



业绩低于预期，市场已经充分反应

——士兰微 (600460) 2011 年中报点评

2011 年 8 月 8 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: S1480210100001
唐敏	电子元器件行业分析师 010-66554040	

事件:

公司公布 2011 年半年报, 报告期内实现营业收入 76,284 万元, 较去年同期增加 8.88%; 实现营业利润 9,024 万元, 较去年同期减少 32.42%; 实现利润总额 9,543 万元, 较去年同期减少 30.70%; 实现净利润 8,606 万元, 较去年同期减少 27.70%; 实现归属于母公司股东的净利润 8,525 万元, 较去年同期减少 28.66%。

公司分季度财务指标

指标	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入 (百万元)	293.83	300.39	400.21	413.17	405.06	324.01	438.79
增长率 (%)	85.48%	148.99%	72.22%	32.00%	37.86%	7.86%	9.64%
毛利率 (%)	32.19%	32.49%	36.48%	37.32%	34.83%	31.17%	30.28%
期间费用率 (%)	19.93%	18.77%	15.71%	16.77%	19.43%	19.28%	18.27%
营业利润率 (%)	6.47%	17.41%	20.30%	19.72%	13.19%	13.71%	10.44%
净利润 (百万元)	29.21	47.03	72.01	76.09	61.53	42.46	43.60
增长率 (%)	-227.23%	-430.23%	137.73%	150.87%	110.62%	-9.72%	-39.45%
每股盈利 (季度, 元)	0.072	0.117	0.178	0.175	0.139	0.097	0.099
资产负债率 (%)	54.10%	53.25%	51.43%	37.21%	34.90%	35.60%	45.63%
净资产收益率 (%)	3.54%	5.40%	7.82%	4.78%	3.68%	2.50%	2.56%
总资产收益率 (%)	1.62%	2.52%	3.80%	3.00%	2.40%	1.61%	1.39%

评论

- **业绩略低于市场预期。**公司上半年收入 7.6284 亿, 较同期增加 8.88%, 实现归属母公司股东的净利润 8.525 亿元。较去年同期减少 28.66%, 摊薄后每股收益 0.2 元。业绩低于市场年初对公司净利润 30% 增长的预测, 主要原因有几个: 一是 2010 年是电子行业超景气年, 上半年电子行业淡季不淡。而 2011 上半年电子行业恢复到电子行业传统淡季, 日本地震对行业略有影响, 宏观经济运行也比较脆弱, 并没出现需求旺盛的情况。二是公司主营业务分立器件和 LED 业务都面临价格下降和成本上升对的问题。
- **集成电路业务稳健增长, 高清多媒体处理器项目也已取得阶段性成果。**公司上半年集成电路业务收入同比增长 7.62%, 相对 2010 年下半年增长 4.82%。毛利率与 2010 年上半年和 2010 年下半年持平, 为 29.33%, 经营稳健, 毛利率稳定。上半年, 高清多媒体处理器项目也已取得阶段性成果。母公司主要从事芯片设计业务, 大部分业务制造委外代工, 还有一部分有子公司士兰集成制造, 产能约 2.7 万片/月, 占目前士兰集成 13.5 万片/月总产能的 20%。

- 分立器件收入增略低于预期，毛利略有下降，扩产速度慢于规划，产销规模扩大或提升下半年盈利能力。公司分立器件收入 2.48 亿，同比增速为 16.91%，毛利 28.05%，低于 2010 年上半年的 29.62%。毛利下降的原因是经营成本如材料成本、人力成本、运营成本的上升。产能已经达到 13.5 万片/月，比 2010 年年底高出 1 万片/月，其中 2.7 万片用于集成电路制造。虽然略低于预期，但目前已经采取措施加快提升产出进度，计划在年底达到 18 万片的目标，扩张的生产线主要来自于公司在 08 年经济危机以 6000 万低价从富士通购买的生产线。下半年随着产销规模的进一步扩大，预计士兰集成的盈利能力将会得到改善。
- 新产品多芯片功率模块生产线已经开始小批量出货。公司 2010 年投资 3000 多万，未来 2-3 年累计投资 1.35 亿，目前产能 600 万只/月。公司分立器件之前主要以销售未进行封装的芯片为主。由于多芯片高压功率模块组件因其具有较高的功率密度和可靠性、较高的集成度、安装使用便捷等优点，而越来越受到市场的关注，应用的领域也越来越广。士兰微采用芯片设计与制造一体化运行，具有芯片设计、器件结构开发、工艺开发等多个技术平台，公司的控股子公司杭州士兰集成电路有限公司的芯片生产线上完成了高压集成电路、IGBT、快恢复二极管等高压功率器件芯片的开发和生产，公司具备了完全依靠自主开发的电路和器件芯片完成高压功率模块制造、封装的基础。公司做功率模块具备技术优势，不仅可以提升产品的附加值，还可提升公司的品牌。
- LED 收入同比增长 1.92%，低于预期，价格下降和成本上升导致毛利大幅下降，下半年毛利或趋于稳定。公司上半年 LED 收入 1.89 亿，毛利率 35.94%，同比下降了 8 个百分点。毛利下降的原因主要有 3 个。一是公司 led 的下游户外彩屏上半年需求较淡，二是 led 芯片行业竞争加剧，价格下降趋势明显普遍，三是公司 MOCVD 设备交付延迟，公司外购外延片比重加大。产能方面，公司目前已经有 16 台设备，大约是已经投入生产的 8 台 31 片机设备，刚达到的 6 台 55 片 AIXTRON 机设备和 2 台 45 片机 VECO 设备。2 台 VECO 设备已投入运营，3 台 AIXTRON 设备投入试生产，2 台处于调试，1 台处于装机过程。预计到年底公司的芯片产能在 11 亿只/月，目前是 6.5 亿只/月，随着下半年需求的增加，以及 MOCVD 达产后减少外延片的采购，公司芯片产品毛利率或能趋于稳定和提升。另外公司白光小芯片已经通过客户认证，开始小批量出货。公司子公司美卡乐从事高端户外彩屏用 LED 的封装，产能达 1 亿/只月。这些尝试都有助于公司竞争能力和盈利能力的提升。
- 下调盈利预测，市场已经充分反映，维持“推荐”评级。我们下调公司盈利预测，11-12 年 eps 分别由此前的 0.8 元、1.2 元下调至 0.54 元、0.79 元，对应 8 月 8 日的收盘价，pe 分别为 28.6 倍，19.7 倍。我们认为目前的股价已经充分反映了公司行业和公司基本面的变化。2 季度或 3 季度处于公司经营的低点，进入下半年，随着行业需求的增加，公司分立器件和 LED 产能利用率也将逐渐提高，加上新产品的推出，毛利率下降空间有限，因此我们对 12 年经营表现偏乐观，给予 12 年 30 倍 PE，对应的目标股价 23.7 元，给予“推荐”的投资评级。
- 风险：下半年行业景气度低于预期，分立器件和 LED 芯片价格下滑

表 1：盈利预测和估值

盈利预测及市场数据	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,519	1,849	2,393	2,872
(+/-%)	58.2%	21.7%	29.4%	20.0%
净利润(百万元)	256	235	342	459
(+/-%)	233.9%	--	45.6%	34.2%

每股收益 (元)	0.59	0.54	0.79	1.06
市盈率 (P/E)	26.3	28.6	19.7	14.6
市净率 (P/B)	4.1	3.7	3.4	2.9
PEG	0.45	1.32	0.67	0.73
EV/EBITDA	18.2	18.6	14.2	11.4
息率 (%)	0.6%	1.4%	2.0%	2.7%

资料来源：东兴证券

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。

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，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。

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： 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： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。