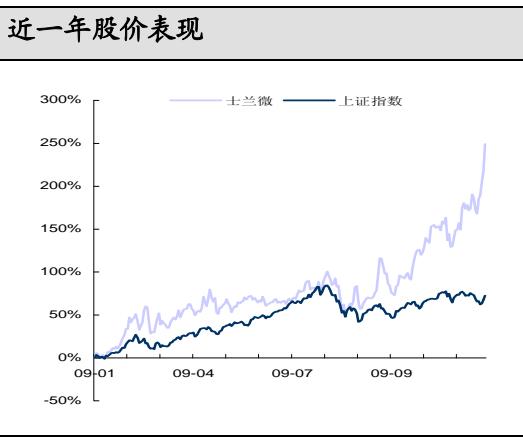


研究员	薄小明 李皓
E-mail:	clark1205@tom.com
电话:	0755 - 83689042
报告日期	2010.1.4

6 个月目标价	15 元
当前股价	12.4 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	3243.76
总股本 (百万)	404.08
总市值 (百万)	5010.59
每股净资产 (元)	1.86
ROE (TTM)	3.34
资产负债率	58.35



相关报告	
1. 士兰微半年报点评: 最坏的时候已经过去	2009-8-10
2. 士兰微调研简报: 稳健经营的 IDM 厂商, 厚积薄发蕴含长期价值机会	2009-9-15
3. 电子元器件行业四季度投资策略: 围绕复苏主体选择股票	2009-10-13
4. 士兰微三季度报点评: 公司投资价值进一步显现	2009-10-31
5. 电子元器件行业 2010 年策略报告: 把握业绩主线, 关注政策性题材机会	2009-12-5

江南金融研究所:	
联系人:	邝野、毛艳琼
联系电话:	0755 - 83778731
地址:	深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室 (518031)

重要事件:

士兰微是国内为数不多坚持 IDM 模式的集成电路设计制造企业, 产品线涵盖电源管理、MCU、LED 芯片等多个领域, 设计能力国内居前。本日, 公司发布非公开发行预案计划募集资金约 6 亿用以扩充 LED 产能, 在此我们做出如下分析:

核心观点:
1. 增发有望突破产能瓶颈, 开启LED产业蓝图

公司 LED 芯片在全彩屏应用市场中占有率国内领先, LED 全彩屏作为新兴户外媒体近年来连续保持 30% 以上的成长性, 而 10 年经济复苏及世博会等多重因素利好使得该市场表现更加值得期待。公司 LED 芯片产能在面对下游旺盛的需求下瓶颈已经浮现。此次增发预案正是为解决这一困境而产生。一旦项目实现, 不仅使得公司摆脱目前部分外延片外购的局面, 还可以为公司芯片产品在向新兴应用领域的演进过程中做好产能贮备, 有利于未来分享 LED 广阔的市场空间。因此本次扩产计划是公司实现 LED 业务做大做强的关键性步骤, 具有非常重要的意义。

2. 高端路线及向价值链下端延展是公司未来维持高盈利能力的保障

LED 芯片价格下降是其应用领域拓展的必要条件, 对此公司已有良好规划予以应对: (1) 坚持走高端芯片的路线, 在保持现有彩屏芯片领先地位的同时伺机向背光源、小功率照明领域芯片演进, 目标群体锁定在商用级及企业级用户之上。(2) 向 LED 价值链下端延展, 逐步涉足封装测试领域, 形成高附加值的产业链集合。通过这两种方式的结合, 我们认为公司在未来维持必要盈利水平实现业绩增长的可能性较大, 也是我们看好公司长期价值的因素之一。

3. IDM 模式是 LED 产线的强力支撑

公司作为国内集成电路领域少数的 IDM 厂商, LED 业务的发展是站立在其芯片设计制造业务的肩膀之上, 具有较高的起点优势。无论是 LED 彩屏还是 LED 照明都离不开高品质驱动芯片的身影, 公司依托多年电源管理类芯片的设计制造能力, 未来可围绕 LED 应用派生出多种的驱动芯片产品, 使得 LED 业务与传统半导体芯片业务之间形成较强的互动效应。公司目前已有的 LED 驱动类产品当中已经可以看到这种有针对性的布局思路, 因此未来该类产品或会给我们更多惊喜。

4. 目前的风险在于增发项目的不确定性

由于公司非公开发行项目尚处于预案阶段, 还需经过股东大会及证监会的审议, 而从项目的实施到达产亦需约 1 年多的时间, 因此存在一定的不确定因素。但是根据公司明确的发展战略及我们对产品未来市场容量的分析, 我们认为本次项目的实施将会开启公司后续广阔的成长空间, 对项目实施成功的概率持乐观态度。

投资建议:

由于公司增发项目尚具有不确定性, 按照谨慎原则未将该因素纳入业绩预测之中。预计公司 09、10、11 年业绩为 0.17、0.26、0.31 元, 对应 PE 为 73、48、40 倍。我们认为, 公司的长期价值体现在其 IDM 模式使得产品线之间能产生良性互动, 业绩增长性较为明确, 存在超预期的可能性, 因此维持买入评级。

经营预测与估值	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	933	965	1225	1469
(+/-%)	-4	3	27	20
归属母公司净利润(百万元)	13.6	69	105	125
(+/-%)	-37	407	52	19
EPS(元)	0.03	0.17	0.26	0.31
P/E(倍)	221	73	48	40

资料来源: 江南金融研究所

附：财务预测表

资产负债表				利润表					
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产					营业收入	933	965	1225	1469
现金	202	289	411	495	营业成本	709	713	873	1050
应收账款	194	209	271	316	营业税金及附加	7	7	9	10
其他应收款	26	26	34	40	营业费用	26	27	34	41
预付账款	8	9	11	13	管理费用	165	145	184	220
存货	309	288	328	385	财务费用	54	41	38	37
其他流动资产	33	29	37	44	资产减值损失	25	30	0	0
非流动资产	991	983	971	964	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	92	107	107	107	投资净收益	58	60	20	20
固定资产	750	708	711	702	营业利润	3	63	107	130
无形资产	77	83	83	83	营业外收入	26	20	20	20
其他非流动资产	72	85	70	72	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	1763	1833	2062	2257	利润总额	25	80	124	147
流动负债	947	947	1072	1142	所得税	13	12	19	22
短期借款	614	600	660	690	净利润	13	68	105	125
应付账款	143	121	175	189	少数股东损益	-1	-1	0	0
其他流动负债	189	226	238	263	归属母公司净利润	14	69	105	125
非流动负债	83	83	83	83	EBITDA	182	195	243	273
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	0.03	0.17	0.26	0.31
其他非流动负债	43	43	43	43					
负债合计	1030	1030	1155	1225					
少数股东权益	14	13	13	13					
股本	404	404	404	404					
资本公积	58	58	58	58					
留存收益	263	332	437	561					
归属母公司股东权益	720	790	894	1019					
负债和股东权益	1763	1833	2062	2257					
主要财务比率									
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E					
成长能力									
营业收入					-4.0%	3.4%	26.9%	19.9%	
营业利润					-82.5%	2143.1%	71.1%	21.2%	
归属于母公司净利润					-37.2%	407.5%	52.7%	18.6%	
获利能力									
毛利率 (%)					24.0%	26.1%	28.7%	28.5%	
净利率 (%)					1.5%	7.1%	8.6%	8.5%	
ROE(%)					1.9%	8.7%	11.7%	12.2%	
ROIC(%)					2.7%	8.7%	11.6%	12.6%	
偿债能力									
资产负债率 (%)					58.4%	56.2%	56.0%	54.3%	
净负债比率 (%)					66.46%	65.02%	63.19%	62.04%	
流动比率					0.82	0.90	1.02	1.13	
速动比率					0.47	0.57	0.69	0.77	
营运能力									
总资产周转率					0.48	0.54	0.63	0.68	
应收账款周转率					4	4	5	5	
应付账款周转率					4.24	5.40	5.90	5.78	
每股指标 (元)									
每股收益(最新摊薄)					0.03	0.17	0.26	0.31	
每股经营现金流(最新摊薄)					0.09	0.34	0.44	0.41	
每股净资产(最新摊薄)					1.78	1.95	2.21	2.52	
估值比率									
P/E					369.53	72.81	47.69	40.21	
P/B					6.96	6.34	5.60	4.92	
EV/EBITDA					30	27	22	20	
现金流量表	单位:百万元								
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E					
经营活动现金流	38	135	178	167					
净利润	13	68	105	125					
折旧摊销	124	92	98	106					
财务费用	54	41	38	37					
投资损失	-58	-60	-20	-20					
营运资金变动	-118	29	-62	-86					
其他经营现金流	23	-34	19	5					
投资活动现金流	51	8	-78	-76					
资本支出	55	30	80	80					
长期投资	101	0	0	0					
其他投资现金流	206	38	2	4					
筹资活动现金流	-74	-56	22	-7					
短期借款	18	-14	60	30					
长期借款	-70	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	-231	0	0	0					
其他筹资现金流	209	-42	-38	-37					
现金净增加额	13	87	122	84					

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站：<http://www.scstock.com>

深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编：518000

电话：0755-83689524

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003