



LED业务保持高增长，半导体新技术布局未来

——士兰微（600460）调研快报

关注 1：公司半导体业务稳定增长

公司半导体业务包括集成电路和分立器件，营业收入在主营业务占比接近 80%。公司采用 IDM 的经营模式，即设计制造一体化。这种模式虽然投入上较 fabless 要高，但由于自建晶圆厂因此在产品生产上可以做到快速响应，不受晶圆制造厂生产排期的限制。并且，自建晶圆厂使得公司有能力根据自身研发需求安排在研产品的试生产，在提高研发效率的同时对于公司一些前沿技术也起到了保护作用。在制造方面，公司拥有 5 寸和 6 寸线各一条，可以达到 18 万片的年产能，主要负责公司模拟产品的生产。同时，一条 8 寸线也在建设之中，预计未来 2-3 年可以完成，届时公司半导体制造能力将得到进一步提升。公司产品种类繁多，包括传感器、功率驱动、无线射频等市场热门产品，应用领域涵盖从消费电子到工业控制等主要行业，在我国产业信息化不断提升以及集成电路进口替代的背景下，公司半导体业务将继续延续之前的稳健发展。

关注 2：LED 业务进入发展快车道

公司 LED 业务主要包括 LED 芯片和 LED 封装器件。芯片方面，公司拥有 MOCVD 设备 20 台，生产的外延片全部自用，同时公司会根据生产需要外购一部分外延片。公司芯片客户以 LED 屏幕厂商为主，主要应用于 LED 全彩屏产品的生产。封装器件由子公司美卡乐负责生产，以 LED 屏幕应用为主，少部分用于 LED 照明产品。目前 LED 高端显示屏的芯片和封装器件依然由日亚和科锐等国际大厂主导，进口替代空间较大。随着公司 LED 芯片和封装器件的产能释放，相关产品有望延续之前的高增长态势。同时公司半导体业务中与 LED 相关的 LED 驱动电源产品显著增长，该系列产品主要应用于 LED 照明，下游客户包括欧司朗、阳光照明、雷士照明等照明大厂。随着我国 LED 通用照明市场的崛起，预计公司 LED 驱动电源产品也将迎来一个增长高峰期。综合而言，公司 LED 相关业务增速将继续保持在高位运行，并成为公司传统半导体业务之外新的业绩增长点。

关注 3：多种技术储备布局行业未来

公司在研发方面始终与客户保持密切沟通，对未来的市场需求所涉及的相关技术进行研发投入，技术涵盖包括汽车电子、LED、物联网、可穿戴、安防监控等热点领域。先期的技术储备有助于公

2015 年 06 月 08 日

推荐/首次

士兰微

调研快报

张济

010-66554035

zhangji@dxzq.net.cn

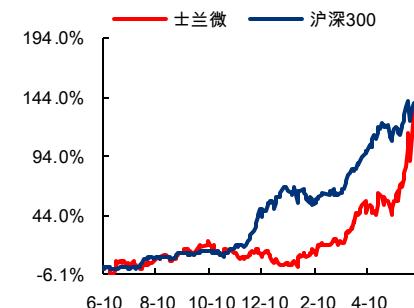
执业证书编号：

S1480515030001

交易数据

52 周股价区间（元）	12.84-5.51
总市值（亿元）	160.14
流通市值（亿元）	160.14
总股本/流通 A 股(万股)	124717/124717
流通 B 股 H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.31

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

公司在新兴产品进入导入期时便可切入产品供应链并与客户建立良好的客情关系, 一旦产品获得市场认可并进入快速增长阶段, 公司能够凭借技术上的先发优势以及坚实的客户基础成为产品零部件的主要供应商之一, 从而分享新兴产品高速增长带来的丰厚收益。

结论:

公司在半导体行业坚持 IDM 的发展模式, 利用自建晶圆厂的优势保证公司的生产和研发效率, 从而通过差异化发展提升公司产品附加值。同时, 随着公司 LED 芯片和封装器件的产能释放以及 LED 照明市场快速增长带来的 LED 驱动电源需求, 公司 LED 业务已经进入发展快车道并将继续保持高增长态势, 并成为公司业绩增长的主要驱动力之一。我们预计公司 2015 年-2017 年的营业收入分别为 22.68 亿元、27.30 亿元和 33.15 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 2.03 亿元、2.37 亿元和 2.79 亿元, 每股收益分别为 0.16 元、0.19 元和 0.22 元, 对应 P/E 分别为 83.89 倍、72.05 倍和 61.02 倍, 首次覆盖给予“推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	2414	2251	2408	2663	2993	营业收入	1638	1870	2268	2730	3315
货币资金	739	487	340	246	133	营业成本	1212	1319	1603	1926	2336
应收账款	466	509	617	742	901	营业税金及附加	11	11	13	16	19
其他应收款	13	17	21	25	30	营业费用	41	49	57	69	84
预付款项	18	17	17	17	17	管理费用	297	359	422	508	617
存货	515	665	808	970	1177	财务费用	64	42	43	45	46
其他流动资产	450	326	326	326	326	资产减值损失	24.99	20.09	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	1720	1767	1860	1935	2003	公允价值变动收益	2.46	-6.11	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	134	104	104	104	104	投资净收益	72.95	52.03	50.00	50.00	50.00
固定资产	973.10	1076.99	1236.53	1366.72	1479.14	营业利润	64	116	159	196	244
无形资产	120	124	111	99	87	营业外收入	67.50	73.15	74.00	74.00	74.00
其他非流动资产	14	4	4	4	4	营业外支出	6.87	4.60	5.00	5.00	5.00
资产总计	4134	4018	4268	4598	4995	利润总额	124	185	228	265	313
流动负债合计	1058	1242	1346	1509	1707	所得税	6	18	22	26	30
短期借款	406	525	563	618	681	净利润	118	167	206	239	282
应付账款	238	299	358	430	522	少数股东损益	3	3	3	3	3
预收款项	2	2	2	2	2	归属母公司净利润	115	164	203	237	279
一年内到期的非	49	18	6	6	6	EBITDA	418	464	312	369	426
非流动负债合计	801	361	361	361	361	361BPS (元)	0.13	0.13	0.16	0.19	0.22
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	598	115	115	115	115		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	1859	1603	1707	1870	2068	成长能力					
少数股东权益	17	16	19	22	25	营业收入增长	21.42%	14.17%	21.26%	20.40%	21.41%
实收资本 (或股)	959	1247	1247	1247	1247	营业利润增长	-207.53%	82.89%	36.66%	23.24%	24.15%
资本公积	503	171	171	171	171	归属母公司净利润	491.51%	41.45%	23.32%	16.21%	17.87%
未分配利润	697	845	967	1109	1277	盈利能力					
归属母公司股东	2257	2399	2541	2707	2902	毛利率 (%)	26.02%	29.46%	29.31%	29.46%	29.53%
负债和所有者权	4134	4018	4268	4598	4995	净利率 (%)	7.21%	8.93%	9.09%	8.77%	8.51%
现金流量表					单位:百万元	ROA (%)	2.79%	4.09%	4.76%	5.15%	5.59%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE (%)	5.11%	6.85%	8.00%	8.74%	9.63%
经营活动现金流	203	267	113	137	123	偿债能力					
净利润	118	167	206	239	282	资产负债率 (%)	45%	40%	40%	41%	41%
折旧摊销	289.87	305.54	109.87	127.82	136.46	流动比率	2.28	1.81	1.79	1.77	1.75
财务费用	64	42	43	45	46	速动比率	1.79	1.28	1.19	1.12	1.06
应收账款减少	0	0	-108	-126	-159	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.44	0.46	0.55	0.62	0.69
投资活动现金流	-341	-72	-170	-170	-170	应收账款周转率	4	4	4	4	4
公允价值变动收	2	-6	0	0	0	应付账款周转率	8.04	6.97	6.91	6.93	6.97
长期股权投资减	0	0	1	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	73	52	50	50	50	每股收益 (最新摊薄)	0.13	0.13	0.16	0.19	0.22
筹资活动现金流	366	-379	-90	-61	-66	每股净现金流 (最新)	0.24	-0.15	-0.12	-0.08	-0.09
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	2.35	1.92	2.04	2.17	2.33
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	91	288	0	0	0	P/E	105.15	105.15	83.89	72.05	61.02
资本公积增加	355	-332	0	0	0	P/B	5.81	7.11	6.71	6.30	5.87
现金净增加额	228	-184	-147	-94	-113	EV/EBITDA	32.15	37.08	55.71	47.49	41.63

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张济

美国哥伦比亚大学和普度大学双硕士, 2013 年加盟东兴证券研究所, 从事电子元器件行业研究。

联系人简介

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，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：

看好评好：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。