

近期看显示屏市场增长，未来受益功率照明

国星光电 (002449) 评级: 中性 (维持)

股价: 33.52 元

目标价位: 34.8 元

调研报告

2010 年 8 月 16 日 星期一

TMT 小组

袁 琤 (证书编号: S0630210040002)

021-50586660-8614

yc@longone.com.cn

电子元器件行业

联系人: 周峰

021-50586660-8619

zhouf@longone.com.cn

6 个月目标价位	34.8
升值潜力 (%)	3.82
目标价确定日期:	2010.8.16

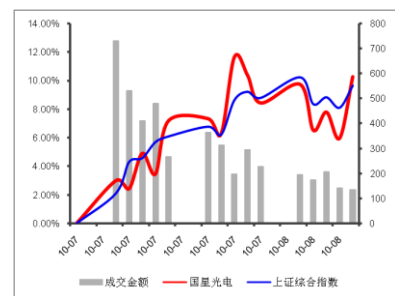
重要数据

总股本(亿股)	2.15
流通股本(亿股)	0.44
总市值(亿元)	72.05
流通市值(亿元)	14.74

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	18.16	11.78
3 个月	18.16	21.99
6 个月	18.16	31.79

个股相对上证综指走势图



相关报告

《国内领先的 LED 封装企业》

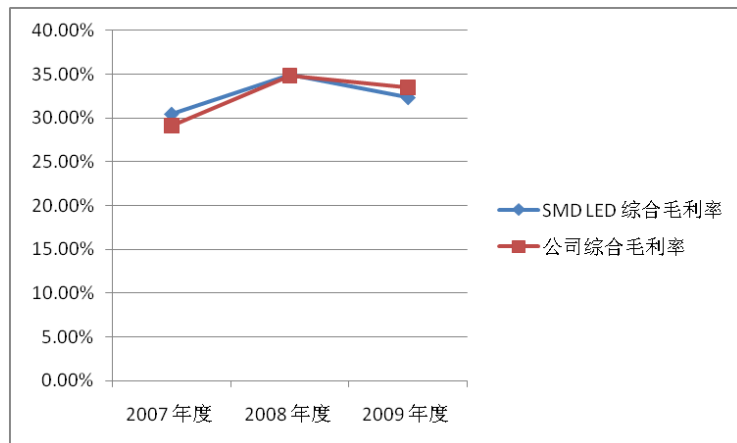
2010 年 7 月 19 日

投资要点

主要观点: 公司是在技术、规模、管理、团队等方面经过时间积累的 LED 封装企业。公司基于 PCB 的封装方案有一定优势，可应用于普通及功率 LED 封装，未来应可受益 LED 照明行业。近期公司增长主要来源于 LED 显示屏领域，其他市场领域比较平稳。

- **LED 封装主流企业之一。** 公司是国内具有规模优势的封装企业，去年产值超过 6 亿；若包含外资企业，去年产值约排第 6。公司主要产品为高端产品-SMD 产品，产品结构切合行业发展方向。产品系列齐全：09 年家电客户（显示面板、指示等）占比 30%以上，室内室外彩屏占比 20%以上，小尺寸背光源占比 10%以上，功率照明占比 8%以上。
- **公司在封装领域维持较高综合毛利率源于技术、管理、质量综合优势。** 近三年公司毛利率维持在 30%以上，与台系封装企业相比，虽规模上有差距，毛利率却能不相上下，源于①公司自行设计基于 PCB 的封装结构，与其他封装结构（基于引脚+塑料件）相比，封装材料成本、封装效率、应用环节使用成本等方面具有优势；②公司专注于封装领域，在生产管理、质量控制具有深厚积累，形成了自身优势；③产品个性化方面比较突出。

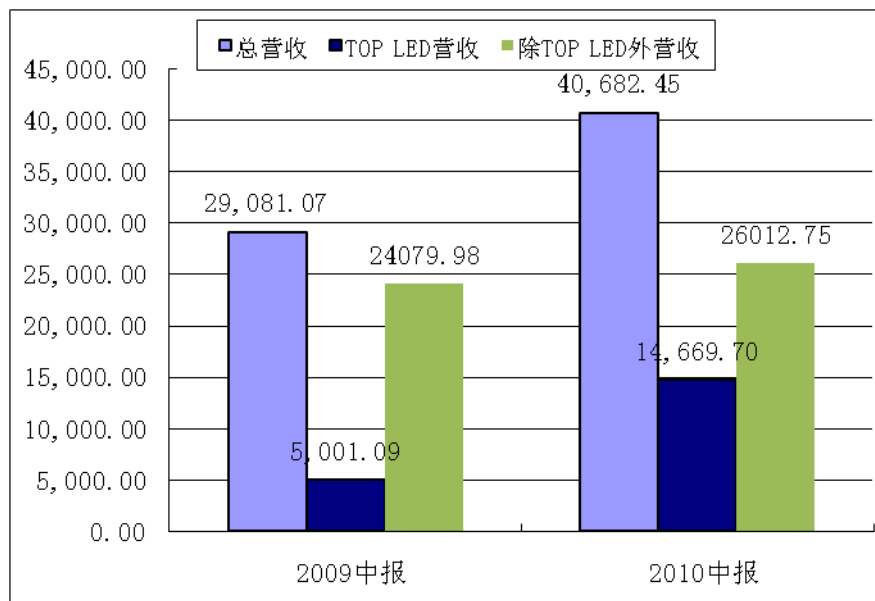
图 1. 07-09 年公司毛利率及主要产品 SMD 毛利率



资料来源: 招股说明书

- **近期显示屏领域是增长看点，未来受益 LED 照明可期。**2010 年上半年营收 4.07 亿，同比增 39.89%；其中 TOP LED 1.47 亿，同比增 193.33%，除 TOP LED 外产品 2.60 亿，同比增 7.96%；可见 TOP LED 为近期增长主要来源。SMD TOP 主要用于显示屏领域，受益于室内显示屏市场景气，预期下半年在亚运会等活动带动下显示屏业务增长可期。

图 2. 09-10 年收入增长情况



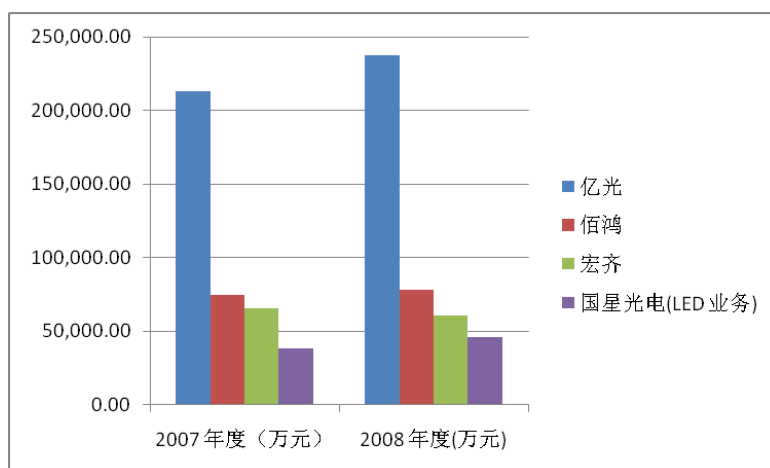
资料来源：公司公告

功率照明目前占主营比例不高，但公司基于 PCB 的封装方案同样可应用于功率型 LED 封装，公司功率型产品的散热等性能指标已经经过检验，并已经量产，今年营收占比有望超过 10%。未来若照明市场启动，公司应能充分分享行业爆发。

- **公司历经时间积累，正处于扩张机遇期。**公司创始于 1969 年，已有超过 40 年经营历史，在公司工龄超过 20 年的中高层人员不在少数；超过 2/3 的中高层人员享有公司股权。自 02 年公司改制后，公司业务进入高速发展期，从 02 年第 1 片片式 LED 面世后，至今一直处于扩产发展状态。

上市扩大产能，显著提升规模。募投达产后，公司产能约提高 1 倍，届时，生产规模与台系企业规模大幅缩小差距，规模优势会更加突出。目前看来，SMD 技改项目在市场需求方面不存在问题，只要上游芯片供应正常。大功率项目方面，在工艺、技术方面的问题已经完全解决，静待市场的启动。

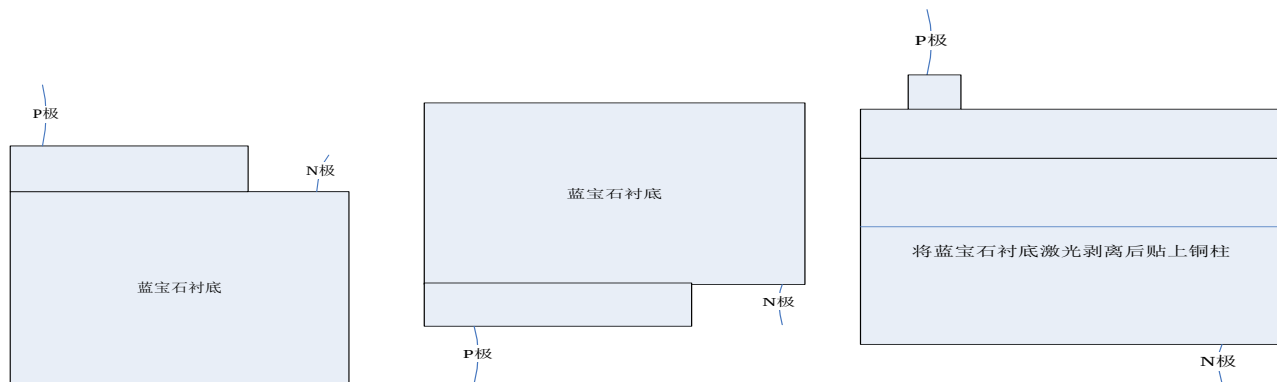
图 3. 07、08 年公司产值与主要台湾企业比较



资料来源：招股说明书

公司未来愿景是立足封装，延伸产业链。公司已投资上游芯片企业旭瑞光电 15% 股权，旭瑞光电主要生产垂直结构的 LED 芯片，该结构在散热性等方面具有技术优势，前景值得关注。此外，公司已成立了照明事业部，按照募投项目的计划进入照明应用领域。

图 4. LED 芯片正装、倒装及垂直结构



资料来源：实地调研

□ **投资评级。**我们认为公司近期受益行业景气，未来受益照明市场。预计 2010 年-2011 年公司的 eps 分别为 0.90 元, 1.16 元, 给予 2011 年 30 倍 PE, 目标价格 34.8 元, 鉴于目前股价已达 33.51 元, 维持中性评级。

□ **风险因素**

①行业竞争加剧降低产品毛利率的风险; ②通用照明领域启动时间晚于市场预期的风险。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	567	628	898	1,167
增长率	27.7%	10.8%	43.0%	30.0%
营业利润(百万元)	124	133	221	288
增长率	64.4%	7.2%	66.8%	30.3%
净利润(百万元)	107	115	193	250
增长率	70.3%	7.8%	68.3%	29.4%
每股净资产(元)	2.13	2.75	9.98	10.94
每股收益(元)	0.67	0.72	0.90	1.16
市盈率(P/E)	50.3	46.7	37.3	28.8
市净率(P/B)	15.7	12.2	2.5	2.3
ROE(%)	31.2	26.1	6.7	7.9
EV/EBITDA	#NAME?	#NAME?	23.7	18.1
息率(%)	#NAME?	#NAME?	0.5%	0.8%

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁琤, 电子行业分析师、复旦大学计算机系学士、英国杜伦大学金融投资学硕士, 曾在香港电讯盈科、中国外汇交易中心工作, 3 年行业工作经验, 2007 年 6 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 大立科技、顺络电子、国星光电、横店东磁、青岛软控、恒生电子、长电科技、歌尔声学、法拉电子、华微电子、得润电子等。

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122