

方正证券研究所证券研究报告

士兰微(600460)

公司研究

电子行业

公司跟踪报告

2021.02.25/推荐(首次覆盖)

分析师： 陈杭
 登记编号： S1220519110008

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

依托 IDM 模式，加快新产品开发。公司目前是国内最主要的以 IDM 为特色的综合型半导体产品公司之一。经过 20 多年不断自主创新，士兰微从集成电路芯片设计业务开始，逐步建成了依托特色工艺的芯片制造平台，并将技术和制造平台延伸至功率器件、功率模块、MEMS 传感器等封装领域，建立了较为成熟的 IDM（设计与制造一体）经营模式。

把握集成电路国产化替代，业绩收入未来可期。集成电路产值占据半导体行业约 80% 的市场规模，是电子信息产业的基础性核心产业。目前，我国集成电路行业自给率低，对于芯片的进口规模仍然较大，对国外高性能集成电路芯片产品的依赖度仍然较高，高压集成电路芯片、功率半导体器件芯片、MEMS 芯片等产品绝大部分依赖进口。2020 年上半年公司各类电路新产品的出货量明显加快，集成电路的营业收入为 5.38 亿元，较去年同期增长 9.55%，预计下半年公司集成电路的营业收入增速还将进一步提高。

增资加码八寸工艺研发，提升生产制造能力。公司通过重组配套募集资金不超过 11.22 亿元，其中，不超过 5.61 亿元用于 8 英寸生产线二期项目中，加快项目建设。通过本次交易，公司将增加对标的公司的持股比例和控制力，进一步推动 8 寸集成电路芯片生产线特殊工艺研发、制造平台的发展，增强公司生产制造能力和未来盈利能力。本次交易符合公司长期发展战略，有利于维护公司全体股东的利益。此外，大基金投资了众多集成电路产业链的上下游公司，引入大基金成为公司的主要股东，能为上市公司带来更多的业务协同，有利于提升公司在集成电路产业的市场地位。

技术研发体系完善，构筑核心竞争力。2020 年上半年，集成电路和分立器件产品的营业收入分别较去年同期增长 9.55% 和 35.64%，全部芯片自主研发的电动汽车主电机驱动模块已通过部分客户测试，并开始接获小批量订单。今后，随着士兰集昕 8 英寸生产线工艺平台进一步升级和产能进一步释放，将持续促进士兰微产品在大客户端的导入和上量，并为下阶段士兰微 12 英寸生产线产能释放创造有利的市场条件。

投资建议：预计公司 2020-2022 年营收 42.83/61.11/77.86 亿元，归母净利润 0.5/3.02/4.99 亿元，首次给予“推荐”评级。

风险提示：(1) 行业周期性波动风险；(2) 产业政策变化风险；(3) 盈利预测的不可实现性和估值方法的不适用性。

盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3111	4283	6111	7786
(+/-) (%)	2.80	37.70	42.67	27.42
归母净利润	15	50	302	499
(+/-) (%)	-91.47	138.90	500.95	65.25
EPS(元)	0.01	0.04	0.23	0.38
ROE (%)	0.00	0.01	0.08	0.12
P/E	2806.00	732.06	121.82	73.72
P/B	10.90	10.74	9.87	8.70

数据来源: wind 方正证券研究所

注: EPS 预测值按最新股本摊薄

1 盈利预测与估值

1.1 盈利预测

假设一（集成电路）：随着 8 英寸生产线工艺平台进一步升级和产能进一步释放，将持续促进士兰微产品在大客户端的导入和上量，并为下阶段士兰微 12 英寸生产线产能释放创造有利的市场条件。

假设二（半导体分立器件）：2020 年上半年，分立器件产品中，MOSFET、IGBT、IGBT 大功率模块（PIM）、肖特基管、开关管、稳压管、快恢复管等产品的增长较快。除了加快在白电、工业控制等市场拓展外，公司已开始规划进入新能源汽车、光伏等市场，预期公司的分立器件产品未来几年将继续快速成长。

假设三（LED）：公司子公司士兰明芯公司和美卡乐光电公司的产品主要是针对 LED 彩色显示屏市场，2020 年受新型冠状病毒肺炎疫情影响，彩屏用芯片和成品的订单数量下降较多，产能利用率较低，亏损进一步增加。对此，士兰明芯加快了高亮度 LED 白光芯片等产品的开发，预计未来士兰明芯和美卡乐营业收入将逐步回升。

图表1： 公司分产品收入预测（百万元）

产品线	2019	2020E	2021E	2022E
集成电路				
销售收入	1037.33	1,607.86	2,411.79	3,135.33
增长率	7.72%	55.00%	50.00%	30.00%
毛利	241.72	401.97	602.95	783.83
毛利率	23.30%	25.00%	25.00%	25.00%
半导体分立器件产品				
销售收入	1518.32	2,125.65	2,975.91	3,719.88
增长率	2.92%	40.00%	40.00%	25.00%
毛利	331.80	531.41	743.98	929.97
毛利率	21.85%	25.00%	25.00%	25.00%
发光二极管产品				
销售收入	422.83	338.26	405.92	487.10
增长率	-16.26%	-20.00%	20.00%	20.00%
毛利	(24.27)	(50.74)	40.59	48.71
毛利率	-5.74%	-15.00%	10.00%	10.00%
其他业务				
销售收入	132.10	211.36	317.04	443.86
增长率	59.87%	60.00%	50.00%	40.00%
毛利	56.51	21.14	31.70	44.39
毛利率	42.78%	10.00%	10.00%	10.00%
合计				
销售收入	3,110.58	4,283.13	6,110.66	7,786.17
增长率	2.80%	37.70%	42.67%	27.42%
毛利	605.76	903.77	1,419.22	1,806.90
毛利率	19.47%	21.10%	23.23%	23.21%

资料来源：Wind，方正证券研究所整理

1.2 相对估值

可比公司：根据公司涉及产品找到以下对应标的公司。

华润微：公司是中国领先的拥有芯片设计、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化经营能力的半导体企业，产品聚焦于功率半导体、智能传感器与智能控制领域，为客户提供丰富的半导体产品与系统解决方案。

新洁能：公司为国内半导体功率器件设计龙头企业之一，主营业务为 MOSFET 等分立器件的研发和销售，公司销售的产品按照是否封装可以分为晶圆片和封装成品。

闻泰科技：公司是中国领先的移动终端和智能硬件产业生态平台，业务领域涵盖移动终端、智能硬件、笔记本电脑、虚拟现实、车联网、汽车电子等物联网领域的研发设计和智能制造，客户群遍及全球各地。

斯达半导：公司主营业务是以 IGBT 为主的功率半导体芯片和模块的设计研发和生产，并以 IGBT 模块形式对外实现销售，公司自主研发设计的 IGBT 芯片和快恢复二极管芯片是公司的核心竞争力之一。

扬杰科技：公司集研发、生产、销售于一体，专业致力于功率半导体芯片及器件制造、集成电路封装测试等领域的产业发展，产品广泛应用于消费类电子、安防、工控、汽车电子、新能源等诸多领域。

捷捷微电：公司专业从事半导体分立器件、电力电子器件研发，是国内生产“方片式”单、双向可控硅最早及品种最齐全的厂家之一，具有自己的产品结构特点和独特工艺技术。

图表2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				市盈率(倍)			
			TTM	2020E	2021E	2022E	TTM	2020E	2021E	2022E
688396.SH	华润微	860.27	9.15	9.67	12.54	14.88	105.21	88.97	68.84	58.02
605111.SH	新洁能	171.30	1.37	1.50	2.19	2.96	125.46	114.03	78.17	57.92
600745.SH	闻泰科技	1,429.06	31.64	33.98	47.05	58.17	47.92	42.05	30.38	24.57
603290.SH	斯达半导	419.50	1.66	1.87	2.59	3.47	253.04	224.17	162.28	120.77
300373.SZ	扬杰科技	223.50	3.40	3.69	4.69	5.82	65.89	60.57	47.62	38.43
300623.SZ	捷捷微电	233.32	2.46	2.63	3.30	4.08	94.16	88.76	70.62	57.17

资料来源：Wind，方正证券研究所整理

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3812	2468	3529	4832	营业总收入	3111	4283	6111	7786
货币资金	1082	1099	1740	2645	营业成本	2505	3379	4691	5979
应收票据	109	309	441	563	税金及附加	25	34	49	62
应收账款	829	238	339	433	销售费用	104	171	244	311
其它应收款	18	24	34	43	管理费用	233	347	367	311
预付账款	10	34	47	60	研发费用	334	428	513	623
存货	1422	422	586	747	财务费用	109	0	0	0
其他	451	651	783	904	资产减值损失	-94	0	0	0
非流动资产	5101	4865	4582	4252	公允价值变动收益	18	0	0	0
长期投资	731	739	746	753	投资收益	7	7	7	7
固定资产	3571	3294	2973	2609	营业利润	-131	64	387	640
无形资产	289	323	354	381	营业外收入	4	0	0	0
其他	509	509	509	509	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	8913	7333	8111	9084	利润总额	-130	64	387	640
流动负债	3386	1753	2217	2672	所得税	-23	12	74	122
短期借款	1737	0	0	0	净利润	-107	52	314	519
应付账款	709	913	1268	1616	少数股东损益	-122	2	12	19
其他	940	840	950	1056	归属母公司净利润	15	50	302	499
非流动负债	1289	1289	1289	1289	EBITDA	320	371	741	1040
长期借款	486	486	486	486	EPS (元)	0.01	0.04	0.23	0.38
其他	803	803	803	803					
负债合计	4675	3042	3507	3961	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	859	861	873	892	成长能力				
股本	1312	1312	1312	1312	营业总收入	3111	4283	6111	7786
资本公积	776	776	776	776	营业利润	-131	64	387	640
留存收益	1294	1344	1647	2146	归属母公司净利润	15	50	302	499
归属母公司股东权益	3379	3429	3731	4231	获利能力				
负债和股东权益	8913	7333	8111	9084	毛利率	0.19	0.21	0.23	0.23
					净利率	0.00	0.01	0.05	0.06
					ROE	0.00	0.01	0.08	0.12
					ROIC	-0.01	-0.02	0.06	0.15
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	133	1958	845	1110	资产负债率	0.52	0.41	0.43	0.44
净利润	-107	52	314	519	净负债比率	0.82	0.30	0.28	0.25
折旧摊销	410	448	495	542	流动比率	1.13	1.41	1.59	1.81
财务费用	121	0	0	0	速动比率	0.71	1.17	1.33	1.53
投资损失	-10	-7	-7	-7	营运能力				
营运资金变动	-327	1465	44	57	总资产周转率	0.37	0.53	0.79	0.91
其他	47	0	0	0	应收账款周转率	3.79	8.03	21.16	20.17
投资活动现金流	-963	-205	-205	-205	应付账款周转率	4.60	5.28	5.60	5.40
资本支出	-748	-205	-205	-205	每股指标(元)				
长期投资	-214	0	0	0	每股收益	0.01	0.04	0.23	0.38
其他	-2	0	0	0	每股经营现金	0.10	1.49	0.64	0.85
筹资活动现金流	751	-1737	0	0	每股净资产	2.58	2.61	2.84	3.22
短期借款	0	-1737	0	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	2806.00	732.06	121.82	73.72
普通股增加	200	0	0	0	P/B	10.90	10.74	9.87	8.70
资本公积增加	0	-61	-61	-61	EV/EBITDA	120.52	99.14	176.18	33.86
其他	551	61	61	61					
现金净增加额	-80	17	641	906					

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址： https://www.foundersc.com	E-mail： yjzx@foundersc.com
北京	西城区展览馆路48号新联写字楼6层	
上海	静安区延平路71号延平大厦2楼	
深圳	福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼	
广州	黄埔大道西638号农信大厦3A层方正证券	
长沙	天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层	