



三大主业齐头并进 增长后劲十足

——士兰微（600460）年报点评

2012年3月6日

推荐/维持

士兰微

财报点评

王玉泉	计算机行业分析师	执业证书编号：S1480510120008
唐敏	电子元器件行业分析师 010-66554040	

事件：

公司公布2011年年报，营业总收入为154,599万元，与2010年基本持平；公司营业利润为13,864万元，比2010年减少48.35%；公司归属于母公司股东的净利润为15,322万元，同比2010年减少40.11%。

公司分季度财务指标：

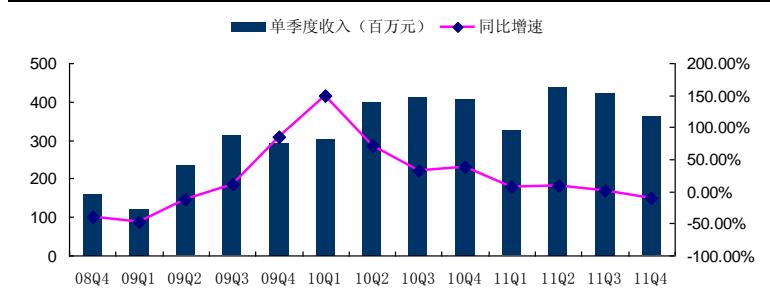
指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	400.21	413.17	405.06	324.01	438.84	421.99	361.16
增长率（%）	72.22%	32.00%	37.86%	7.86%	9.65%	2.13%	-10.84%
毛利率（%）	36.48%	37.32%	34.83%	31.17%	30.28%	31.39%	30.99%
期间费用率（%）	15.71%	16.77%	19.43%	19.28%	18.27%	21.05%	27.74%
营业利润率（%）	20.30%	19.72%	13.19%	13.71%	10.44%	10.41%	1.24%
净利润（百万元）	72.01	76.09	61.53	42.46	43.60	45.93	23.73
增长率（%）	137.73%	150.87%	110.62%	-9.72%	-39.45%	-39.64%	-61.43%
每股盈利（季度，元）	0.178	0.175	0.139	0.097	0.099	0.105	0.052
资产负债率（%）	51.43%	37.21%	34.90%	35.60%	45.63%	46.47%	48.06%
净资产收益率（%）	7.82%	4.78%	3.68%	2.50%	2.56%	2.65%	1.38%
总资产收益率（%）	3.80%	3.00%	2.40%	1.61%	1.39%	1.42%	0.72%

评论：

➤ 收入与2010年持平，单季度同比增速继续下滑

全年实现营业收入15.45亿，比上年略增1.79%。单季度看，四季度同比增速继续下滑至-10.84%。分产品看，集成电路业务收入同比增长15%，器件收入增速为-5.59%，发光二极管增速为-9.67%。收入下降的主要原因是2011年电子景气周期持续下滑，下游需求疲软，分立器件和发光二极管产能利用率较低。

图一：士兰微单季度收入与同比增速



资料来源：公司财报 东兴证券研究所

➤ 毛利率同比下降4.2个百分点，主要受LED产品和器件拖累，但四季度毛利率已经企稳

全年毛利率30.9%，同比下降4.2个百分点，但全年的毛利率与前3季度相比较，已经企稳，未现下降。分产品看，集成电路毛利率29.86%，同比增加了0.69个百分点，分立器件毛利率28.79%，降低了4.07个百分点，LED毛利率35.65%，减少了12.41个百分点。但可喜的是，同前三季度的毛利率相比，全年毛利率未出现下降，说明四季度毛利已经企稳。

分立器件毛利率下降主要原因是，2011年产能利用率低，而公司2011年在该领域有较大的资本支出，固定资产折旧和人力成本负担较大。

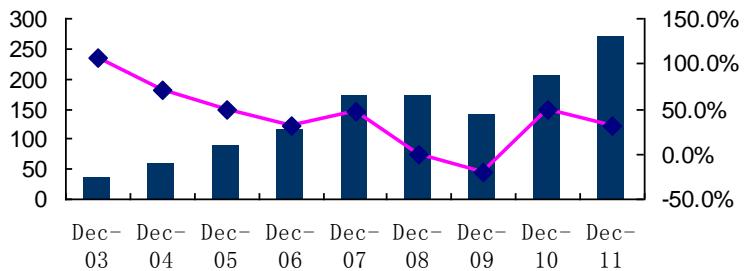
LED毛利率大幅下降主要除了产能利用率较低，固定资产折旧和人力成本上升外，还有一个主要的原因就是2011年LED全行业竞争激烈，公司LED芯片产品大幅下降。

图二 资产折旧变化



资料来源：公司财报 东兴证券研究所

图三 支付工资变化

支付给职工以及为职工支付的现金  同比


资料来源：公司财报 东兴证券研究所

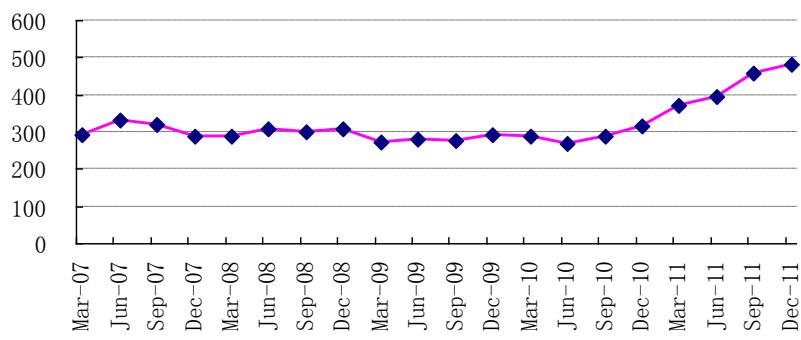
➤ 管理费用率上升了 3.2 个百分点

管理费用率的增长主要来自器件业务和 LED 业务，士兰集成和士兰明芯在 2011 年加大了对新产品和新工艺开发的投入，导致其研发费用增长较快。

➤ 存货增长 53.91%

截止年末，存货增长 53.91%，达到 4.83 亿，主要系公司加大了生产投入和产品储备所致。

图四 公司存货变化

存货 (百万元)


资料来源：公司财报 东兴证券研究所

➤ 2012 年业务亮点

- 1、集成电路业务：公司电源产品已经被一些品牌厂接受，公司功率器件和电源产品线稳步增长。其他三个产品线（混合信号及射频产品线、数字音视频产品线、MCU 产品线）新品对销售增长的贡献还不够明显，但在 2012 年有望形成突破。公司高清多媒体处理器芯片的开发比较顺利，目前高清芯片的产品开发平台已搭建完成，并已完成第一轮 65 纳米多目标流片，测试结果基本符合预期，今后公司将在此基础上进一步开发高清产品
- 2、器件业务，2011 年，士兰集成总生产芯片 146 万片，比 2010 增加了 19.67%。到 12 月，公司产能已经达到了 15.8 万片/月，12 年将提升至 18-20 万片/月。产能比 2011 增加了 50%。同时，公司 11 年完成了封装线的 2 期投资，月封装产能

1500 万只分立器件，功率模块在 12 年进入批量生产，0.5 微米工艺、IGBT、MEMS 等先进器件已经开展研发，取得初步成果。

3、LED 业务，截至 2011 年年底，士兰明芯已将蓝绿光 LED 芯片的生产能力提升至 10 亿只/月，LED 芯片外延设备目前有 16 台，8 台 31 片机设备，另外 2011 年订购的 8 台大型 MOCVD 设备（6 台德国爱思强公司生产的 55 片机和 2 台美国维易科公司生产的 45 片机）已全部投入使用，目前绝大部分规格的外延片都能自己提供。2011 年士兰明芯还向美国应用材料公司订购了 1 台大型 MOCVD 设备，目前这台设备已在进行工艺调试，预计今年 5 月可投入使用。士兰明芯子公司——杭州美卡乐光电有限公司生产的 LED 产品已开始被国外品牌客户批量采用，国内客户也已开始接受。随着外延片自给率的提高和后端封装的投入，将巩固或增强公司的盈利能力。

➤ 盈利预测与投资建议

08 年经济危机之后，公司的资产规模和质量、产品开发和市场拓展都取得了非常大的进展，竞争实力不断增强，行业地位和抗风险能力不断增强。从行业来看，公司三大业务集成电路、分立器件、LED 在 12 年需求逐渐恢复，虽力度较弱，但比 11 年情况要乐观。公司预计 2012 年公司将实现营业总收入 18 亿元左右，成本费用将控制在 16.2 亿元左右。我们预计公司 12-13 年净利润分别为 1.94 亿，2.36 亿，同比增长率为 26.5%、24.5%，对应的 eps 为 0.45 元、0.56 元，对应的 PE 分别为 24.9 倍、20 倍，目前股价合理，考虑到公司存在超预期的业务较多，给予公司“推荐”的评级。

➤ 投资风险

LED 出现恶性竞争，价格下降。

表 1：盈利预测和估值

盈利预测及市场数据	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,546	1,855	2,282	2,693
(+/-%)	1.8%	20.0%	23.0%	18.0%
净利润(百万元)	153	194	241	295
(+/-%)	-40.1%	26.5%	24.5%	22.1%
每股收益(元)	0.35	0.45	0.56	0.68
市盈率(P/E)	31.4	24.9	20.0	16.3
市净率(P/B)	2.8	2.6	2.4	2.2
PEG	17.58	1.24	0.87	0.91

资料来源：公司资料、东兴证券研究所

分析师简介

王玉泉

清华大学计算机博士，2008 年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究，TMT 研究小组组长

联系人简介

唐敏

中科院半导体研究所硕士，两年电子行业从业经验，2010 年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

附表：财务报表预测

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	449	554	728	903	现金及现金等价物	91	283	359	454
营业成本	245	371	433	537	应收款项	135	166	219	271
营业税金及附加	1	1	1	1	存货净额	134	206	230	292
销售费用	22	20	33	40	其他流动资产	9	12	15	19
管理费用	57	55	89	103	流动资产合计	369	666	823	1036
财务费用	9	13	11	10	固定资产	553	779	729	670
投资收益	0	0	0	0	无形资产及其他	58	56	54	52
资产减值及公允价值变动	(5)	0	0	0	投资性房地产	47	47	47	47
其他收入	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0
营业利润	111	94	161	212	资产总计	1028	1548	1653	1806
营业外净收支	4	15	15	15	短期借款及交易性金融负债	234	234	234	234
利润总额	115	109	176	227	应付款项	55	85	95	120
所得税费用	19	9	15	19	其他流动负债	34	47	57	71
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	323	366	386	425
归属于母公司净利润	96	100	161	208	长期借款及应付债券	31	31	31	31
现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E	其他长期负债	36	24	12	1
净利润	96	100	161	208	长期负债合计	67	55	44	32
资产减值准备	3	(5)	0	0	负债合计	391	421	430	457
折旧摊销	43	61	85	96	少数股东权益	0	0	0	0
公允价值变动损失	5	0	0	0	股东权益	638	1127	1224	1349
财务费用	9	13	11	10	负债和股东权益总计	1028	1548	1653	1806
营运资本变动	(107)	(80)	(72)	(90)	关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
其它	37	5	0	0	每股收益	0.49	0.47	0.76	0.98
经营活动现金流	77	81	175	214	每股红利	0.18	0.19	0.30	0.39
资本开支	(220)	(279)	(33)	(35)	每股净资产	3.28	5.31	5.76	6.35
其它投资现金流	0	0	0	ROS	21%	18%	22%	23%	
投资活动现金流	(220)	(279)	(33)	(35)	ROE	15%	9%	13%	15%
权益性融资	35	430	0	0	毛利率	45%	33%	40%	40%
负债净变化	31	0	0	0	EBIT Margin	28%	19%	24%	25%
支付股利、利息	(35)	(40)	(64)	(83)	EBITDA Margin	37%	30%	35%	35%
其它融资现金流	156	0	0	0	收入增长	38%	23%	31%	24%
融资活动现金流	185	390	(64)	(83)	净利润增长率	56%	4%	62%	29%
现金净变动	41	192	77	95	资产负债率	38%	27%	26%	25%
货币资金的期初余额	50	91	283	359	息率	1.1%	1.2%	2.0%	2.6%
货币资金的期末余额	91	283	359	454	P/E	33.4	35.1	21.7	16.8
企业自由现金流	(159)	(200)	138	174	P/B	5.0	2.8	2.6	2.4
权益自由现金流	28	(212)	127	165	EV/EBITDA	21.3	21.6	14.1	11.5

资料来源：公司资料、东兴证券研究所

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好数： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；
- 看淡数： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。