

分析师：高俊芳

执业证书编号：S0640209120109

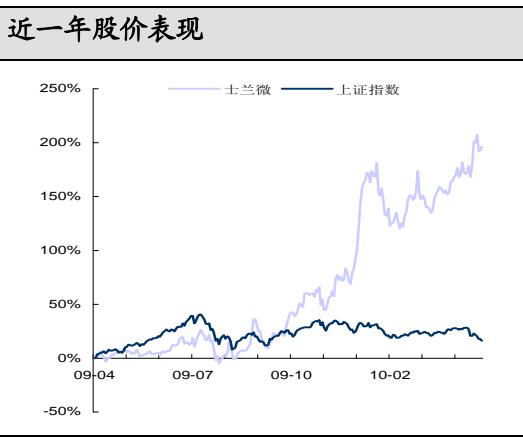
电话：0755-83689042

Email: lihao1205@126.com

报告日期：2010.4.29

6个月目标价	20元
当前股价	16.68元
上次推荐价格	13.87元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2868.43
总股本(百万)	404.08
总市值(百万)	6740.05
每股净资产(元)	2.12
ROE(TTM)	16.01
资产负债率	53.25
动态市盈率	49.08
动态市净率	7.86



相关报告

- 士兰微跟踪报告：定向增发拓展企业蓝图 2010-1-4
- 士兰微公司研究：企业步入扩张期，增发项目为增长助力 2010-2-23
- 电子元器件行业二季度策略报告：板块存在整体性投资机会，重点关注半导体产业链 2010-4-4

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：

士兰微于4月29日本年1季度财务报告。报告显示本季度公司实现营业收入3亿元，同比增长约149%，归属于母公司所有者净利润4700万元，创下历史最高单季盈利记录，对应EPS0.12元。

核心观点：

1. 淡季不淡效应明显，各产品线营收同比增幅巨大

公司1Q各产品线延续多点开花局面，其中集成电路业务实现营收1.25亿元，同比增长112.76%；分立器件业务实现营收1.02亿，同比增长195.6%；LED业务实现营收7109万元，同比增长172%。我们认为公司在集成电路及器件业务上产品升级（LED驱动电路及高低压MOS等）和产能扩张与市场较为同步，因此充分感受到半导体行业淡季不淡的效应；而LED业务定位高端，受益于经济复苏对全彩屏芯片需求看涨且前期新增产能得以释放，因此营收增长亦在情理之中。

2. 各类产品毛利率维持高位，预计全年综合毛利率在30%

公司扣除非经常性损益后单季净利润达到3000万以上。盈利能力提升来源于各产品线毛利率均在高位，其中LED芯片和分立器件业务毛利率分别为47.85%和31.57%，均达到了同类产品优势厂商的毛利率水平；集成电路业务毛利率回升至24.65%，与去年整体水平持平。虽然目前高毛利率水平一定程度来源于09年末计提的存货减值准备消减了成本所致，但是1Q半导体行业开工率旺盛及市场供需失衡均为公司创造了良好的市场氛围，公司产品结构变化及高端定位也是支撑高毛利率的重要因素，我们认为全年综合毛利率在30%左右且存在超预期可能。

3. 非经常性损益对利润影响明显减轻，去杠杆化过程在继续

公司净利润受非经常性损益影响的局面已经在1Q报告中明显缓解，公司资产减值损失等科目表现健康，符合之前我们所预期的公司盈利能力回归于主营的观点。而在资产结构上公司依旧延续着去杠杆化的策略，并以打造现金流企业为目标，财务费用同比下降约27%，经营现金流状况良好。因此我们认为公司处于良性发展的轨道之上，提高全年盈利预期至1.35亿元，对应EPS0.30元。

4. 发展思路明确是公司成长性的重要看点

公司作为IDM模式的集成电路厂商其长期发展思路是成长性的重要看点，针对集成电路及分立器件业务，公司于3月新引入了一条价值约6900万的生产线，意图在扩展产能及提升工艺水平，把握中低端产品全球产能转移的契机；而LED业务所酝酿定向增发项目，一旦成功不仅解决芯片产能增长一倍，并有机会向下游封装领域拓展，实现LED业务在国内形成较大的产能优势和产品优势的目标。因此我们认为公司业务将形成两翼齐飞的格局，未来业绩增速预计在25%以上，其中LED业务是未来高增长的重要来源，同样也是提升公司估值水平的重要因素。

投资建议：

半导体行业高景气度为公司本年度业绩高增长提供了契机，定向增发项目是公司短期价格的重要催化剂。预计按照4300万股增发后公司10、11、12年EPS为0.30、0.43、0.57元，对应PE为55、39、29倍。业绩存在超预期可能性，维持买入评级。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	960	1198	1502	1903
(+/-%)	2.9	24.8	25.3	26.7
归属母公司净利润(百万元)	77	135	191	257
(+/-%)	465	76	41	35
EPS(元)	0.19	0.30	0.43	0.57
P/E(倍)	73	55	39	29

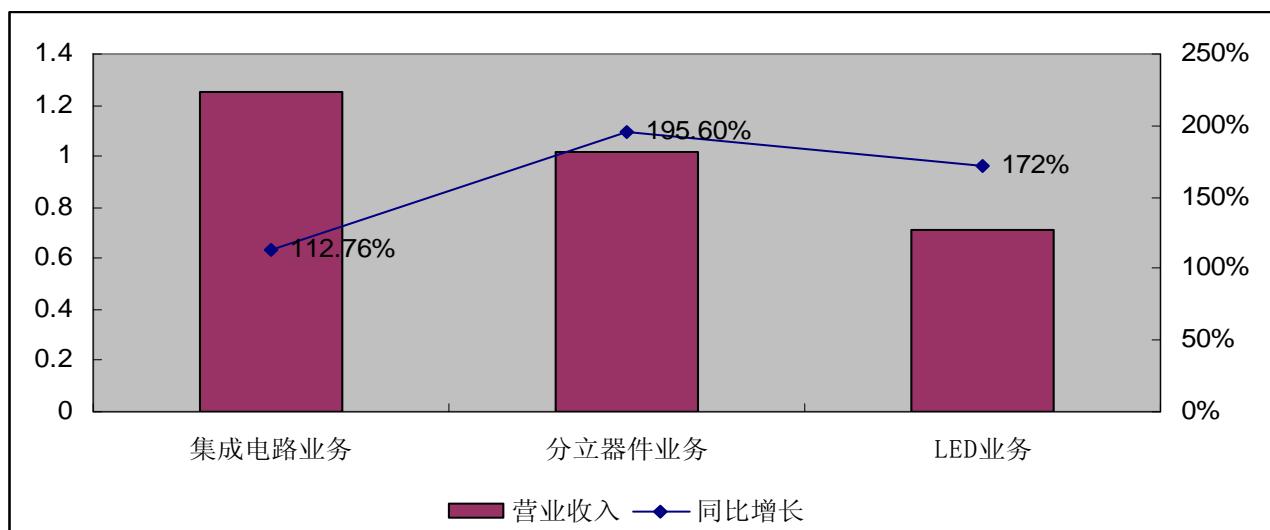
资料来源：江南金融研究所

一、淡季不淡效应明显，各产品线营收同比增幅巨大

公司1季度实现营业收入3亿元，同比增长约149%，归属于母公司所有者净利润4700万元，创下历史最高单季盈利记录，对应EPS0.12元，数据表现可谓十分的亮丽。我们认为公司业绩表现良好来源于内外两个方面的因素：（1）外因角度：目前半导体行业淡季不淡的效应为企业提供了良好的市场氛围。（2）内因角度：公司前期的产能升级和产品升级使其能够在目前的态势中更多的感受到行业的高景气度。根据公司财报显示，其三大主营业务中，集成电路业务实现营收1.25亿元，同比增长112.76%；分立器件业务实现营收1.02亿，同比增长195.6%；LED业务实现营收7109万元，同比增长172%，延续了自09年4Q以来的产品线全面开花局面。

图表1 1Q各产品线营收及增长率分步图

单位：亿元



资料来源：公司财务报告、江南金融研究所整理

公司作为IDM模式的厂商，我们认为其核心价值在于设计能力和制造能力的结合。虽然目前设计能力尚有提升空间，但是通过制造环节的相对优势能够一定程度上得以弥补。公司拥有较为先进的BCD和BICOMS工艺，为其电源管理类芯片类产品提供了良好的支持。并且公司集成电路的制造背景对LED产品在制造环节上良品率控制有保证。根据资料显示，目前公司半导体芯片产能已达10万片/月水平，而LED芯片产能不仅在原有基础上实现满产，前期新引进的2台MOCVD也开始逐渐释放产能，因此公司在本季度实现较高的营业收入增长可谓情理之中。

公司更加显著的特征在于产品的更新周期能够跟随市场节奏。在其细分产品线中，电源管理芯片、高低压MOS芯片等均不断有新品推出，特别是针对功率LED产品所对应的驱动芯片正是目前市场中供应较为紧张的品种，我们认为该项业务将会在未来与公司LED产业形成非常好的联动效应。而多系列的MOS芯片也使得消费电子旺销的背景下拥有良好的市场空间。

因此公司在营收高增长的情况下其盈利能力将得以充分显现。

二、毛利率维持高位，非经常性损益对业绩影响趋缓

从1Q公司盈利效果上看，我们可以明晰的看到各条产线均维持了较高的毛利率水平，其中LED芯片和分立器件业务毛利率分别为47.85%和31.57%，均达到了同类产品优势厂商的毛利率水平；而集成电路业务毛利率也回升至24.65%，与去年整体水平持平。虽然目前高毛利率一定程度来源于09年末计提的存货减值准备消减了成本所致，但是目前良好的市场氛围促使公司产能利用率在高位运行，公司产品结构变化及高端定位也是支撑高毛利率的重要因素，我们认为后者是支撑未来高毛利率的主因。

以公司LED芯片业务为例，其产品定位是高端户外全彩屏芯片。由于目前该产品市场占有率居国内第一，因此在经济回暖驱动全彩屏需求回升的趋势中，公司该项业务立即获得了良好的支撑，毛利率得以迅速回升。我们认为目前半导体行业的热度至少能维持到3Q前后，因此公司在产能利用率高企的局面下本年度综合毛利率较高具有较大确定性，预计全年公司综合毛利率可达30%左右，且存在超预期可能。

从公司盈利的具体实现方式上看，其非经常性损益对净利润的贡献度在减弱，本季度公司投资收益项目约为1500万元，仅占其营业利润的29%。我们认为主要原因如下：（1）目前公司所持有的交易性金融资产的余额已大幅较少，未来投资收益对利润的贡献度将减弱。（2）市场供需相对失衡使得各类产品价格具有支撑，本年度公司再次大幅计提减值的可能性不大。因此我们重申本年度公司业绩将会对经营成果更好的反映的观点。

三、发展思路明确是公司成长性的重要看点

公司作为IDM模式的集成电路厂商其长期发展思路是成长性的重要看点。在前期的分析中我们曾经指出公司最大的瓶颈在于产能不足，在各细分业务中与竞争对手之间的规模有一定差距。从目前的公司发展的态势上，已经明显可以看到积极变化。

对于半导体业务（集成电路和分立器件），公司于3月新引入了一条价值约6900万的6寸生产线，使得公司目前6寸线总数达到2条。由于公司在电源管理芯片、高低压MOS芯片已经有了良好的客户渠道和销售业绩，因此我们认为该条产线形成产能的时间将会不超过1年，并进一步认为该次扩产的意图在不仅仅在产能及提升工艺水平，更深远的意义在于将集成电路产能与未来LED芯片产能之间形成有效配比，不仅可在未来以驱动芯片对LED业务形成联动与支撑，还能把握中低端产品全球产能转移的契机。

而 LED 产业作为未来的蓝海市场，公司一方面在原有优势产品上积极保持领先地位，更在酝酿定向增发项目。若项目成功不仅使得现有芯片产能增长约 1 倍，达到月产 11 亿粒的水平，并有机会开发背光源芯片、功率照明芯片乃至向下游封装领域拓展，实现 LED 业务在国内形成较大的产能优势和产品优势的目标。由于目前市场上功率 LED 产品的瓶颈不仅仅是芯片质量，而更多在于驱动电路及封装水平。因此公司如此的布局使得未来发展的空间将会十分广阔。综合上面的因素，我们认为公司业务将形成两翼齐飞的格局，未来营收增速预计在 25% 以上。

四、盈利预测

我们认为本年度半导体行业具有较高的景气度，其依据在于以下 3 个方面：（1）下游产品需求超预期，手机、NB 和 LCD 出货量增长带动电源管理芯片及功率器件需求旺盛。（2）经济复苏刺激户外屏需求看涨，全彩屏波动程度优于单色屏。（3）半导行业本年度有效产能增长幅度较小，预计全年产能较 09 年扩展在 5%-10%。因此公司在本年度能够维持较高的产能利用率是大概率事件，我们认为各产品营收能伴随产能的扩张实现高速增长。

核心假设：（1）公司新增半导体产能预计在本年度中后期释放产能，其中集成电路本年度毛利率预计维持 24%，分立器件芯片由于产品结构优化毛利率预期为 30%；（2）LED 增发项目在年底前完成，项目建设期为 1 年新增产能在 11 年后期释放约 50%，2012 年完全释放。预计 LED 业务本年度毛利率为 42%。

图表 2 未来 3 年主要产品营收预测表

单位：百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
集成电路	444	510	571	617
LED	202	282	424	678
器件	307	398	498	597

资料来源：江南金融研究所

预测未来 3 年公司营业收入为 11.98 亿、15.02 亿、19.03 亿。复合增长率为 25%。以增发约 4300 万股（以 14 元为增发价格）核算，总股本由目前的 4.04 亿增加到 4.47 亿。未来 3 年 EPS 为 0.30 元、0.43 元、0.58 元，复合增长率为 40%。公司 LED 业务作为未来业绩增长的重要因素，是提升公司整体估值水平的动力，维持买入评级。

风险提示：下半年半导体行业热度衰减；定向增发项目存在不确定风险；MOCVD 设备交货延后。
附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	865	1067	1403	1797	营业收入	960	1198	1502	1903
现金	214	282	426	567	营业成本	690	838	1036	1294
应收账款	267	314	393	499	营业税金及附加	7	9	11	14
其他应收款	9	17	21	26	营业费用	23	29	36	46
预付账款	17	17	21	26	管理费用	150	156	195	247
存货	292	354	438	547	财务费用	40	41	31	30
其他流动资产	67	83	105	133	资产减值损失	54	10	12	15
非流动资产	935	1200	1141	1066	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	129	148	148	148	投资净收益	64	20	20	20
固定资产	682	896	909	826	营业利润	59	136	201	277
无形资产	62	57	48	31	营业外收入	22	20	20	20
其他非流动资产	62	99	36	61	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	1799	2268	2544	2863	利润总额	79	153	218	294
流动负债	883	636	717	779	所得税	3	18	26	35
短期借款	576	300	300	300	净利润	76	135	192	259
应付账款	168	142	207	233	少数股东损益	-1	0	1	2
其他流动负债	138	193	209	246	归属母公司净利润	77	135	191	257
非流动负债	91	84	87	86	EBITDA	227	302	390	482
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	0.19	0.30	0.43	0.57
其他非流动负债	51	44	47	46					
负债合计	973	719	804	864					
少数股东权益	15	15	16	18					
股本	404	447	447	447					
资本公积	72	629	629	629					
留存收益	339	462	653	910					
归属母公司股东权益	811	1533	1724	1981					
负债和股东权益	1799	2268	2544	2863					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	128	136	260	247	成长能力				
净利润	76	135	192	259	营业收入	2.9%	24.8%	25.3%	26.7%
折旧摊销	127	125	158	175	营业利润	2033.4%	129.2%	47.5%	37.9%
财务费用	40	41	31	30	归属母公司净利润	465.1%	75.7%	41.8%	34.5%
投资损失	-64	-20	-20	-20					
营运资金变动	-93	-97	-123	-207	获利能力				
其他经营现金流	42	-48	23	10	毛利率 (%)	28.1%	30.1%	31.0%	32.0%
投资活动现金流	1	-339	-85	-76	净利率 (%)	8.0%	11.2%	12.7%	13.5%
资本支出	73	350	100	100	ROE (%)	9.4%	8.8%	11.1%	13.0%
长期投资	70	0	0	0	ROIC (%)	9.0%	10.9%	13.7%	16.8%
其他投资现金流	143	11	15	24	偿债能力				
筹资活动现金流	-96	271	-31	-30	资产负债率 (%)	54.1%	31.7%	31.6%	30.2%
短期借款	-38	-276	0	0	净负债比率 (%)	63.30%	47.26%	42.29%	39.33%
长期借款	0	0	0	0	流动比率	0.98	1.68	1.96	2.31
普通股增加	0	43	0	0	速动比率	0.61	1.09	1.31	1.56
资本公积增加	14	557	0	0	营运能力				
其他筹资现金流	-72	-53	-31	-30	总资产周转率	0.54	0.59	0.62	0.70
现金净增加额	31	68	145	141	应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	4.44	5.40	5.92	5.88
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.17	0.30	0.43	0.57
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.30	0.58	0.55
					每股净资产(最新摊薄)	1.82	3.43	3.86	4.43
					估值比率				
					P/E	97.29	55.36	39.05	29.04
					P/B	9.19	4.86	4.32	3.76
					EV/EBITDA	31	23	18	15

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