

电子组

士兰微(600460.SH) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 32.00元

定增加码产能建设，持续优化产品结构**市场数据(人民币)****公司基本情况(人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,281	7,194	9,703	12,085	15,047
营业收入增长率	37.61%	68.07%	34.88%	24.55%	24.50%
归母净利润(百万元)	68	1,518	1,016	1,453	1,955
归母净利润增长率	365.16%	2145.25%	-33.09%	43.03%	34.59%
摊薄每股收益(元)	0.052	1.072	0.717	1.026	1.381
每股经营性现金流净额	0.11	0.68	0.65	1.08	1.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.96%	23.68%	13.78%	16.57%	18.33%
P/E	485.25	50.57	44.62	31.20	23.18
P/B	9.51	11.97	6.15	5.17	4.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 10月31日，公司召开2022年第四次临时股东大会，通过多项关于公司非公开发行A股股票方案的议案。公司拟非公开发行股票募集资金不超过65亿元，用于士兰集昕36万片/年12寸产能建设项目、SiC功率器件生产线建设项目、汽车半导体封装建设项目（一期）和补充流动资金。

点评

- **三季度业绩：消费电子下游需求疲软，产品结构持续优化。**前三季度下游消费电子、白电需求放缓影响公司营收增速，综合毛利率同比下降7.30 pct，主要系部分消费类产品价格下降，LED芯片产能利用率不足。但是公司在IPM智能功率模块、MEMS传感器、PIM功率模块、SGT-MOS器件成品等产品的带动下，电路和器件成品营收保持较快的增长态势。
- **定增加码产能建设，加快进入电动汽车、新能源等市场。**公司车规级IGBT模块产品获零跑、菱电、比亚迪等客户认可，光伏模块已有部分客户在送样，单管已在出货。公司继续加大对模拟集成电路、功率半导体、MEMS传感器等产品的产线建设，定增加码产能扩充，拟募集39亿元建设一条年产36万片/年12寸功率芯片生产线，用于生产FS-IGBT、TDPMOSFET、SGT-MOSFET功率芯片产品，并且募集30亿元用于汽车半导体封装项目。
- **碳化硅持续积极布局，产品进展顺利。**公司第一代平面栅SiC-MOSFET技术开发已完成，技术性能指标已经达到业内同类器件结构的先进水平，主要可以用于驱动和控制电机的逆变器、车载DC/DC转换器、车载充电器(OBC)等。SiC-MOSFET芯片封装到汽车主驱功率模块上，近期将向客户送样，本次定增项目募集15亿元通过士兰明镓进行SiC功率器件生产线建设，目标在今年年底达到月产2000片6英寸SiC芯片生产能力。

盈利预测与投资建议

- 考虑到下游需求减弱，预计公司2022-2024年归母净利润为10.2、14.5、19.6亿元，同比-33.09%/+43.03%/+34.59%，对应PE为45、31、23倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 车规级产品客户拓展不及预期；产能释放不及预期；新能源汽车整体销量不及预期。

相关报告

- 1.《士兰微事件点评-重申“买入”，首次股权激励绑定员工利益》，2021.11.30

樊志远 分析师SAC执业编号:S1130518070003
 (8621)61038318
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师SAC执业编号:S1130520090004
 liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 分析师SAC执业编号:S1130520080003
 dengxiaolu@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	3,111	4,281	7,194	9,703	12,085	15,047		货币资金	1,082	1,110	2,323	1,966	2,709	3,357
增长率	37.6%	68.1%	34.9%	24.5%	24.5%		应收款项	1,228	1,802	2,483	2,612	3,253	4,050	
主营业务成本	-2,505	-3,317	-4,806	-6,839	-8,417	-10,474	存货	1,422	1,388	1,913	3,305	4,068	5,062	
%销售收入	80.5%	77.5%	66.8%	70.5%	69.6%	69.6%	其他流动资产	80	80	131	109	117	127	
毛利	606	963	2,388	2,865	3,668	4,572	流动资产	3,812	4,380	6,850	7,993	10,147	12,597	
%销售收入	19.5%	22.5%	33.2%	29.5%	30.4%	30.4%	%总资产	42.8%	44.5%	49.6%	50.7%	54.4%	58.0%	
营业税金及附加	-25	-26	-39	-87	-109	-135	长期投资	731	873	1,736	1,736	1,736	1,736	
%销售收入	0.8%	0.6%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	3,571	3,618	4,619	5,295	5,686	6,006	
销售费用	-104	-113	-121	-146	-181	-226	%总资产	40.1%	36.8%	33.5%	33.6%	30.5%	27.6%	
%销售收入	3.3%	2.6%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	289	327	363	751	1,081	1,395	
管理费用	-233	-248	-302	-388	-423	-451	非流动资产	5,101	5,460	6,956	7,785	8,507	9,140	
%销售收入	7.5%	5.8%	4.2%	4.0%	3.5%	3.0%	%总资产	57.2%	55.5%	50.4%	49.3%	45.6%	42.0%	
研发费用	-334	-429	-587	-776	-943	-1,098	资产总计	8,913	9,840	13,806	15,777	18,654	21,737	
%销售收入	10.7%	10.0%	8.2%	8.0%	7.8%	7.3%	短期借款	2,240	2,485	3,105	3,892	4,882	5,438	
息税前利润 (EBIT)	-90	147	1,338	1,467	2,013	2,661	应付款项	893	926	1,438	1,856	2,281	2,831	
%销售收入	n.a	3.4%	18.6%	15.1%	16.7%	17.7%	其他流动负债	253	272	465	654	721	805	
财务费用	-109	-168	-181	-220	-265	-301	流动负债	3,386	3,682	5,008	6,402	7,884	9,074	
%销售收入	3.5%	3.9%	2.5%	2.3%	2.2%	2.0%	长期贷款	486	664	356	356	356	356	
资产减值损失	-91	-135	-96	-67	-16	-20	其他长期负债	803	987	1,333	922	900	861	
公允价值变动收益	18	5	686	0	0	0	负债	4,675	5,333	6,698	7,680	9,140	10,291	
投资收益	7	-4	-75	0	0	0	普通股股东权益	3,379	3,448	6,410	7,369	8,765	10,664	
%税前利润	-5.5%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,312	1,312	1,416	1,416	1,416	1,416	
营业利润	-131	-36	1,735	1,230	1,732	2,340	未分配利润	1,106	1,154	2,513	3,472	4,868	6,767	
营业利润率	n.a	n.a	24.1%	12.7%	14.3%	15.6%	少数股东权益	859	1,059	698	728	748	782	
营业外收支	1	-2	-4	0	0	0	负债股东权益合计	8,913	9,840	13,806	15,777	18,654	21,737	
税前利润	-130	-38	1,731	1,230	1,732	2,340								
利润率	n.a	n.a	24.1%	12.7%	14.3%	15.6%								
所得税	23	15	-213	-185	-260	-351								
所得税率	n.a	n.a	12.3%	15.0%	15.0%	15.0%								
净利润	-107	-23	1,518	1,046	1,473	1,989								
少数股东损益	-122	-90	0	30	20	34								
归属于母公司的净利润	15	68	1,518	1,016	1,453	1,955								
净利率	0.5%	1.6%	21.1%	10.5%	12.0%	13.0%								
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金净流	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	每股指标							
净利润	-107	-23	1,518	1,046	1,473	1,989	每股收益	0.011	0.052	1.072	0.717	1.026	1.381	
少数股东损益	-122	-90	0	30	20	34	每股净资产	2.575	2.628	4.527	5.204	6.190	7.530	
非现金支出	501	600	627	623	674	767	每股经营现金流	0.101	0.111	0.678	0.653	1.076	1.364	
非经营收益	66	149	-316	242	313	364	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.040	0.040	0.040	
营运资金变动	-327	-582	-870	-986	-935	-1,189	回报率							
经营活动现金净流	133	145	960	924	1,524	1,931	净资产收益率	0.43%	1.96%	23.68%	13.78%	16.57%	18.33%	
资本开支	-748	-628	-940	-1,470	-1,380	-1,380	总资产收益率	0.16%	0.69%	10.99%	6.44%	7.79%	8.99%	
投资	-214	-136	-250	0	0	0	投入资本收益率	-1.07%	1.15%	11.01%	10.10%	11.60%	13.12%	
其他	-2	14	-4	0	0	0	增长率							
投资活动现金净流	-963	-750	-1,193	-1,470	-1,380	-1,380	主营业务收入增长率	2.80%	37.61%	68.07%	34.88%	24.55%	24.50%	
股权募资	200	492	1,263	0	0	0	EBIT增长率	N/A	-262.73%	811.29%	9.65%	37.15%	32.23%	
债权募资	604	302	252	470	969	518	净利润增长率	-91.47%	365.16%	2145.25%	-33.09%	43.03%	34.59%	
其他	-53	-121	-62	-281	-370	-420	总资产增长率	9.68%	10.40%	40.31%	14.27%	18.23%	16.53%	
筹资活动现金净流	751	673	1,453	189	599	97	资产管理能力							
现金净流量	-82	59	1,218	-357	743	649	应收账款周转天数	96.3	86.0	74.1	78.0	78.0	78.0	
							存货周转天数	192.0	154.6	125.3	180.0	180.0	180.0	
							应付账款周转天数	98.6	82.2	79.9	70.0	70.0	70.0	
							固定资产周转天数	336.7	258.3	201.4	159.7	128.0	100.8	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	38.77%	45.21%	15.66%	27.87%	26.32%	21.08%	
							EBIT利息保障倍数	-0.8	0.9	7.4	6.7	7.6	8.8	
							资产负债率	52.45%	54.20%	48.51%	48.68%	49.00%	47.34%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	7	17	30	60
增持	1	3	5	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.30	1.23	1.23	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-06-14	买入	42.78	49.40 ~ 49.40
2	2021-08-17	买入	63.57	N/A
3	2021-11-30	买入	59.57	70.20

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402