

国星光电 (002449)

公司研究/简评报告

产能持续扩张，布局 LED 全产业链

简评报告/电子元器件

2017 年 09 月 18 日

一、事件概述

近期，我们对国星光电进行了调研，就公司日常经营情况进行了交流。

二、分析与判断

➤ 受益 LED 小间距、景观照明市场高景气以及公司产能释放，公司业绩高增长

1、在技术持续创新、成本下降、显示效果提升等因素驱动下，LED 小间距市场持续高景气，带动了上游 LED 芯片制造以及中游 LED 封装的旺盛需求。城市景观照明的兴起以及创新的 PPP 融资模式创造了新的 LED 照明应用需求。

2、受益 LED 下游应用市场持续增长以及封装产能集中释放，公司营收和业绩实现高增长。2017 年上半年公司实现营收 15.97 亿元，同比增长 51.45%，归母净利润 1.54 亿元，同比增长 62.44%，扣非后归母净利润 1.54 亿元，同比增长 102.97%。公司预计 2017 年 1~9 月归属于上市公司股东的净利润为 20,943.65 万元至 26,179.56 万元，同比增长 60%~100%。

3、我们认为，LED 小间距已进入新一轮高景气周期，随着高密度小间距 LED 应用领域拓展及应用规模扩大，LED 小间距显示对 LED 灯珠消耗量将急剧上升。公司 LED 封装技术业内领先，通过持续扩产有效解决产能瓶颈问题，产能规模扩大带动毛利率提升，公司业绩将持续高增长。

➤ LED 封装通过扩产做大做强，布局 LED 全产业链，研发 VCSEL 红外等新产品

1、看好 LED 发展前景，产能持续扩张。2016 年 4 月，公司拟投入不超过 2.4 亿元对封装和组件项目进行扩产，建设周期为 2016 年 5 月至 2016 年 12 月；2016 年 10 月，公司拟投入不超过 4 亿元对封装项目扩产，建设周期为 2016 年 12 月至 2017 年 6 月；2017 年 3 月，公司拟投入不超过 2 亿元对显示屏器件项目扩产，建设周期为今年 3 月至 7 月；2017 年 4 月，子公司拟购置生产设备用于实施扩产项目。

2、公司“立足封装，做强做大，兼顾上下游垂直一体化”：通过持续扩产做大做强 LED 封装主业，取得 CNAS 认可保持技术领先；投资国星半导体并实现 100%控股，进一步加码上游 LED 外延芯片环节；通过投资控股美国 RaySant 科技取得硅衬底大功率 LED 芯片及相关专有技术，布局 LED 上游芯片制造；出资 1000 万元参与投资光耀半导体产业基金，进一步整合产业资源；公司对 VCSEL 红外等新产品进行了研发。

3、我们认为，公司 LED 封装主业扩产将能实现规模效应，带动盈利能力提升；布局全产业链将提升 LED 产业的竞争优势，研发 VCSEL 红外等新产品将带来产品和技术升级。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.74 元、1.04 元、1.37 元，基于公司业绩弹性，可给予公司 2017 年 35~40 倍 PE，未来 12 个月的合理估值为 25.90~29.60 元，首次评级，给予公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

1、行业竞争加剧；2、新产品研发不及预期。

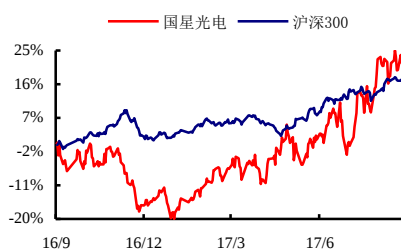
强烈推荐 首次评级

合理估值： 25.9—29.6 元

交易数据 2017-9-15

收盘价(元)	19.55
近 12 个月最高/最低	19.38/12.47
总股本(百万股)	476
流通股本(百万股)	347
流通股比例(%)	72.96
总市值(亿元)	93
流通市值(亿元)	68

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：郑平

执业证号： S0100516050001
 电话： (8610)8512 7512
 邮箱： zhengping@mszq.com

研究助理：胡独巍

执业证号： S0100116080101
 电话： (8610)8512 7512
 邮箱： huduwei@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,418	3,510	4,689	6,211
增长率 (%)	31.5%	45.1%	33.6%	32.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	192	352	495	654
增长率 (%)	20.0%	82.9%	40.7%	32.1%
每股收益 (元)	0.40	0.74	1.04	1.37
PE (现价)	47.4	25.9	18.4	13.9
PB	3.1	2.8	2.4	2.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,418	3,510	4,689	6,211
营业成本	1,897	2,740	3,670	4,890
营业税金及附加	11	15	21	27
销售费用	60	86	108	137
管理费用	211	281	352	435
EBIT	240	388	539	722
财务费用	30	25	19	24
资产减值损失	33	19	18	25
投资收益	7	5	6	6
营业利润	184	349	507	680
营业外收支	31	34	33	33
利润总额	215	383	540	712
所得税	39	68	97	127
净利润	176	315	443	585
归属于母公司净利润	192	352	495	654
EBITDA	420	593	772	984

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	908	717	979	1190
应收账款及票据	1401	1655	2322	3043
预付款项	71	114	147	199
存货	678	909	1202	1609
其他流动资产	313	313	313	313
流动资产合计	3441	3764	5031	6429
长期股权投资	5	0	0	0
固定资产	1795	2067	2335	2605
无形资产	164	182	194	207
非流动资产合计	2236	2357	2459	2532
资产合计	5676	6122	7490	8961
短期借款	37	0	0	0
应付账款及票据	1782	1905	2781	3603
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2542	2673	3597	4484
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	213	213	213	213
非流动负债合计	213	213	213	213
负债合计	2755	2885	3810	4696
股本	476	476	476	476
少数股东权益	27	(10)	(62)	(130)
股东权益合计	2921	3236	3679	4265
负债和股东权益合计	5676	6122	7490	8961

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	31.5%	45.1%	33.6%	32.5%
EBIT 增长率	39.3%	61.5%	39.0%	34.1%
净利润增长率	20.0%	82.9%	40.7%	32.1%
盈利能力				
毛利率	21.6%	21.9%	21.7%	21.3%
净利润率	8.0%	10.0%	10.6%	10.5%
总资产收益率 ROA	3.4%	5.7%	6.6%	7.3%
净资产收益率 ROE	6.6%	10.8%	13.2%	14.9%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
现金比率	0.4	0.3	0.3	0.3
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	74.9	73.0	73.6	73.4
存货周转天数	116.7	121.0	119.6	120.1
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.74	1.04	1.37
每股净资产	6.08	6.82	7.86	9.24
每股经营现金流	1.22	0.29	1.18	1.07
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	47.4	25.9	18.4	13.9
PB	3.1	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	21.1	15.2	11.3	8.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	176	315	443	585
折旧和摊销	213	224	252	286
营运资金变动	158	(361)	(94)	(323)
经营活动现金流	578	140	562	510
资本开支	312	303	306	305
投资	(256)	5	0	0
投资活动现金流	(561)	(293)	(300)	(299)
股权募资	5	0	0	0
债务募资	6	0	0	0
筹资活动现金流	(317)	(38)	0	0
现金净流量	(300)	(191)	262	211

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师，中央民族大学创业导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

胡独巍，电子行业研究助理。北京大学微电子学与固体电子学硕士，北京大学微电子学学士，2016年加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。