

湘财证券研究所
TMT 小组

江舟

Tel: 021-68634518-8710

E-Mail: jz2899@xcsc.com

李莹

Tel: 021-68634518-8273

E-Mail: ly2573@xcsc.com

发行上市资料
股本结构

发行股本: 5500 万股

发行后股本: 21500 万股

股票价格

合理价格区间: 21.36-24.03 元

发行情况

网下发行数量: 1100 万股

网下缴款时间: 2010.07.05

网上发行数量: 4400 万股

网上申购时间: 2010.07.05

资金解冻日: 2010.07.08

主承销商: 广发证券

投资要点

- **国内 LED 封装业龙头** 国星光电主要从事 LED 器件及其组件的研发、生产与销售, 2007-2009 年, LED 产品销售收入占比分别为 85.98%、81.60%、84.28%。公司同时还为日本三洋电波工业株式会社提供调谐器和 LIB(锂电池)电源管理器的来料加工。通过多年的发展, 公司目前已成为国内前三大 LED 封装企业之一及最大的 SMD LED 封装企业。
- **LED 行业市场空间巨大, 目前正处于高速成长期** 全球 LED 市场近年来保持快速增长的态势, 2001-2004 年 LED 市场年复合增长率达到 44%。iSuppli 预测, 2006-2012 年全球 LED 市场销售额复合增长率约为 14.6%。随着 LED 背光源的加速渗透, 预计用于液晶电视的 LED 背光面板将会从 2009 年的 360 万片增长到 2010 年的 1510 万片。LED 作为下一代照明技术, 照明市场空间更为广阔, 预计 2012 年 LED 照明市场规模将达到 16 亿美元, 2007-2012 年复合增长率达到 37%。
- **综合优势奠定行业领先地位** 公司 LED 器件及其组件的生产规模、产品规格与产品质量均处于国内领先地位, 2008 年中国 LED 市场销售额前十位的企业中国星光电位于第八位, 仅次于国外及台湾企业。多项产品技术性能处于国内领先水平, 具有较强的市场竞争力。公司 SMD LED 组件主要应用于显示模块、背光源及光源模块, 高端品种显示模块占比高带动 SMD LED 业务毛利率的提升, 使公司盈利能力处于行业内领先水平。
- **募投项目增强公司竞争力** 此次发行募投项目将提升公司现有产能, 着力增强公司 SMD LED 技术实力。同时各项目之间配合紧密, 分别处于产业链上封装与应用端, 拓展公司的产业链竞争力。进军 LED 背光源与及半导体照明市场更值得期待。
- **风险因素** 行业发展过热风险, 客户结构风险, 技术开发与专利风险。
- **盈利预测** 我们预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 8.22 亿元、11.27 亿元、17.95 亿元。以本次发行后股本计算, 预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.736、1.024、1.556 元, 给予公司 2009 年摊薄后每股收益 40-45 倍市盈率区间, 对应股价为 21.36-24.03 元。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	627.91	821.98	1127.30	1794.80
收入同比(%)	10.80%	30.91%	37.14%	59.21%
归属母公司净利润	114.88	158.33	220.10	334.53
净利润同比(%)	7.80%	37.82%	39.01%	51.99%
毛利率(%)	33.43%	33.02%	32.58%	32.43%
每股收益(元)	0.534	0.736	1.024	1.556

目录

公司简介：专注 LED 封装，位列国内 LED 封装业前三甲.....	4
公司主营.....	4
股权结构.....	5
发光二极管 LED 行业分析.....	6
LED 市场空间广阔	6
背光源渗透及通用照明增长最为明确	7
国内企业迅速切入 LED 封装市场	8
公司业务分析.....	9
重点发展 SMD LED 产品，LAMP LED 丰富产品线	9
加工业务高毛利率，提供稳定利润.....	10
产品结构提升盈利能力.....	11
募投项目增强综合竞争力.....	12
新型表面贴装发光二极管技术改造项目	13
功率型 LED 及 LED 光源模块技术改造项目	13
LED 背光源技术改造项目	14
半导体照明灯具关键技术及产业化.....	14
盈利预测与估值	14

图目录

图 1 国星光电分产品营业收入	4
图 2 国星光电分产品构成及毛利率	4
图 3 兴森科技发行前股权结构	5
图 4 2008 年 LED 应用市场结构	6
图 5 LED 市场规模将高速增长	6
图 6 LED 背光源渗透率预测	7
图 7 LED 加速渗透笔记本电脑背光领域	7
图 8 LED 照明应用结构	8
图 9 LED 照明市场规模预测	8
图 10 全球 LED 封装业产值	9
图 11 SMD LED 器件、组件产品线运营情况	10
图 12 Lamp LED 器件、组件产品线运营情况	10
图 13 国星光电加工类业务分产品收入及毛利率	11
图 14 国星光电 LED 业务毛利率与同行比较	11
图 15 国星光电与同行 SMD LED 业务占比	11
图 16 国星光电 SMD LED 主要产品比重及毛利率	12

表目录

表 1 发行前后公司股本结构	5
表 2 LED 器件封装形式分类	8
表 3 本次募集资金投入项目	13
表 4 公司分产品业务预测	15
表 5 公司利润预测	16

公司简介：专注 LED 封装，位列国内 LED 封装业前三甲

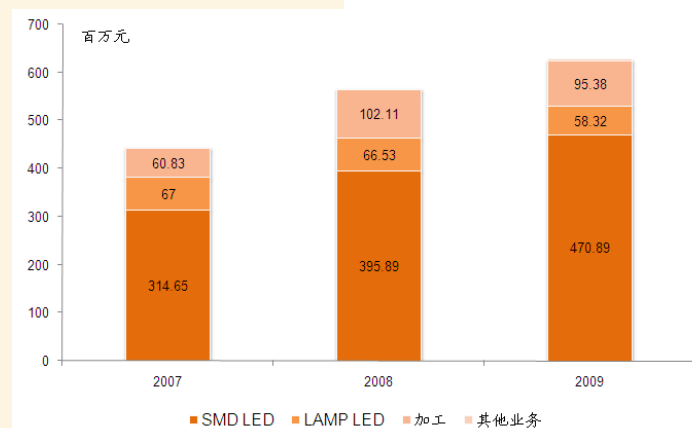
公司主营

国星光电主要从事 LED 器件及其组件的研发、生产与销售，产品广泛应用于消费类电子产品、家电产品、计算机、通信、平板显示及亮化工程领域。2007、2008、2009 年，LED 产品销售收入占比分别为 85.98%、81.60%、84.28%。此外，公司还为日本三洋电波工业株式会社提供调谐器和 LIB(锂电池)电源管理器的来料加工。

国星光电在 LED 领域已进行了 30 余年的探索与发展。公司自 1976 年开始涉足 LED 领域，以小规模生产和销售起步，1981 年，公司在自产自销 LED 产品的同时，开始与日本鸟取三洋电机株式会社进行合作，为其加工 LED 显示板；1991 年，公司引进了日本鸟取三洋电机株式会社的 Lamp LED 生产线。

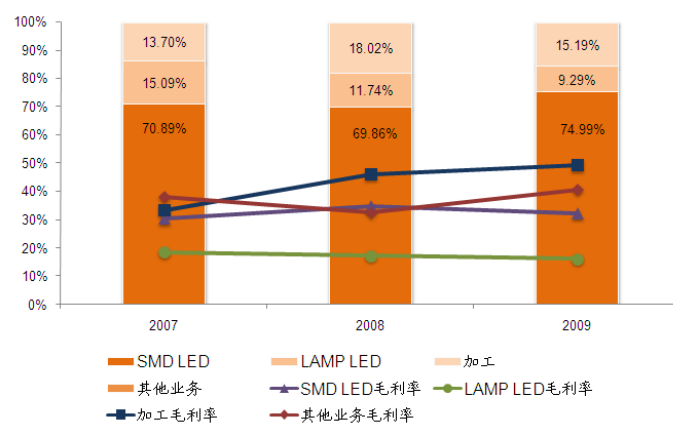
国星光电通过自身努力以及与日本鸟取三洋电机株式会社的合作，掌握了先进的 LED 封装技术，建立了独特的工序流程控制、生产管理和质量管理体系，目前在 LED 封装领域已处于国内领先地位。

图 1 国星光电分产品营业收入



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图 2 国星光电分产品构成及毛利率



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

近 3 年,公司对 SMD LED 产能进行大幅扩充,重点发展附加值较高的 SMD LED,新增固定资产也主要是因扩充 SMD LED 产能而购建的机器设备及房屋、建筑物。对应营业收入增长较快,近 3 年该块业务收入增长率达到 86.04%、25.82%、18.95%。

Lamp LED 在封装技术、封装设备和资金等方面的要求均较低,市场竞争激烈,国星光电对该业务的定位是将其稳定在一定水平,仅为满足部分客户需要为主。

加工业务主要集中在两大类产品,分别是调谐器及 LIB(锂电池)电源管理器。该块业务毛利率较高,且对资金投入要求低,有利于公司积累发展资金,支持自主产品发展。

股权结构

本次发行前，公司总股本为 16000 万股。本次拟公开发行不超过 5500 万 A 股股票，发行完成后公司股本为 21500 万股。发行的股份占发行后总股本的比例为 25.58%。

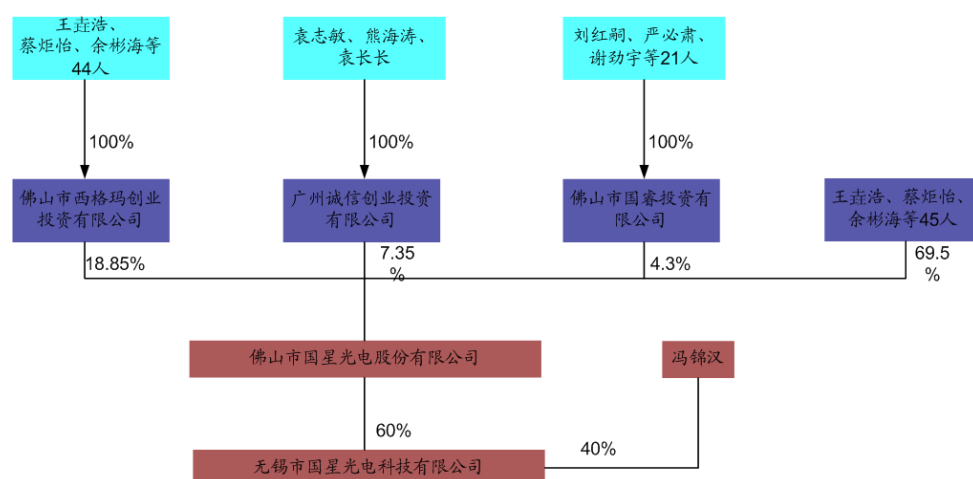
本次发行前，前十名股东持股数量为 10683.7 万股，占发行前总股本的 66.78%，占发行后总股本的 65.85%。其中，王垚浩先生担任董事长兼总经理，蔡炬怡、余彬海担任董事、副总经理。

表 1 发行前后公司股本结构

股东名称		发行前股本结构		发行后股本结构	
		股数（万股）	比例	股数（万股）	比例
有限售条件的股份：					
法人股	西格玛	3,016.76	18.85%	3,016.76	14.03%
	诚信创投	1,176.00	7.35%	1,176.00	5.47%
	国睿投资	688.00	4.3%	688.00	3.20%
自然人股东	45名股东	11119.24	69.5%	11119.24	51.72%
无限售条件的股份：					
社会公众股		-	-	5500	25.58%
合计		16000	100%	21500	100%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 兴森科技发行前股权结构



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

发光二极管 LED 行业分析

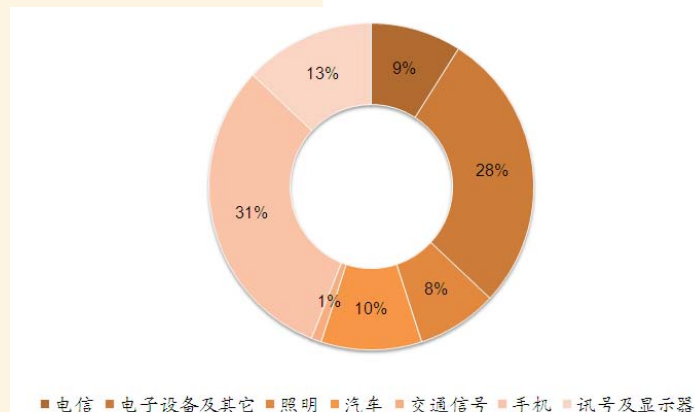
LED 市场空间广阔

LED 凭借其自身技术特性,相比于其他传统光源具有相当明显的优势。首先 LED 芯片体积小,封装后产品重量轻,从而使得灯具及照明工程的设计更加灵活。由于 LED 芯片完全封装在外壳内,是固态照明,灯体内也没有任何松动的部分,因此比传统的灯泡和荧光灯都坚固耐用。相比于白炽灯的毫秒级响应时间,LED 灯的响应时间仅为纳秒级,响应速度更快。而 LED 最大的优势在工作能耗及使用寿命上,同样亮度下,LED 耗电仅为普通白炽灯的 1/10,节能灯的 1/2,在特殊照明领域,景观照明可节能 70%,交通信号灯可节能 80%,使用寿命最大可以达到 10 万小时。

如今,LED 被广泛运用于建筑照明、交通照明、指示等领域的时候,也被大量运用于手机、液晶屏(LCD)背光源及汽车照明等。

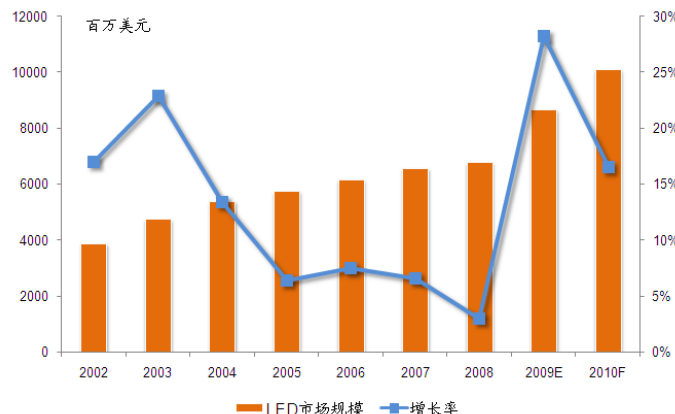
手机目前仍是 LED 最主要的应用领域,年需求量约 140 亿颗,占市场总需求的 30% 左右。未来,通用照明、景观照明、汽车照明及大屏幕 LCD 背光源市场的需求将成为 LED 市场增长的主要拉动力量。

图 4 2008 年 LED 应用市场结构



数据来源: Strategies Unlimited, 湘财证券研究所

图 5 LED 市场规模将高速增长



数据来源: iSuppli, IEK, 湘财证券研究所

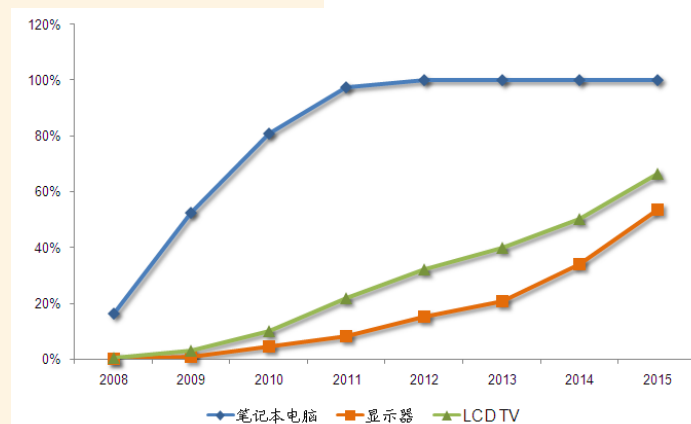
全球 LED 市场近年来保持快速增长的态势,根据 Strategies Unlimited 的统计,LED 市场 2001 年至 2004 年年复合增长率达到 44%,2005 年至 2007 年保持了 7.6% 的年复合增长率。2008 年第三季度受到全球金融危机影响,市场需求迅速下降,呈现出衰退现象,由于需求减缓,难以消耗年初所扩增产能,产品单价大幅向下调整,整体市场景气度由繁荣转为衰退,导致 08 年全球 LED 市场较 2007 年微幅增长 3%。

展望未来,调研机构 iSuppli 预测,2006-2012 年全球 LED 市场销售额复合增长率约为 14.6%,大尺寸 LCD 背光源和通用照明的应用,将刺激 LED 加速增长,到 2012 年达到 123 亿美元。

背光源渗透及通用照明增长最为明确

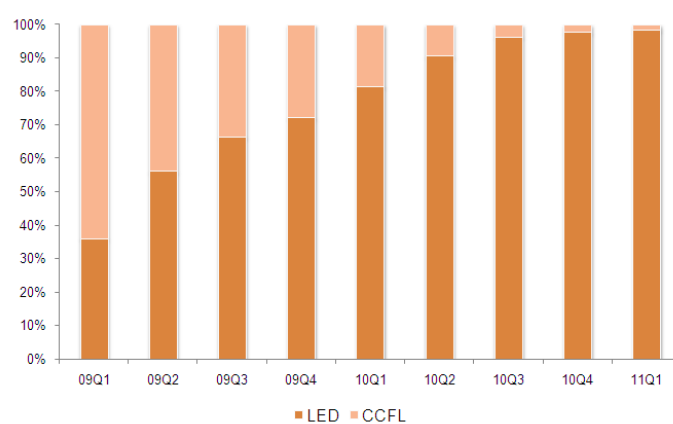
随着 LED 背光源技术在笔记本电脑、液晶电视及显示器上加速普及, LED 产品需求量将会成倍提升, LED 背光源市场规模最为明确。LED 背光源由于具有高调光性能, 快速的响应速度、体积小利于薄型化设计及环保无汞等特点, 是各主要电视厂商主打的卖点。随着 LED 产量上升、性能改进, LED 背光源的成本正在迅速下降(40"LED 背光源成本 1 季度为 118 美元, 预计 4 季度将下降至 100 美元)。DisplaySearch 预计 2010-2012 年 LED 在 LCD TV 背光源领域的渗透率将达到 9.8%, 21.9%, 32.1%, 用于液晶电视的 LED 背光面板将会从 2009 年的 360 万片增长到 2010 年的 1510 万片。

图 6 LED 背光源渗透率预测



数据来源: Displaysearch, 湘财证券研究所

图 7 LED 加速渗透笔记本电脑背光领域



数据来源: Displaysearch, 湘财证券研究所

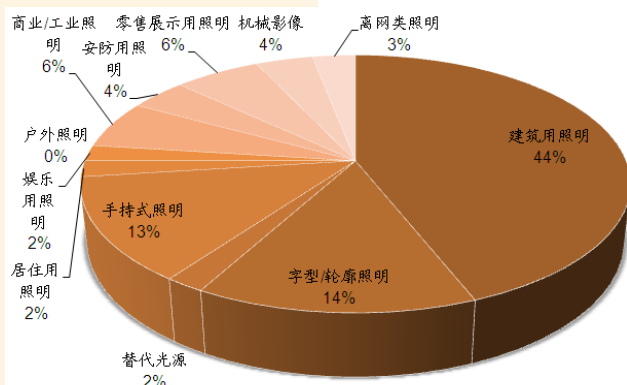
为了更明确的进行差异化, 笔记本电脑品牌厂商今年卷土重来, 推出全系列的薄型 Notebook PC, LED 背光源正逢其时。2008 年 9 月, 全球第二大电脑厂商戴尔(DELL)公开承诺, 到 2010 年, 戴尔所生产的笔记本电脑将全部使用 LED 背光源; 随后, 台湾电脑厂商宏碁也立即宣布, 从 2009 年起 14.1 寸以下主力笔记本电脑将全面导入 LED 背光源。英国研究机构 IMS Research 指出, 戴尔此举将使得许多笔记本电脑厂商陆续从 2009 年、2010 年起在笔记本电脑中更多地采用 LED 背光源, 甚至引发超薄型笔记本电脑采用 LED 背光源。IMS Research 估计, 2008 年全球 10% 的笔记本电脑采用 LED 背光源, 创造 2 亿美元 LED 市值; 预计 2010 年全球将有 50% 的笔记本电脑采用 LED 背光源, 并创造 8 亿美元 LED 市值。

DisplaySearch 统计数据则更为乐观, 笔记本电脑面板的渗透率由 2009 年第一季的 36% 扩大到 2010 年第一季的 81.5%, 展望到今年年底预计渗透率将高达 97.7%。

根据 Strategy Unlimited 统计 07 年全球 LED 照明市场规模仅有 3.3 亿美元, 其中主要市场为建筑用照明, 市场规模达到 1.5 亿美元, 占 LED 照明市场的 45% 左右, 字型/轮廓照明及手持式照明, 分别占整体市场 14% 及 13%。虽然 LED 照明主要有 12 大应用领域, 但其他领域的市场规模仍然较小, 仅占比 0%-6%。

基于对 LED 照明市场的乐观预期，Strategy Unlimited 预测随着 LED 技术不断进步及应用领域的开拓，2012 年 LED 照明市场规模将达到 16 亿美元，07-12 年复合增长率达到 37%。

图 8 LED 照明应用结构



数据来源：Strategy Unlimited, IEK, 湘财证券研究所

图 9 LED 照明市场规模预测



数据来源：Strategy Unlimited, IEK, 湘财证券研究所

国内企业迅速切入 LED 封装市场

LED 封装是指用环氧树脂或有机硅等材料把 LED 芯片和支架包封起来的过程。是衔接 LED 芯片生产与 LED 应用的关键一步。LED 器件封装主要有 Lamp LED 及 SMD LED 两种封装方式。

表 2 LED 器件封装形式分类

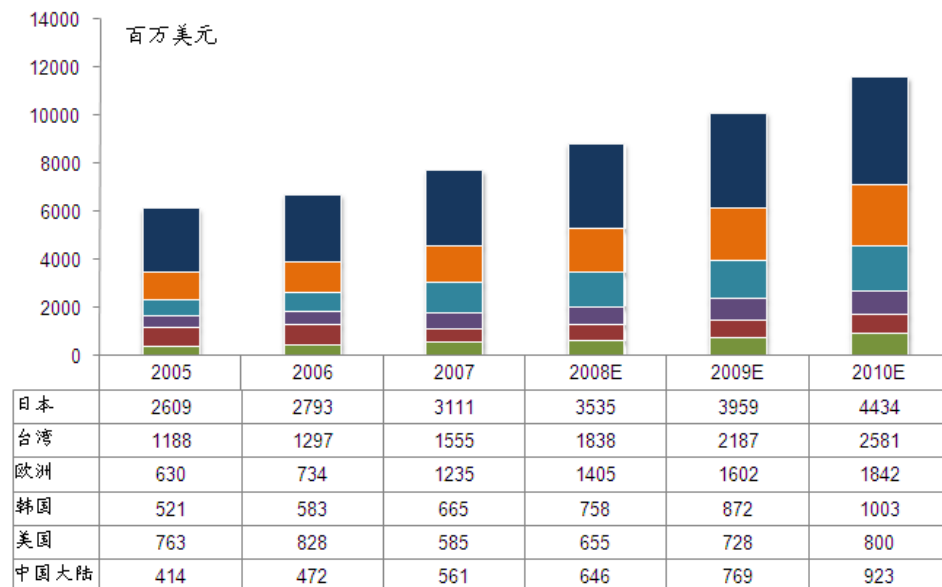
LED 分类			主要应用领域
Lamp LED			家用电器、消费电子产品、户外显示屏、仪器仪表、交通信号、汽车照明、验钞机
SMD LED	Chip LED		家用电器、消费电子产品、户内全彩显示屏、仪器仪表、手机
	PLCC LED	TOP LED	户内外全彩显示屏、中小尺寸背光源、汽车照明、霓虹灯、广告牌、城市亮化工程、室内照明
		Sideview LED	小尺寸背光源
	High Power LED		通用照明、城市亮化工程、大尺寸背光源、特种照明

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

从整个封装产业来看，2007 年全球 LED 封装总产值达 77.12 亿美元，未来几年受中大尺寸 LCD 背光源、汽车照明及通用照明等新兴领域的拉动，台湾光电科技

工业协进会(PIDA)预计 2005-2010 年全球 LED 封装总产值年均复合增长率(CAGR)为 13.6%，至 2010 年全球 LED 封装市场总产值达 115.83 亿美元。

图 10 全球 LED 封装业产值



数据来源：PIDA，湘财证券研究所

从封装产值区域分布来看，日本为全球最大封装地区，近几年其全球市场占有率约为 40%，但呈现逐年下降趋势，预计 2010 年下降至 38%；台湾封装总产值居全球第二，全球市场占有率约为 20%，呈逐年上升趋势；欧洲 LED 封装产业近几年发展迅速，预计 2010 年其封装产值约占全球 15%；美国封装产业的全球市场占有率近几年呈下降趋势，预计 2010 年其封装产业的全球市场占有率将由 2005 年的 12.5% 下降到 6.9%；韩国封装产业的全球市场占有率近几年基本维持在 8.6%；随着中国大陆封装企业及其产能的快速扩张，近几年中国大陆封装产业的全球市场占有率稳步上升，预计 2010 年将达到 8%。全球 LED 封装行业正在形成“日本独大、台湾地区与欧洲齐进、美韩中平分秋色”的竞争格局。

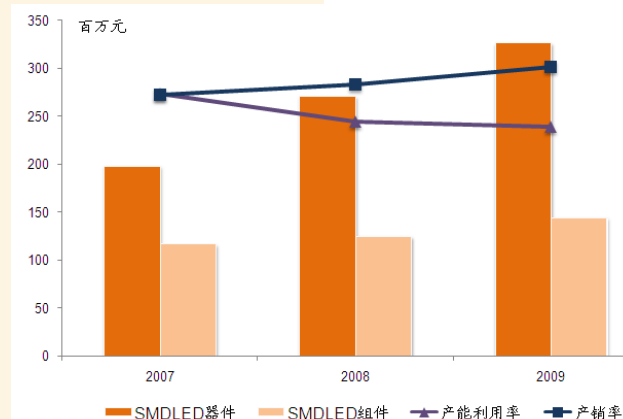
公司业务分析

重点发展 SMD LED 产品，LAMP LED 丰富产品线

半导体发光器件的发展趋势主要反映在两个方面：一方面，通用照明领域要求 LED 实现高功率、高亮度；另一方面，电子产品向“轻、薄、短、小”的方向发展，要求 LED 实现相应的微型化。

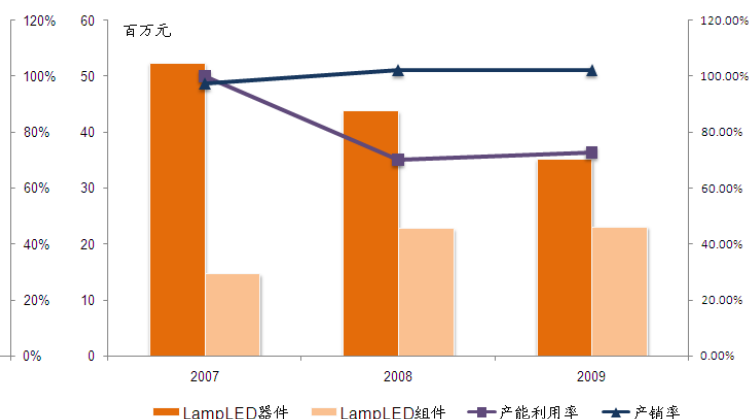
LED 的功率化和微型化决定了 SMD LED 将成为 LED 重要的产品发展方向，也是国星光电重点发展的产品系列。

图 11 SMD LED 器件、组件产品线运营情况



数据来源：招股意向书，湘财证券研究所

图 12 Lamp LED 器件、组件产品线运营情况



数据来源：招股意向书，湘财证券研究所

近三年,公司对 SMD LED 产能进行大幅扩充,重点发展附加值较高的 SMD LED, SMD LED 产品销售收入相应增加,近三年营业收入增长率分别为 86.04%、25.82%、18.95%。

根据中国光学光电子行业协会光电器件分会 2007 年的统计,不含外资企业,2004-2006 年,公司 LED 产量占全国 LED 产量的比例分别为 2.28%、2.8%、4.10%,LED 生产规模位居全国前三名;公司 SMD LED 产量占全国 SMD LED 产量的比例分别为 17.86%、22.27%、34.00%,SMD LED 生产规模全国最大。

赛迪顾问研究指出,2008 年中国 LED 市场销售额位于前十位的企业中,前七位分别被中国台湾厂商、美国 Cree、日本 Nichia 占据,中国大陆本土封装企业国星光电位列第八位。

Lamp LED 产品由于在封装技术、封装设备和资金等方面的要求均较低,导致市场竞争激烈,因此国星光电该业务近 3 年发展保持稳定,产品线主要用以满足部分客户在购买 LED 组件及其他产品时对指示灯等配套产品的需求。

公司 LED 产品主要客户为格力电器、美的电器等大型家电类客户,大客户近几年业务规模逐渐扩大且其产品更广泛地使用 LED 部件,带动公司 LED 业务规模的增长。2007 年、2008 年 LED 业务的营业收入增长率分别为 59.62%、21.16%。

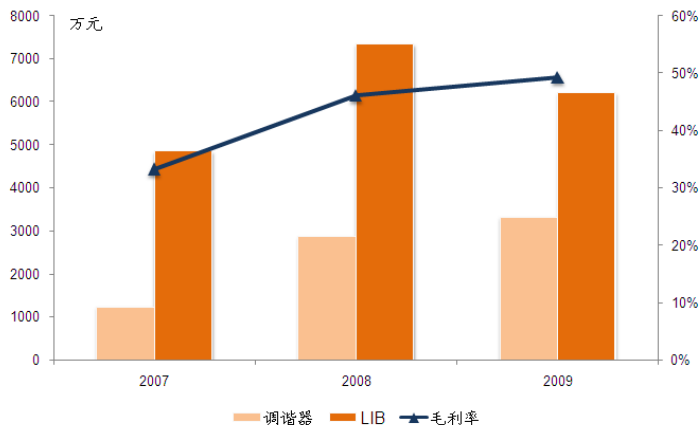
加工业务高毛利率,提供稳定利润

公司二十多年来一直为日本三洋电波工业株式会社提供调谐器和 LIB(锂电池)电源管理器的来料加工。

LIB(锂电池)电源管理器主要用于手机,业务收入随手机市场需求波动。各大手机厂商在 2007 年底、2008 年初对未来预期乐观,使得国星光电 LLIB(锂电池)电源管理器订单数量大幅增加。2008 年 LIB(锂电池)电源管理器业务的加工收入

7345.05 万元，较 2007 年的 4852.71 万元增加 51.36%。2009 年由于手机市场受全球金融危机影响而出现需求下降，导致手机用 LIB(锂电池)下滑 15.40%。

图 13 国星光电加工类业务分产品收入及毛利率



数据来源：招股意向书，湘财证券研究所

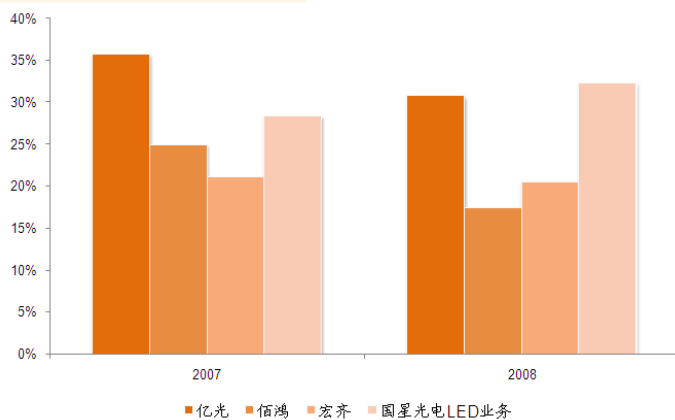
调谐器业务受益于模拟电视向数字电视强制转换以及主要客户的业务发展，2008 年该业务收入大幅增长 133.03% 达到 2,865.99 万元，2009 年则小幅增长 15.97%。

加工业务近 3 年来一直维持高毛利率水平，2009 年加工业务毛利率达到 49.22%。该项业务对公司资金投入要求低，有利于公司积累发展资金，支持自主产品发展。

产品结构提升盈利能力

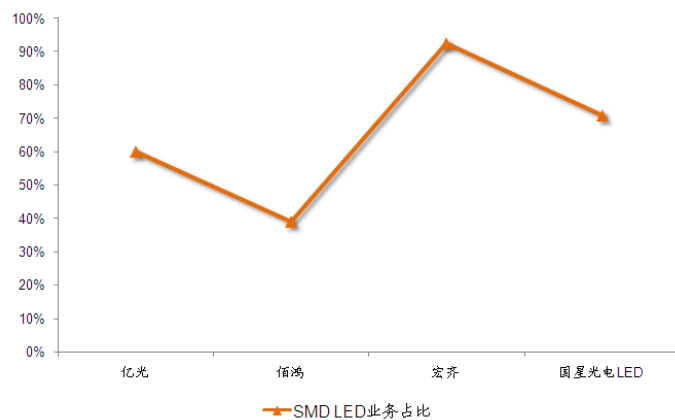
国星光电 LED 业务与台湾封装大企业相比，盈利能力较强，毛利率高。产品结构是国星光电综合毛利率较高的主要原因。以 2007 年数据分析，国星光电 SMD LED 业务占比达到 70.89%，仅次于台湾宏齐。

图 14 国星光电 LED 业务毛利率与同行比较



数据来源：招股意向书，湘财证券研究所

图 15 国星光电与同行 SMD LED 业务占比

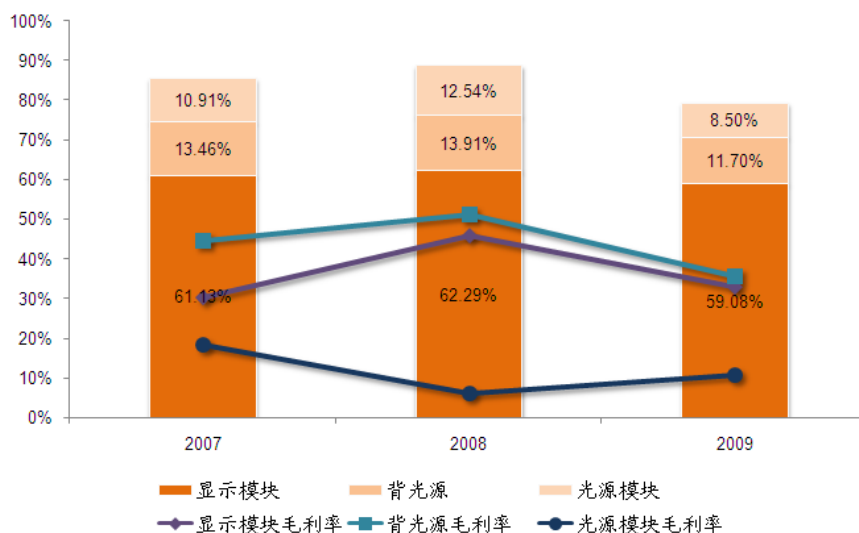


数据来源：招股意向书，湘财证券研究所

SMD LED 作为附加值较高的 LED 产品，毛利率高于传统的 Lamp LED 产品。国星光电拥有较大的 SMD LED 器件产能，近三年，公司利用规模优势和技术优势，针对客户适时发展了个性化要求较高的 SMD LED 组件。

SMD LED 组件主要分为显示模块、背光源及光源模块，高端品种显示模块占比高带动 SMD LED 业务毛利率的提升。显示模块作为公司的优势产品，其“片式 LED 显示模块”、“半导体发光彩色显示模块”、“基于 LED 背光源的车载显示模块”分别在 2004 年、2005 年和 2006 年被评为省级重点新产品，客户满意度较高。2009 年 7 月，公司 LED 显示模块入选广东省科技厅、省发改委、省经贸委、省财政厅、省知识产权局、省质监局联合认定的全省首批 130 项自主创新产品。同时国星光电 LED 显示模块皆为个性化订制产品，成品难度大，对生产厂家的设计能力、生产工艺、订单完成及时性水平要求较高，因此，在该类产品上，公司对下游客户具有一定的议价能力，能够在较长时间内保持比较高的毛利率水平。

图 16 国星光电 SMD LED 主要产品比重及毛利率



数据来源：招股意向书，湘财证券研究所

募投项目增强综合竞争力

本次发行募集资金投资“新型表面贴装发光二极管技术改造项目”、“功率型 LED 及 LED 光源模块技术改造项目”、“LED 背光源技术改造项目”及“半导体照明灯具关键技术及产业化”，项目投资总额为 5.14 亿元，拟用募集资金投入金额为 5.04 亿元。

表 3 本次募集资金投入项目

项目名称	项目投资总额	拟用募集资金投入金额	项目进度
新型表面贴装发光二极管技术改造项目	19,489.07万元, 其中: 固定资产投资16,451.07万元, 土地投资300万元, 铺底流动资金2,738万元	19189.07万元	24 个月
功率型 LED 及 LED 光源模块技术改造项目	17,781.11万元, 其中: 固定资产投资15,407.11万元, 土地投资300万元, 铺底流动资金2,074万元	17481.11万元	24 个月
LED 背光源技术改造项目	7,666.83万元, 其中: 固定资产投资6,209.83万元, 土地投资200万元, 铺底流动资金1,257万元	7466.83万元	18 个月
半导体照明灯具关键技术及产业化	6,496.05万元, 其中: 固定资产投资5,464.05万元, 土地投资200万元, 铺底流动资金832万元	6296.05万元	18 个月
合计	51,433.06万元	50433.06万元	

资料来源: 招股意向书, 湘财证券研究所

新型表面贴装发光二极管技术改造项目

该项目达产后, 将新增 Chip LED 2 亿只/月, PLCC LED 4000 万只/月的生产规模, 其中: 76%用于对外销售, 24%用于公司自用。Chip LED 主要销售给手机、LED 户内显示屏、LCD 背光源等领域的客户; PLCC LED 则主要销售给汽车照明、景观装饰照明、室内照明、LED 户内户外显示屏、LCD 背光源等领域的客户。自用部分主要用于 LED 显示模块、LED 背光源、LED 光源模块, 预计公司生产的 LED 显示模块年新增需求 Chip LED 达到 3.5 亿只, 自产的 LED 背光源需要 Chip LED 和 PLCC LED 共需 2.9 亿只, LED 光源模块年需求 PLCC LED 4542 万只。

该项目预计年均销售收入 45799 万元, 实现税后利润 6937 万元。

功率型 LED 及 LED 光源模块技术改造项目

公司目前已建立了包括管芯安放、金线键合、封装、测试、编带、包装等工序的批量生产线, 可实现单芯片 0.5W 和 1W 级 LED 产品的批量生产, 以及多芯片组合封装 1W~10W 等多种规格白光器件的小批量生产, 目前已达到 300 万只/月的生产规模, 产品综合性能指标达到当前国内同类产品领先水平。该项目将改造功率型 LED 及 LED 光源模块生产线, 提高工艺水平, 年新增 12,000 万只功率型 LED 及 1,200 万块 LED 光源模块, 产品主要技术指标达到国际先进水平。

达产后 84%的功率型 LED 和 83%的光源模块用于对外销售, 16%的功率型 LED 和 17%的光源模块用于公司自用。对外销售部分, 主要销往道路照明、中小尺寸

LCD 背光源、景观装饰照明、室内照明等领域的客户，自用部分则用于半导体照明灯具、LED 背光源及 LED 光源模块。

该项目预计年均销售收入 34847 万元，实现税后利润 5066 万元。

LED 背光源技术改造项目

公司自主研究开发 LED 背光源技术和工艺，计划通过该项目，在原有 360 万块/年生产规模的基础上继续扩大生产、优化工艺、增加品种，建设新增年产 LED 背光源 1566 万块的生产线，产品技术指标达到国内先进水平。产品全部对外销售，主要销售给家电、手机、笔记本电脑、LCD TV 等领域的客户。

该项目预计年均销售收入 19704 万元，实现税后利润 2407 万元。

半导体照明灯具关键技术及产业化

公司目前 LED 条形灯、LED 功率射灯等已经开始小批量生产，但是生产规模还不够大、品种还不够齐全。公司计划通过该项目的实施，组建三条半导体照明灯具生产线，购买一批专用设备、检测设备及可靠性试验设备，提高生产工艺水平，同时建立半导体照明灯具性能检测评估中心。项目达产后，将形成大功率 LED 路灯 3 万盏/年、各种通用 LED 灯具 100 万套/年、各种亮化工程用条形灯 12 万米/年的生产能力，产品主要技术指标达到国际先进水平。主要销售给通用照明、特种照明和景观装饰照明等领域的客户。

该项目预计年均销售收入 13015 万元，实现税后利润 1455 万元。

盈利预测与估值

国星光电作为国内 LED 封装产业的龙头，目前规模已处于国内前三，公司在 LED 行业多年发展已积累了强大的技术优势、产品优势与性价比优势。通过此次公开发行，国星光电将顺利扩充产能，增加 SMD LED 产品业务规模，同时各募投项目间联系紧密，基本为上下游应用关系，拓展 LED 封装与应用产业链，非常有利于公司未来发展。

假设募投项目按照计划顺利实施，预计 SMD LED 器件的快速增长将在 2011 年底，而 SMD LED 组件业务的则将在 2011 年中贡献利润。LED 背光源项目与半导体照明灯具技改项目的实施，将带动 Lamp LED 组件业务的需求，考虑到 Lamp LED

并不是公司重点发展的业务方向，我们预计 Lamp LED 业务增长将维持在较稳定的发展速度。

毛利率方面，考虑到未来 LED 产品价格下降的趋势以及劳动力上升的压力，我们预计毛利率将下滑，但公司自身产品结构的优化与管理效率的提升是积极因素。

我们预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 8.22 亿元、11.27 亿元、17.95 亿元。以本次发行后股本计算，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.736、1.024、1.556 元，给予公司 2009 年摊薄后每股收益 40-45 倍市盈率区间，对应股价为 21.36-24.03 元。

表 4 公司分产品业务预测

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	566.72	627.91	821.98	1127.30	1794.80
SMDLED 器件	271.19	326.7	473.72	615.83	1077.70
SMDLED 组件	124.7	144.19	170.14	313.07	500.90
LampLED 器件	43.79	35.22	33.46	33.79	34.13
LampLED 组件	22.74	23.1	25.41	27.95	29.35
加工	102.11	95.38	114.46	131.62	147.42
其他业务	2.19	3.31	4.80	5.04	5.29
二、营业成本	369.43	418.00	550.53	760.06	1212.75
SMDLED 器件	181.68	218.08	319.76	418.76	732.84
SMDLED 组件	76.14	100.58	119.10	219.15	348.13
LampLED 器件	36.84	30.74	29.11	29.30	29.69
LampLED 组件	18.22	18.2	20.07	21.94	22.89
加工	55.08	48.44	59.52	67.79	75.92
其他业务	1.48	1.96	2.97569	3.12447	3.2807

数据来源：湘财证券研究所

表 5 公司利润预测(单位:百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	627.91	821.98	1127.30	1794.80
减: 营业成本	418.00	550.53	760.06	1212.75
营业税金及附加	3.21	4.26	5.84	9.30
营业费用	16.62	21.75	29.83	47.49
管理费用	52.19	68.32	93.69	149.17
财务费用	3.08	-14.27	-28.18	-28.31
资产减值损失	2.16	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.06	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.01	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	132.72	191.39	266.06	404.39
加: 其他非经营				
损益	4.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	137.43	191.39	266.06	404.39
减: 所得税	19.39	28.71	39.91	60.66
净利润	118.04	162.68	226.15	343.73
减: 少数股东损益	3.16	4.35	6.05	9.20
归属母公司股东净				
利润	114.88	158.33	220.10	334.53
EPS (元)	0.534	0.736	1.024	1.556

资料来源: 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。