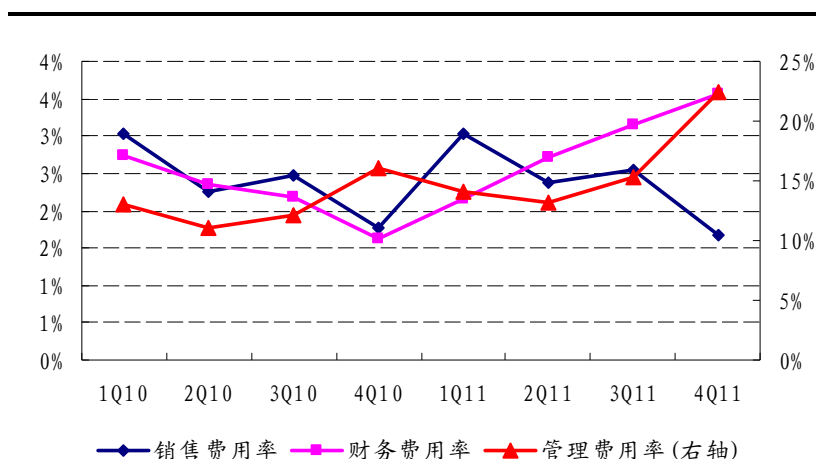
图 6: 09 年-11 年半年度 LED 产品毛利率与三安光电对比



资料来源：中原证券研究所、公司公告

- 预计管理费用率将有所下降，财务费用率维持相对高位。11 年 4 季度，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 1.68%、22.49% 和 3.57%，比去年同期分别变化-0.09、6.46 和 1.94 个百分点。管理费用率上升主要是因为 11 年公司研发支出较多，全年为 1.53 亿元，同比增长 34.8%，随着高清芯片开发完成，预计 12 年管理费用率将有所下降。11 年公司发行 6 亿元债券导致财务费用率上升，预计 12 年财务费用率维持稳定。

图 3：10-11 年各季度公司期间费用率



来源：中原证券研究所、公司公告

- 给予公司“增持”评级。预测 12-13 年 EPS 分别为 0.46 元和 0.58 元（不考虑 12 年后股本转增），按 2 日收盘价 11.10 元计算，对应市盈率分别为 24.13 倍和 19.03 倍，给予“增持”评级。
- 风险提示：新产品市场开拓低于预期，LED 和集成电路行业回暖低于预期。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入（亿元）	15.19	15.46	17.80	21.52
增长比率（%）	58.23%	1.79%	15.11%	20.91%
净利润（亿元）	2.56	1.53	2.02	2.53
增长比率（%）	233.91%	-40.11%	31.62%	25.53%
每股收益（元）	0.63	0.35	0.46	0.58
市盈率（倍）	17.53	31.45	23.89	19.03

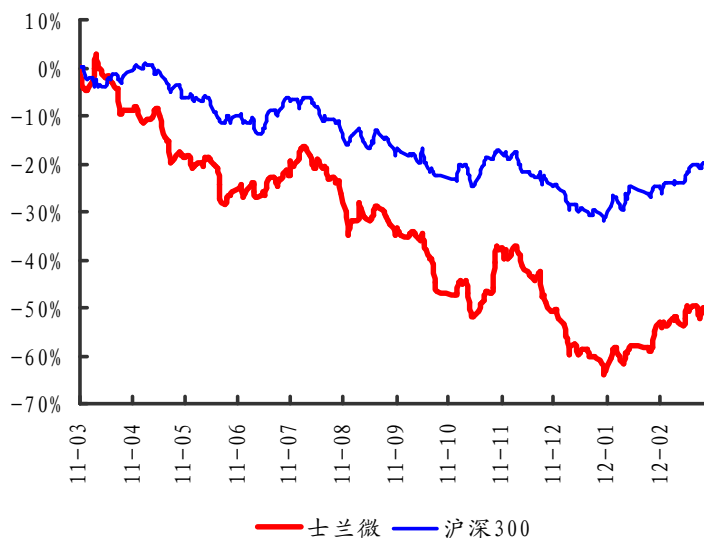
市场数据（2012年3月02日）

收盘价（元）	11.10
一年内最高/最低（元）	22.97 / 7.71
沪深300指数	2679.93
市净率（倍）	2.818
流通市值（亿元）	48.18

基础数据（2011年12月31日）

每股净资产（元）	3.94
每股经营现金流（元）	0.51
毛利率（%）	30.93
净资产收益率（%）	8.96
资产负债率（%）	48.06
总股本/流通股（万股）	43408/43408
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。