

国星光电 (002449) 定价报告

定价区间
23.93—27.34 元

信息技术/ 电子元器件

发布时间: 2010 年 7 月 15 日

投资要点:

- 公司是从从事 LED 器件及其组件的研发、生产与销售; 从封装形式来看, 公司产品主要有两大系列, 即 Lamp LED 器件及其组件和 SMD LED 器件及其组件, 公司目前是中国大陆前三大 LED 封装企业之一, 同时是产量最大的 SMD LED 封装企业 (不含外资企业)。
- 公司主要利润来源为自主产品 LED, 其中附加值较高的 SMD LED 产品维持了较高的毛利率, 对公司整体毛利贡献率也最高。
- 公司 SMD LED 产品中 SMD LED 器件通用性较强, 毛利率较为稳定, SMD LED 组件属于定制产品, 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。
- 加工业务毛利率较高, 且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。
- 本次募投项目建成后, 将利于公司进一步巩固其在国内 SMD LED 领域的领先地位, 在背光源领域和大功率半导体照明领域也将取得突破性进展, 进而优化公司产品结构, 提升公司核心竞争力。
- 我们认为公司合理价值区间在 23.93-27.34 元, 对应 2010 年动态 PE 为 35 倍至 40 倍。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	62,791	10.8	11,804	7.27	0.53			
2010E	81,640	30	14,689	27.03	0.68			
2011E	134,706	65	23,543	59.07	1.09			
2012E	214,183	59	36,325	53.61	1.69			

发行数据	2009 年
发行前股本 (万股)	16,000
发行数量 (万股)	5,500
发行价格 (元)	28.00
发行前 EPS (元)	0.72
发行后 EPS (元)	0.53
发行前每股净资产 (元)	2.75
发行日期	2010-7-5
上市日期	2010-7-16
主承销商	广发证券

分析师: 吴娜

执业证书编号: S0550108101210

TEL: (8621)6337 7000-270

FAX: (8621)6337 3209

Email: wln_nesc@163.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、 公司基本情况简介

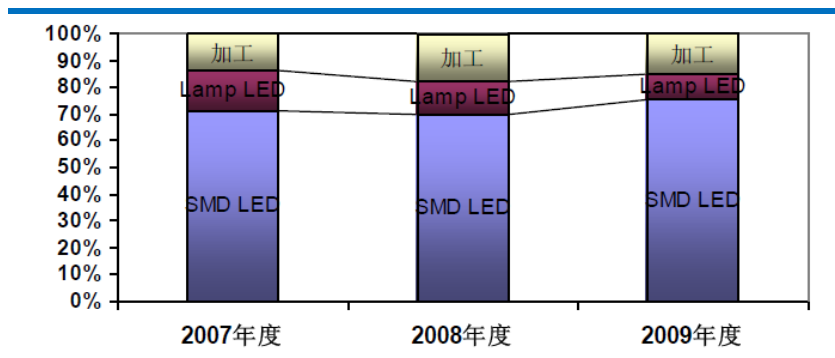
公司是从事 LED 器件及其组件的研发、生产与销售；从封装形式来看，公司产品主要有两大系列，即 Lamp LED 器件及其组件和 SMD LED 器件及其组件，公司目前是中国大陆前三大 LED 封装企业之一，同时是产量最大的 SMD LED 封装企业（不含外资企业）。下游用户涉及消费类电子产品、家电产品、计算机、通信、平板显示及亮化工程领域。

此外，公司从 1987 年开始为日本三洋电波提供调谐器和 LIB 电源管理器的来料加工，即由日本三洋电波提供主要生产设备及主要原材料，本公司提供生产服务，产成品、不良品全数交付日本三洋电波。

二、 SMD LED 是公司收入和利润的最主要构成部分

公司营业收入主要由 SMD LED、Lamp LED 及加工收入构成，SMD LED 为公司营业收入的最主要组成部分，且不断增长。

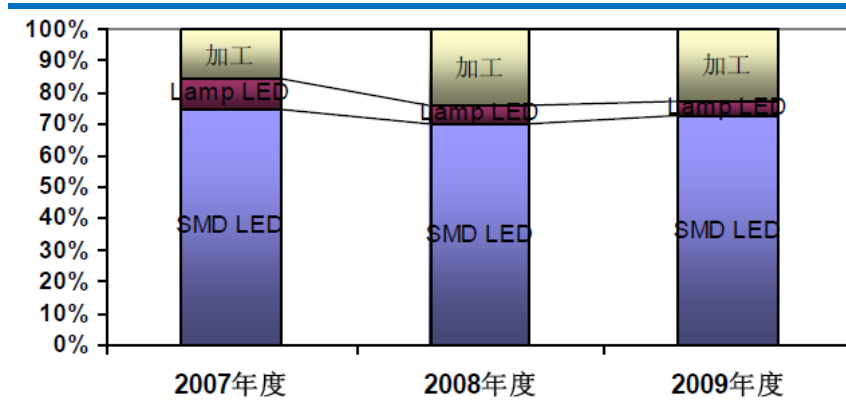
图 1：公司营业收入构成



资料来源：公司招股书。

公司主要利润来源为自主产品 LED，其中附加值较高的 SMD LED 产品维持了较高的毛利率，对公司整体毛利贡献率也最高；Lamp LED 产品的毛利率基本维持稳定，07 年以来略微降低，因该产品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，业务量有限，对毛利贡献率呈现下降趋势。

图 2：公司毛利构成



资料来源：公司招股书，东北证券金融与产业研究所。

三、 加工业务有利于公司积累资金，支持自主产品发展

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，作为长期合作伙伴，公司积累了丰富的加工经验，加工产品质量能够较好地符合客户的要求。

公司加工业务主要集中在两大类产品，一是调谐器，二是 LIB（锂电池）电源管理器。加工业毛利水平较高，且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。

表 1：公司加工业务营收增长情况

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度
	金额(万元)	增长率(%)	金额(万元)	增长率(%)	金额(万元)
调谐器	3,323.66	15.97	2,865.99	133.03%	1,229.90
LIB	6,214.27	-15.40	7,345.05	51.36	4,852.71
合计	9,537.93	-6.59	10,211.04	67.87	6,082.61

数据来源：公司招股书。

四、 具有高附加价值的 SMDLED 产品是公司发展重点

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，也是公司现在及未来重点发展的产品系列。

具体来看，成熟产品 Lamp LED 器件及其组件的毛利率呈逐步下降趋势，SMD LED 器件的毛利率稳定在一个相对较高的水平。公司 SMD LED 产品中 SMD LED 器件通用性较强，毛利率较为稳定，SMD LED 组件属于定制产品，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。

表 2：公司各业务及分产品毛利率情况

产品类别	2009 年度	2008 年度	2007 年度
Lamp LED 器件	12.73%	15.86%	17.18%
Lamp LED 组件	21.24%	19.90%	23.47%
Lamp LED 综合毛利率	16.10%	17.24%	18.55%
SMD LED 器件	33.25%	33.01%	31.23%
SMD LED 组件	30.25%	38.94%	29.13%
SMD LED 综合毛利率	32.33%	34.88%	30.45%
加工	49.22%	46.06%	33.27%
公司综合毛利率	33.43%	34.81%	29.06%

资料来源：公司招股书。

表 3: 公司与台湾 LED 封装大企业的毛利率对比简表

	2008 年	2007 年度
亿光 (Everlight)	30.78%	35.79%
佰鸿 (Brightled)	17.50%	24.94%
宏齐 (Harvatek)	20.55%	21.14%
平均值	22.94%	27.29%
国星光电综合	34.81%	29.06%
国星光电 LED 业务	32.34%	28.36%

资料来源: 公司招股书。

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, 随着 SMD LED 产能的不断扩充和销售计划的有效执行, 公司 SMD LED 产品销售收入相应增加。

表 4: 公司 LED 器件产能扩充情况

产品	项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
Lamp LED 器件	产能 (万只)	36,000.00	36,000.00	36,000.00
	产量 (万只)	26,131.96	25,212.22	35,958.40
	产能利用率 (%)	72.59	70.03	99.88
SMD LED 器件	产能 (万只)	257,000.00	240,000.00	180,000.00
	产量 (万只)	210,708.38	201,230.90	168,671.91
	产能利用率 (%)	81.99	83.85	93.71

资料来源: 公司招股书。

五、募投项目基本情况

公司本次募集资金将主要用于以下四个项目的投资:

项目一: 新型表面贴装发光二极管技术改造项目; 项目二: 功率型 LED 及 LED 光源模块技术改造项目; 项目三: LED 背光源技术改造项目; 项目四: 半导体照明灯具关键技术及产业化。上述四个项目拟投资金额合计 50433.26 万元。

项目一建成后, 将新增 Chip LED 2 亿只/月, PLCC LED 4,000 万只/月的生产规模; 项目二建成后, 将实现年产 12,000 万只功率型 LED 和 1,200 万块光源模块的生产规模; 项目三建成后, 将在 LED 背光源原有 360 万块/年生产规模的基础上, 新增年产 1,566 万块的生产线; 项目四建成后, 将实现年产 LED 路灯 3 万盏, 各种通用 LED 灯具 100 万套, 景观亮化用灯条 12 万米的生产规模。

那么, 本次募投项目建成后, 公司将进一步巩固其在国内 SMD LED 领域的领先地位, 在背光源领域和大功率半导体照明领域也将取得突破性进展, 进而优化公司产品结构, 提升公司核心竞争力。

六、合理估值区间

我们预测公司 2010 年、2011 年、2012 年营业收入分别为 8.16 亿元、13.47 亿元和 21.42 亿元, 同比增速分别为 30%、65%和 59%; 对应净利润分别为 1.5 亿元、2.38 亿元和 3.65 亿元, 同比增速分别为 27.12%、58.67%和 53.36%; 给予 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS (全面摊薄后) 分别为 0.68 元、1.09 元和 1.69

元。

当前与公司可比的 A 股上市公司的当前估值情况如下：对应 2010 年动态 PE 在 24 倍至 68 倍，平均水平在 44 倍左右，去掉最高值的平均 PE 在 35 倍；考虑公司主营业务为 LED 封装业务，同时考虑其 SMD LED 产品相对较高的盈利能力，我们认为公司合理价值区间在 23.93 元至 27.34 元，对应 2010 年动态 PE 为 35 倍至 40 倍。

表 5：可比上市公司估值水平对照

简称	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
通富微电	13.40	0.1700	0.3547	0.4754	0.5721	77.22	37.78	28.18	23.42
华天科技	8.27	0.2687	0.3441	0.4696	0.5823	40.01	24.03	17.61	14.20
士兰微	15.86	0.1900	0.3481	0.4870	0.6755	83.64	45.56	32.56	23.48
三安光电	41.77	0.7100	0.6152	0.9812	1.1448	128.77	67.90	42.57	36.49
平均	19.83	0.33	0.42	0.60	0.74	82.41	43.82	30.23	24.40

数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。