

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 jiajh@ccnew.com

021-50588666-8037

研发与制造并重, 三大产品协同发展

——士兰微 (600460) 调研报告

证券研究报告-公司分析

增持 (维持)

发布日期: 2012 年 4 月 20 日

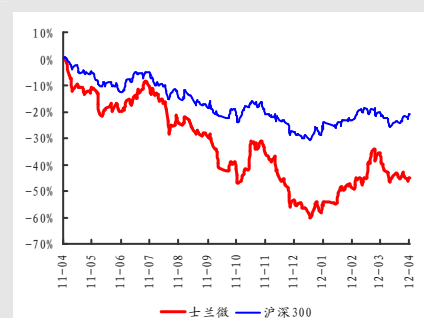
市场数据 (2012 年 4 月 18 日)

收盘价 (元)	11.13
一年内最高/最低 (元)	22.97/7.71
沪深 300 指数	2596.06
市净率 (倍)	2.826
流通市值 (亿元)	48.31

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



相关研究

士兰微 (600460) 年报点评: 集成电路先行回暖, LED 稳步扩张... 12 年 03 月 06 日

联系人: 贾建虎

电话: 021-50588666-8037

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

公司业务集中于半导体领域, 11 年公司多款电源芯片投放市场, 功率模块结合集成电路和器件优势, 市场前景看好。公司 LED 业务稳步扩张, 封装器件实现批量销售, 并积极布局照明芯片领域。

投资要点:

- **公司主要生产各类半导体器件。**细分产品集成电路、分立器件和 LED 芯片三足鼎立, 11 年营收分别为 6.99 亿元、4.84 亿元和 3.54 亿元。
- **我国半导体产业受益产能转移, 设计和制造环节占比增加。**11 年我国集成电路产值为 1572 亿元, 同比增长 9.2%, 高于全球增速。其中设计、制造环节占比明显提高, 11 年分别为 25.3% 和 31%, 比 02 年提高 22.04 和 13.38 个百分点, 产业结构更加合理。
- **公司坚持设计和制造并重的发展模式。**公司具有较强研发实力, 以 BCD 工艺设计的电源芯片具有特色。公司拥有 6 英寸集成电路和器件生产线, 有助于公司缩短新产品研发周期, 降低制造成本并增加库存灵活性。公司积极扩产并在成都开辟生产基地, 预计 12 年底整体产能上升至 18-20 万片/月。
- **围绕半导体技术, 三类产品协同效应明显。**公司结合电源芯片和功率器件产品, 组建 600V 功率模块封装线, 主要应用于电源管理、LED 驱动等热门领域, 市场前景广阔。公司 IC 和半导体器件能够灵活分配产能; 公司积极研发 4 英寸 LED 外延片制造工艺, 量产后 LED 芯片制程也能和半导体器件共享制造设备, 有利于公司提高设备利用率, 降低折旧成本。
- **LED 稳步扩张, 封装器件实现批量销售。**11 年公司新增 8 台 MOCVD 设备逐步达产, 外延片基本实现自给, 下半年 LED 产品毛利率企稳。12 年公司采购 6 台 MOCVD 设备继续增加产能, LED 封装器件也将进一步增加。公司积极研发照明用 LED 芯片, 光效已达 120lm/W。
- **盈利预测和投资建议:** 预计 12-13 年公司 EPS 分别为 0.46 元和 0.58 元, 以 4 月 19 日收盘价 11.01 元计算, 对应市盈率分别为 24.34 倍和 19.31 倍, 维持公司“增持”评级。
- **风险提示:** 新产品市场开拓低于预期, 行业回暖低于预期。

	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	1.98	2.50
增长比率 (%)	233.91%	-40.11%	29.54%	26.04%
每股收益 (元)	0.62	0.35	0.46	0.58
市盈率 (倍)	17.76	31.53	24.34	19.31

目录

1. 公司是半导体领域知名企业	4
1.1. 产品技术含量高、种类齐全	4
1.2. 公司股权结构较分散	4
2. 国内半导体产业蓬勃发展	5
2.1. 智能终端引领全球半导体新一轮增长	5
2.2. 受益产能转移，国内半导体产业高速增长	5
2.3. 国内半导体产业从封装转向制造和设计	6
3. 三大产品线保障长期增长	7
3.1. 业绩伴随半导体行业呈周期波动	7
3.2. 三种产品并重，抵御风险能力较强	7
4. 经营稳健，重视研发	8
4.1. 持续研发投入，管理费用率高位运行	8
4.2. 运营能力和同类型公司相当	9
5. 设计和制造并重,多产品协同发展	10
5.1. 以电源芯片为重点，集成电路旨在跳出红海	10
5.2. 自有制造能力降低生产成本	11
5.3. 围绕半导体技术，产品协同效应显著	12
5.4. LED 稳步扩张，垂直整合封装环节	12
5.5. 成都基地奠定中西部发展基础	13
6. 盈利预测	13
7. 估值和评级	14
8. 风险提示	14
重要声明	16
免责条款	16
转载条款	16

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 11-15 年各类智能终端复合增速预测	5
图 3: 98-12 年全球半导体年销售额及增速	5
图 4: 01 年-10 年国内集成电路的产能及增长率	6
图 5: 02-11 年国内集成电路不同环节产值占比	6
图 6: 00-11 年营业收入及增速	7
图 7: 03-11 年公司盈利能力变化	7
图 8: 05-11 年公司三种产品销售收入	8
图 9: 05-10 年公司三种产品的毛利率	8
图 10: 03-11 年公司期间费用率状况	9
图 11: 03-11 年公司营运效率指标(次)	10
图 12: 03-11 年公司经营现金流及与净利润对比	10
图 13: 公司集成电路业务覆盖设计和制造环节	10
图 14: 09-11 年公司集成电路和器件产能增长	11
图 15: 09 年-11 年半年度 LED 产品毛利率与三安光电对比	12
图 16: 11 年底公司 LED 业务模式和相关子公司	13
表 1: 全球各地区集成电路的产能占比	5
表 2: 11 年公司期间费用率与同类型公司比较	9
表 4: 11 年公司营运指标与同类型公司比较	9
表 5: 10-11 年公司研发投入与同行业相关公司对比	11
表 6: 公司主营产品的收入和毛利预测	14
表 7: 公司 10-11 年市盈率与同类型公司对比	14
表 8: 公司三大报表预测 (单位: 百万元)	15

1. 公司是半导体领域知名企业

1.1. 产品技术含量高、种类齐全

公司业务集中在半导体领域，产品包括集成电路、半导体分立器件和LED三大类，广泛应用于电脑、通讯、消费电子、工业电子、汽车电子和照明等领域，是现代化工业和信息化社会的基础。

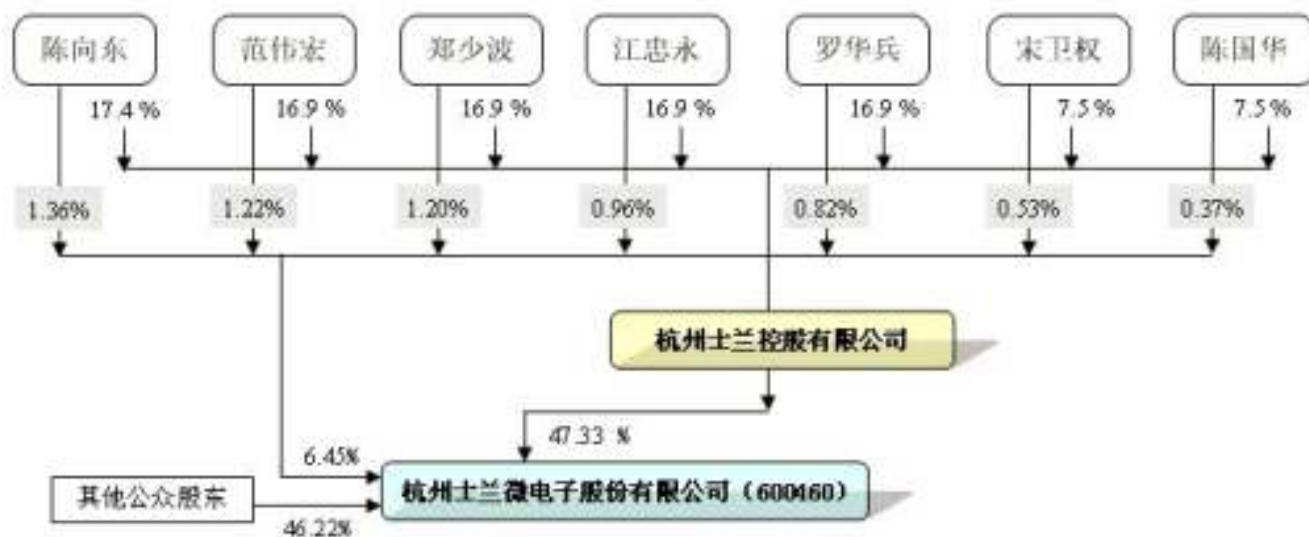
公司的集成电路产品包括电源管理与功率驱动、射频混合信号、MCU 和数字音视频芯片等，其中电源类芯片是近年来发展重点；半导体分立器件包括 IGBT、功率器件等；LED 产品主要包括蓝绿光 LED 芯片和封装器件，应用于 LED 显示屏和 LED 照明领域。

11 年公司实现营业收入 15.46 亿元，同比增长 1.79%，实现净利润 1.56 亿元，同比下降 40.11%。

1.2. 公司股权结构较分散

公司的实际控制人是陈向东，实际控股约 9.6%，其他 6 位创始人持股比例从 3.92%至 9.22%不等。公司股权相对分散，一定程度上导致经营决策较为稳健。

图 1：公司股权结构



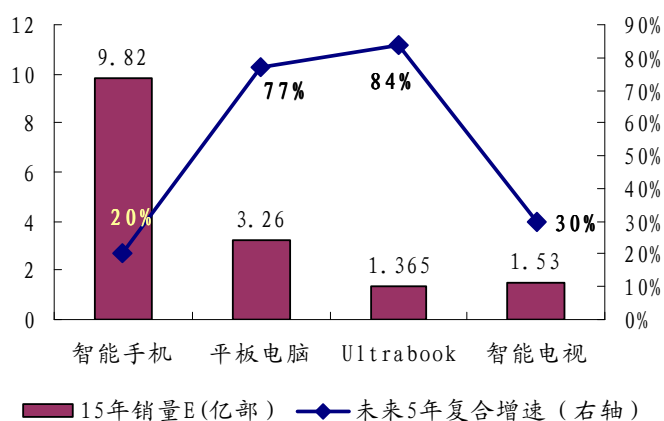
来源：中原证券研究所、公司公告

2. 国内半导体产业蓬勃发展

2.1. 智能终端引领全球半导体新一轮增长

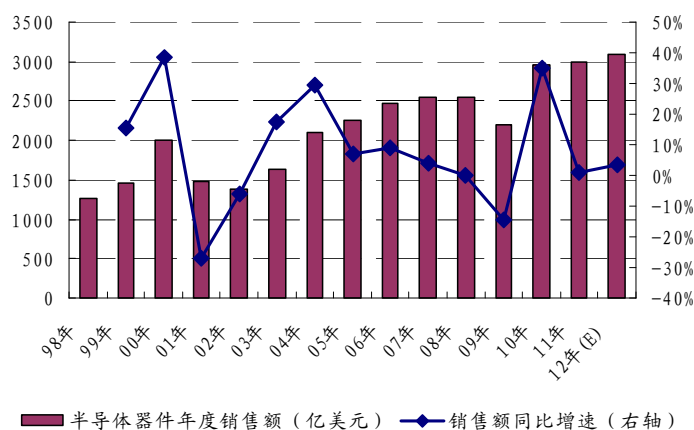
以智能手机、平板电脑为主的智能终端产品正经历高速增长过程，在其带动下，上游半导体产业将进入新一轮长期增长。IDC 等机构预测至 15 年智能手机、平板电脑、Ultrabook 和智能电视的销量将分别达到 9.82 亿部、3.26 亿部、1.37 亿部和 1.53 亿台，5 年复合增速分别为 20%、77%、84% 和 30%。在智能终端拉动下，全球半导体产业将走出 11 年去库存过程并进入较长时间的增长时期，iSuppli 预测 12 年全球半导体销售额将达到 3091 亿元，同比增长 3.3%，13-15 年增速约为 6.6%-7.9%。

图 2：11-15 年各类智能终端复合增速预测



资料来源：中原证券研究所、IDC、iSuppli、DisplaySearch

图 3：98-12 年全球半导体年销售额及增速



资料来源：中原证券研究所、WSTS、iSuppli

2.2. 受益产能转移，国内半导体产业高速增长

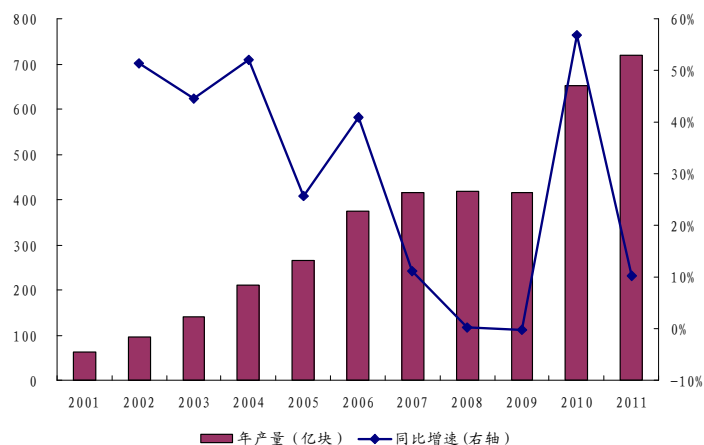
全球半导体器件产能逐步向亚太区转移，我国产能在全球的占比逐年增长。Semi 统计 10 年我国半导体器件产能在全球占比为 7.9%，并预测至 12 年我国占比将达到 9.6%。据中国半导体行业协会统计，11 年我国集成电路的产量是 719.6 亿块，销售额为 1572.2 亿元，同比增长 9.2%，在全球半导体不景气之年，国内半导体产业依然取得较高增长。

表 1：全球各地区集成电路的产能占比

地区	10 年比例	预计 11 年比例	预计 12 年比例
北美	14.5%	14.6%	14.1%
中国	7.9%	8.8%	9.6%
欧洲和中东	9.1%	9.1%	8.5%
日本	23.8%	22.8%	22.1%
韩国	20.3%	19.9%	20.1%
东南亚	5.0%	5.4%	5.7%
台湾	19.3%	19.4%	19.9%

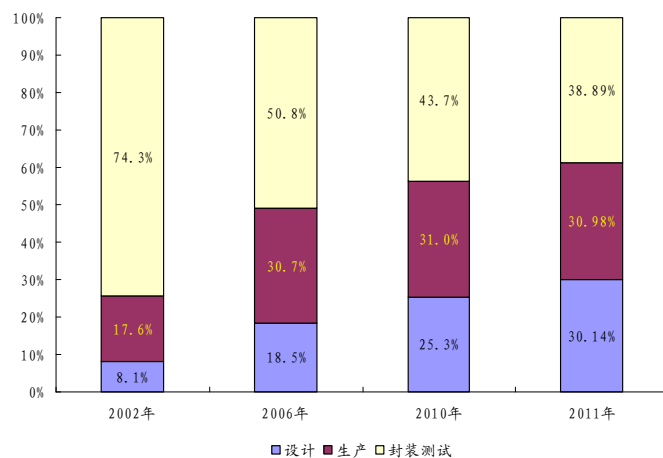
来源：中原证券研究所、Semi

图 4: 01 年-10 年国内集成电路的产能及增长率



资料来源：中原证券研究所、统计局

图 5: 02-11 年国内集成电路不同环节产值占比



资料来源：中原证券研究所、中国半导体行业协会

2.3. 国内半导体产业从封装转向制造和设计

我国集成电路的产业结构正在发生变化,从封装为主逐步转向高附加值的制造和设计环节。11 年我国集成电路设计、制造和封装环节的产值分别为 473.7 亿元、486.9 亿元和 611.6 亿元,在整个行业中的占比分别为 25.3%、31%和 43.7%。相比 02 年,封装环节占比减少了 35.41 个百分点,而设计和制造环节占比分别增加了 22.04 和 13.38 个百分点。

从产业链分工来看,集成电路设计是知识产权的来源,高技术门槛使产品拥有高附加值;制造环节则需要大量资本投入和工艺研发,规模效应明显;封装测试环节的技术门槛和资金门槛相对较低,企业盈利能力也相对较差。我国半导体产业在维持封装环节稳步发展的同时,重点发展设计和制造环节,将使产业链的配置更加合理,并催生自主知识产权的集成电路产品。

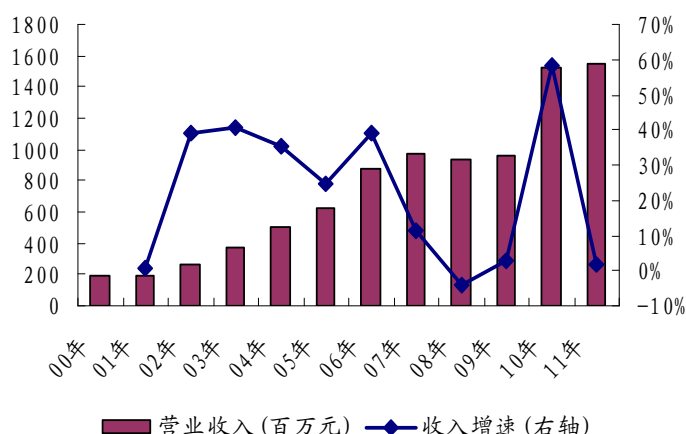
3. 三大产品线保障长期增长

3.1. 业绩伴随半导体行业呈周期波动

11 年公司实现营业收入 15.46 亿元, 同比增长 1.79%, 实现净利润 1.56 亿元, 同比下降 40.11%。受行业周期性影响, 10 年 1 季度以来, 公司收入增速呈逐季下降态势, 与全球半导体销售额变化趋势相同。

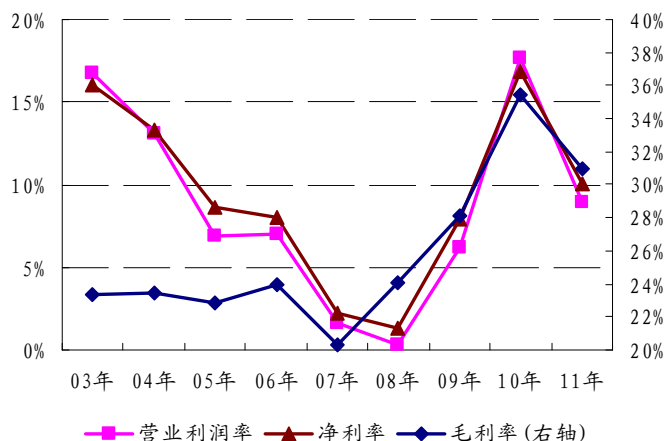
08-10 年半导体行业回暖, 同时公司盈利能力较强的 LED 产品持续高增长, 导致公司盈利能力大幅提升, 10 年营业利润率上升到 17.67% 的历史高点。进入 11 年, 受行业去库存周期影响, 公司产品降价和产能利用率下降导致盈利能力下滑, 11 年毛利率和营业利润率分别为 30.93% 和 8.97%, 同比分别下降 4.55 和 8.7 个百分点。

图 6: 00-11 年营业收入及增速



资料来源: 中原证券研究所、公司公告、WSTS

图 7: 03-11 年公司盈利能力变化



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

3.2. 三种产品并重, 抵御风险能力较强

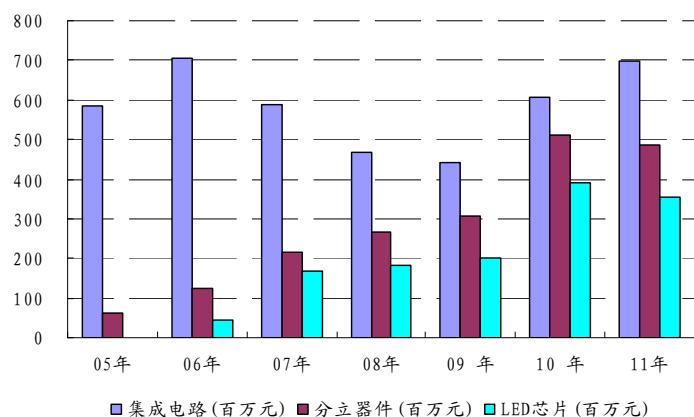
分产品来看, 公司集成电路业务正在走出低谷。10 年以后, 公司重点发展电源和功率芯片, IC 产品重拾升势, 11 年销售额为 6.99 亿元, 同比增长 15%, 优于全球半导体行业 1.3% 的增速。伴随 IC 产品升级, 毛利率呈持续上升态势, 11 年下半年为 30.3%, 同比增长 1.12 个百分点。

分立器件持续稳定增长。公司分立器件以功率器件为重点, 具有较高技术含量, 05 年以来维持稳定增长态势, 11 年销售额达到 4.84 亿元, 6 年平均复合增速约为 40%。分立器件规模效应日益明显, 毛利率自 07 年以来持续上升, 10 年为 32.86%, 但 11 年受行业去库存影响, 公司产能利用率较低, 导致毛利率下滑至 28.79%。

11 年行业产能过剩, LED 业务出现暂时下滑。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

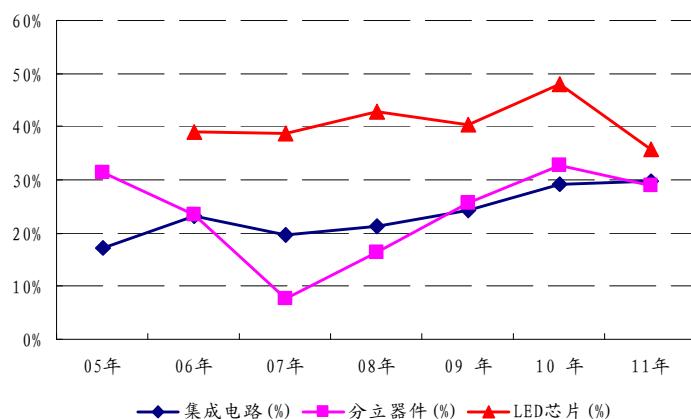
所致。从盈利能力来看，11 年下半年 LED 产品毛利率为 35.31%，同比下降 11.7 个百分点，但与上半年基本持平，已经出现企稳迹象。

图 8：05-11 年公司三种产品销售收入



资料来源：中原证券研究所、公司公告

图 9：05-10 年公司三种产品的毛利率



资料来源：中原证券研究所、公司公告

4. 经营稳健，重视研发

4.1. 持续研发投入，管理费用率高位运行

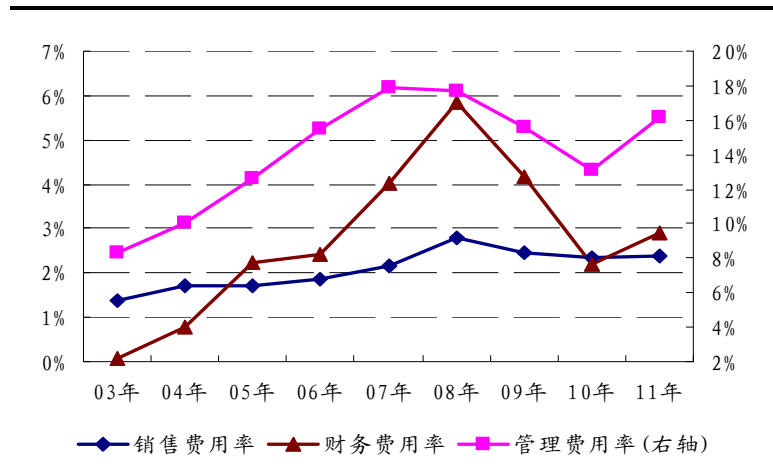
公司销售费用率较低，11 年仅为 2.4%，原因是公司客户主要为下游企业且较为集中。11 年前 5 名客户的销售额为 3.47 亿元，占全部收入的 22.46%，第一大客户杭州友旺电子有限公司是公司的关联企业，11 年向公司采购 1.60 亿元，占公司总收入的 10.35%。

07-10 年公司的管理费用率呈下降趋势，但 11 年回升至 16.14%，同比增长 3.07 个百分点，主要原因有两点：一是公司坚持研发投入，11 年研发支出为 1.53 亿元，占收入比重约为 9.89%；二是公司扩大业务规模，且在成都建设生产基地，导致管理人员增加。

公司财务费用率自 08 年以后呈下降趋势。10 年公司增发完成，募集资金净额 5.75 亿元，11 年公司发行 6 亿元公司债，缓解了资金压力，11 年底长期借款为 2280 万元，维持较低水平。

与同类型公司相比，公司销售费用率与之相当，管理费用率相对较高，主要是因为公司集成电路业务规模较大，产品种类较多，导致研发投入较高。

图 10: 03-11 年公司期间费用率状况



来源：中原证券研究所、公司公告

表 2: 11 年公司期间费用率与同类型公司比较

公司	士兰微	华微电子	苏州固锴	三安光电	乾照光电
销售费用率	2.40%	3.24%	1.80%	0.66%	1.38%
管理费用率	16.14%	13.36%	10.58%	9.82%	11.94%

来源：中原证券研究所、公司公告、Wind

4.2. 运营能力和同类型公司相当

11 年公司存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率分别为 2.68 次、4.75 次和 0.53 次，各运营指标与同类型公司基本相当。

受金融危机影响，08-09 年公司各运营指标出现低谷，10 年则明显回升，11 年受行业去库存周期影响，公司设备开工率较低，运营能力小幅下滑，固定资产周转率为 0.53 次，比 10 年下降 0.17 次。

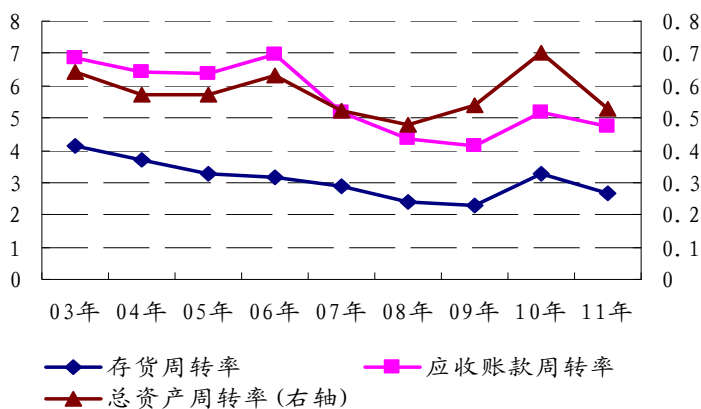
公司运营稳健，现金流充裕。08 年以后，公司经营活动现金流净额维持较高水平，11 年为 2.2 亿元，是公司净利润的 1.41 倍。

表 3: 11 年公司营运指标与同类型公司比较

营运指标	士兰微	华微电子	苏州固锴	三安光电	乾照光电
存货周转率(次)	2.68	3.25	4.85	1.64	1.81
应收账款周转率(次)	4.75	5.20	7.79	6.54	2.15
总资产周转率(次)	0.53	0.35	0.71	0.23	0.21

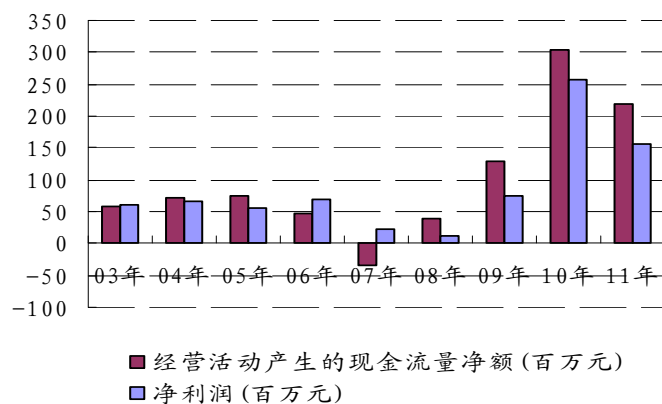
来源：中原证券研究所、公司公告、Wind

图 11: 03-11 年公司营运效率指标(次)



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

图 12: 03-11 年公司经营现金流及与净利润对比

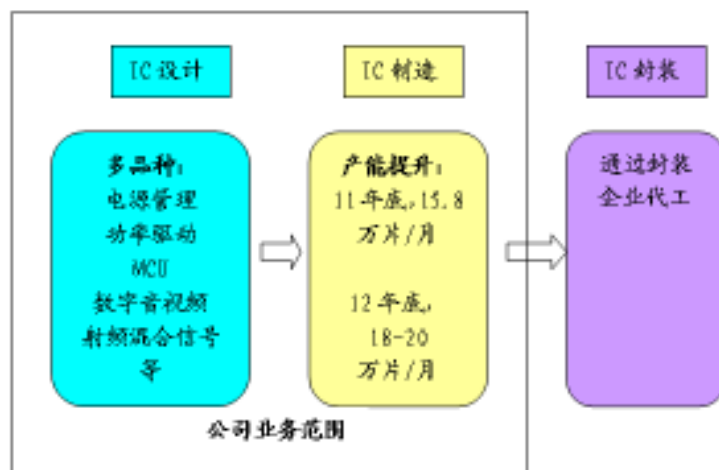


资料来源: 中原证券研究所、公司公告

5. 设计和制造并重, 多产品协同发展

公司坚持 IDM (设计生产一体化) 模式, 拥有集成电路和半导体分立器件的设计和制造能力。设计推动产品性能提升, 逼近国际大厂; 自有制造能力降低成本, 增加库存灵活性。IDM 模式有利于公司在国内中低端 IC 产业整合中胜出。

图 13: 公司集成电路业务覆盖设计和制造环节



来源: 中原证券研究所、公司公告、公开资料

5.1. 以电源芯片为重点, 集成电路旨在跳出红海

公司以中低端集成电路产品起家, 起初主要应用于玩具(具有发声遥控等功能)、音视频播放设备等领域。07 年以后, 该领域面临众多小企业竞争, 市场份额下降导致销售额下滑。

10 年以后, 公司重点发展电源和功率芯片, 主要针对电子产品电源、马达驱动、照明产品驱动等相对高端应用领域, IC 产品重拾升势, 11 年销售额为 6.99 亿元, 同比增长 15%, 优于全球半导体行业 1.3% 的增速。

强大的研发团队和持续研发投入是产品升级保障。11 年公司拥有研发人员 248 名，占全体员工的 32.59%，公司硕士以上学历的人员为 84 名。公司投入大量经费研发新产品，11 年研发费用为 1.53 亿元，占销售收入的 9.89%，明显高于同行业相关公司。

表 4：10-11 年公司研发投入与同行业相关公司对比

公司	项目	10 年	11 年
士兰微	研发投入（百万元）	113.55	152.88
	销售收入（百万元）	1518.00	1545.99
	研发占收入的比重	7.48%	9.89%
华微电子	研发投入（百万元）	-	33.14
	销售收入（百万元）	-	1098.12
	研发占收入的比重	-	3.02%
上海贝岭	研发投入（百万元）	50.28	73.77
	销售收入（百万元）	588.07	600.76
	研发占收入的比重	8.55%	12.28%
乾照光电	研发投入（百万元）	16.42	28.95
	销售收入（百万元）	297.13	376.91
	研发占收入的比重	5.53%	7.68%

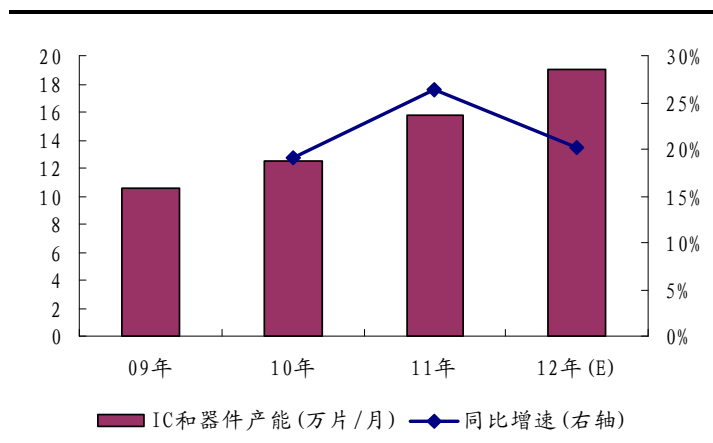
来源：中原证券研究所、公司公告

5.2. 自有制造能力降低生产成本

半导体器件尤其是集成电路的制造工艺极为复杂，技术难度很高。公司经过多年技术积累，掌握了全部制造工艺，拥有 6 英寸集成电路生产线。公司建立了达到国际大厂认可标准的质量管理体系，制造能力位于国内前沿。

公司积极扩产集成电路产能。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。

图 14：09-11 年公司集成电路和器件产能增长



来源：中原证券研究所、公司公告

5.3. 围绕半导体技术，产品协同效应显著

在产品设计方面，公司以功率模块整合电源芯片和功率器件业务，以整体解决方案打开市场。功率模块广泛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，具有良好的市场发展前景。预计12年功率模块量产后，将成为公司开拓新市场的重要产品之一。

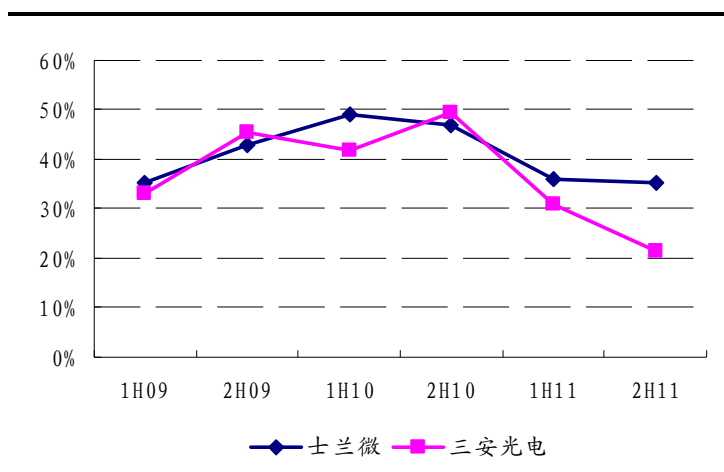
在加工制造方面，公司集成电路和分立器件可以分享部分制造设备，生产线具有调配灵活性，11 年底士兰集成 5-6 寸硅片加工能力上升到 15.8 万片/月。公司积极研发 4 英寸 LED 外延片制造工艺，一旦达到量产水平，也能够部分复用集成电路和分立器件设备，届时公司设备利用率将明显提高，有助于抵御行业周期性波动风险，并降低生产成本。

5.4. LED 稳步扩张，垂直整合封装环节

5.4.1. 外延片自给率提高，毛利率企稳

11 年公司 LED 产品共销售 3.54 亿元，同比下滑 9.67%，毛利率为 35.65%，同比下降 3.43 个百分点。业绩下滑的主要原因有两点：一是公司侧重 LED 芯片制造能力，外延片产能不足，10 年底外延片自给率仅有 40%；二是 11 年 LED 行业过度投资导致产能过剩，LED 芯片价格下滑。

图 15：09 年-11 年半年度 LED 产品毛利率与三安光电对比



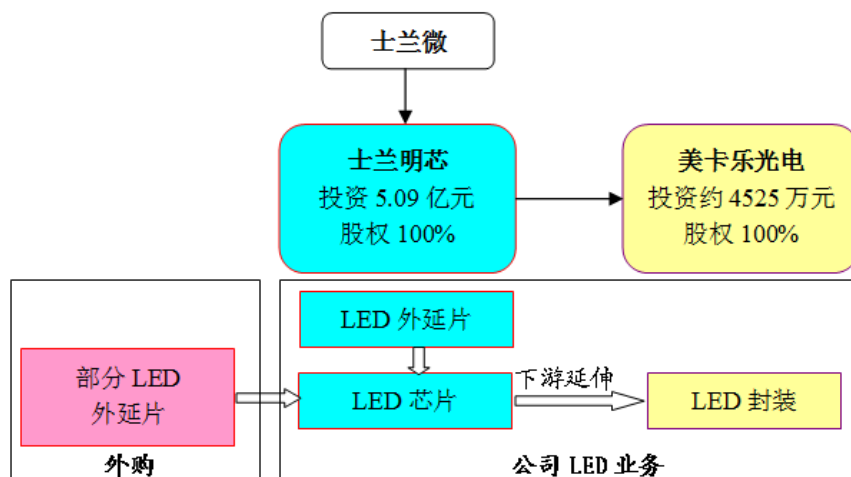
来源：中原证券研究所、公司公告

11 年公司新增 8 台 MOCVD 设备逐步投产，外延片基本实现自给，因而下半年毛利率水平呈现企稳迹象，并优于同类公司。12 年新定购 6 台 MOCVD 设备，预计未来两年逐步投产。与其他 LED 芯片公司相比，公司扩张步伐较为稳健，虽然在生产规模上不具优势，但公司抵御行业波动风险的能力较强。公司积极研发 4 英寸 LED 外延片生产工艺，有望在 LED 技术升级过程中实现赶超。

5.4.2. 垂直整合封装环节、打造自主品牌

公司垂直整合 LED 封装环节，打造品牌，提升产品附加值。10 年子公司士兰明芯完全控股杭州美卡乐光电有限公司，积极提高 LED 封装工艺，并扩大封装规模，11 年美卡乐实现批量销售，将成为公司新的利润增长点。

图 16: 11 年底公司 LED 业务模式和相关子公司



来源：中原证券研究所、公司公告

5.5. 成都基地奠定中西部发展基础

为应对人力成本上升，并贴近中西部市场，成都基地是公司发展重点之一。截至 11 年底，成都基地共投入 1.08 亿元，投资进度 37%，预计 12 年 6 月完成一期厂房和配套设施建设，并投入试生产。

成都基地是公司制造业务向中西部转移的重要基础，将承担集成电路、分立器件和 LED 芯片扩产任务。随着人力密集型的制造环节逐步向成都转移，公司人力成本将有所下降。

6. 盈利预测

12-13 年，预计公司功率模块将带动集成电路和分立器件业务实现较快增长。伴随行业产能过剩局面改善，预计 12 年公司 LED 业务小幅增长，13 年新设备投产后，收入增速将明显提高。

12-13 年，公司高端集成电路产能释放，预计毛利率维持稳定。由于公司 LED 外延片自给率提高，且主要原材料蓝宝石衬底降价，预测 12-13 年 LED 产品降价幅度收窄，公司 LED 产品毛利率将止跌回升。

表 5: 公司主营产品的收入和毛利预测

单位: 百万元

产品	项目	10 年	11 年	12 年(E)	13 年(E)	14 年(E)
集成电路	营业收入	607.66	698.93	838.71	1,006.46	1,157.43
	营业成本	430.38	490.26	595.49	719.62	833.35
	毛利	177.28	208.67	243.23	286.84	324.08
器件	营业收入	513.17	484.50	508.72	585.03	655.24
	营业成本	228.00	344.55	345.00	366.28	421.22
	毛利	285.17	139.94	163.72	218.75	234.01
LED 产品	营业收入	392.15	354.21	425.05	552.57	718.34
	营业成本	203.69	227.95	276.28	364.70	474.10
	毛利	188.46	126.26	148.77	187.87	244.24
其他	营业收入	5.02	6.53	7.05	7.61	8.22
	营业成本	1.33	3.47	4.23	4.57	4.93
	毛利	3.69	3.05	2.82	3.04	3.29
总营业收入		1,518.00	1,544.17	1,779.54	2,151.67	2,539.22
总营业成本		863.40	1,066.24	1,221.00	1,455.16	1,733.61
总毛利		654.60	477.92	558.54	696.51	805.62

来源: 中原证券研究所、公司公告

7. 估值和评级

预计 12-13 年公司的每股收益分别为 0.46 元和 0.58 元(未摊薄), 按 4 月 19 日收盘价 11.01 元计算, 对应市盈率分别为 24.34 倍和 19.31 倍。综合考虑公司研发和制造能力、产能扩大和新产品的市场空间, 给予公司“增持”评级。

表 6: 公司 10-11 年市盈率与同类型公司对比

公司		EPS			股价(元)	PE(倍)		
代码	简称	11 年摊薄	12 年(E)	13 年(E)	4 月 19 日	11 年	12 年(E)	13 年(E)
600460.SH	士兰微	0.35	0.46	0.58	11.01	31.53	24.34	19.31
600360.SH	华微电子	0.15	0.21	0.26	4.77	31.80	22.71	18.35
300046.SZ	台基股份	0.63	0.75	0.87	13	20.63	17.33	14.94
002079.SZ	苏州固锟	0.17	0.24	0.43	11.88	69.88	49.50	27.63
600703.SH	三安光电	0.65	0.68	0.82	11.66	17.94	17.15	14.22

来源: 中原证券研究所、Wind

8. 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。

表 7: 公司三大报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1787.65	1762.28	2041.35	2576.07	营业收入	1545.99	1779.54	2151.67	2539.22
现金	563.74	355.91	451.65	752.97	营业成本	1067.75	1242.28	1510.10	1784.15
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	5.72	7.12	8.61	10.16
应收票据	146.49	160.16	193.65	228.53	销售费用	37.03	40.93	49.49	55.86
应收款项	341.74	430.17	487.07	583.31	管理费用	249.49	284.73	333.51	393.58
存货	483.15	563.50	656.44	758.71	财务费用	45.10	10.43	1.42	-4.47
其他	252.54	252.54	252.54	252.54	资产减值损失	20.26	11.33	8.74	16.27
非流动资产	1529.80	1565.58	1447.65	1332.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	126.09	175.58	189.17	205.27	投资收益	18.07	19.51	21.07	22.76
固定资产	951.29	1052.36	1071.41	950.50	营业利润	138.64	202.24	260.88	306.43
无形资产	95.89	91.86	76.80	64.20	营业外收入	33.10	19.38	17.69	19.11
其他	356.54	245.77	110.28	112.79	营业外支出	3.93	4.24	4.58	4.95
资产总计	3317.5	3327.9	3489.0	3908.8	利润总额	167.81	217.38	273.99	320.59
流动负债	772.78	632.51	580.38	702.73	所得税	12.09	15.67	19.74	23.10
短期借款	327.06	133.62	0.00	0.00	净利润	155.72	201.72	254.25	297.49
应付帐款	230.17	310.57	369.98	428.20	少数股东权益	2.50	3.23	4.07	4.76
预收帐款	2.69	5.64	10.33	8.18	归属母公司净利润	153.22	198.49	250.18	292.73
其他	212.86	182.68	200.07	266.35	EPS (元)	0.35	0.46	0.58	0.67
长期负债	821.46	763.86	722.89	722.89	主要财务比率				
长期借款	22.80	22.80	22.80	22.80		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	798.66	741.06	700.09	700.09	每股指标				
负债合计	1594.24	1396.37	1303.27	1425.62	每股收益	0.35	0.46	0.58	0.67
股本	434.08	434.08	434.08	434.08	每股经营现金	0.51	0.15	0.33	0.47
资本公积金	570.06	570.06	570.06	570.06	每股净资产	3.95	4.41	4.99	5.66
未分配利润	628.86	807.51	1032.67	1296.12	增长率				
少数股东权益	13.58	16.81	20.88	25.64	营业收入增长率	1.79%	15.11%	20.91%	18.01%
所有者权益	1716.18	1914.67	2164.85	2457.58	营业利润增长率	-48.35%	45.88%	28.99%	17.46%
负债及权益合计	3317.5	3327.9	3489.0	3908.8	净利润增长率	-40.11%	29.54%	26.04%	17.01%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	30.93%	30.19%	29.82%	29.74%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	9.91%	11.15%	11.63%	11.53%
经营活动现金流	220.43	67.24	141.85	202.79	ROE	8.93%	10.37%	11.56%	11.91%
净利润	155.72	201.72	254.25	297.49	ROIC	6.81%	8.00%	9.54%	10.91%
资产减值准备	20.26	11.33	8.74	16.27	偿债能力				
折旧摊销	139.62	105.85	119.99	125.24	资产负债率	47.91%	40.02%	33.34%	32.75%
财务费用	45.10	10.43	1.42	-4.47	流动比率	2.31	2.79	3.52	3.67
投资收益	18.07	19.51	21.07	22.76	速动比率	1.69	1.90	2.39	2.59
营运资金变动	0.00	-242.57	-221.47	-208.97	营运能力				
投资活动现金流	-806.71	-107.98	24.64	26.15	资产周转率	0.53	0.54	0.63	0.69
资本支出	0.00	-94.25	0.00	0.00	存货周转率	2.51	2.24	2.34	2.38
其他投资	-806.71	-13.73	24.64	26.15	应收帐款周转率	4.75	4.75	4.82	4.88
筹资活动现金流	439.91	-203.87	-135.04	4.47	估值比率				
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	31.53	24.34	19.31	16.50
其他	439.91	-203.87	-135.04	4.47	PB	2.82	2.52	2.23	1.97
现金净增加额	-146.4	-244.6	31.5	233.4					

来源: 中原证券研究所、公司公告

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：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。