

# 国星光电(002449)调研报告

最大内资 SMD 封装企业，抵抗市场风险能力较强

电子元器件/LED 封装

推荐

首次评级

发布时间：2010 年 11 月 10 日

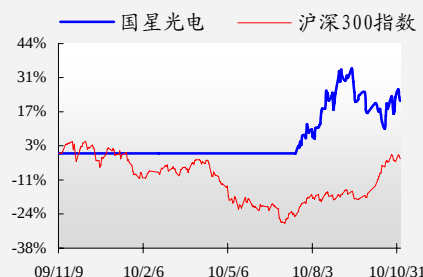
## 投资要点：

- **三季度业绩稍低于市场预期，属于正常经营波动。**单季度销售收入环比下降 7.34%，同比增速回落。毛利率同比环比均略有下降。主要原因有：(1)产量增大引起价格下滑；(2)第三季度用于家电产品的显示模块占比增大，该产品毛利率相对较低；(3)工人工资上涨。公司第四季度及明年显示屏等销售占比将增大，营收增速恢复，毛利率有望趋于稳定。
- **下游需求持续旺盛，产能配合需求稳步扩张。**公司主要产品的下游需求均有较高市场预期。2011 年家电显示模块和户内/半户外显示器件市场需求仍然强劲。公司募投项目及部分超募资金主要用于扩大 SMD 器件特别是 TOP 器件的产能以满足市场需求。用于通用照明和 LED 背光源的大功率器件占比仍较小，一旦突破可能有超预期增长。
- **公司具有核心竞争力，抵抗市场风险能力较强。**市场普遍认为公司所处封装环节技术含量不高，进入门槛低，很难维持目前的利润率。作为一家大型高端 LED 封装企业，公司在人才储备，技术储备和规模效应等方面有核心竞争力。公司是国内 SMD 封装的龙头，能够抵抗上游产能急增而导致 LED 芯片价格下降的冲击。
- **预测 2011 年 EPS 为 1.14 元，首次给予推荐评级。**不考虑公司明年 LED 背光源的市场开拓，我们预测公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.73 元，1.14 元和 1.43 元。考虑到未来几年 LED 相关行业及公司自身成长性较好，我们给予公司目标价为 39.6 元~45.6 元，对应于 2011 年 35~40 倍 PE。

## 业绩预测：

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公<br>司净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2009  | 62,460       | 10.21      | 11,490               | 7.81       | 0.53       |            | 69.6       |              |
| 2010E | 88,554       | 41.78      | 15,626               | 36.00      | 0.73       |            | 50.5       |              |
| 2011E | 132,511      | 49.64      | 24,521               | 56.92      | 1.14       |            | 32.4       |              |
| 2012E | 172,264      | 30.00      | 30,664               | 25.05      | 1.43       |            | 25.8       |              |

走势图



## 市场数据

2010/11/10

|          |         |
|----------|---------|
| 收盘价：     | 36.88 元 |
| 52 周最高价： | 38.80 元 |
| 52 周最低价： | 27.11 元 |
| 平均持仓成本：  | 34.76 元 |

## 基本数据

2010Q3

|             |        |
|-------------|--------|
| 总股本（万股）：    | 21,500 |
| 流通 A 股（万股）： | 5,500  |
| 每股收益（元）：    | 0.17   |
| 每股净资产（元）：   | 9.33   |
| 每股经营现金流（元）： | (0.10) |
| 市净率：        | 3.95   |

分析师：周思立 联系人：梅剑锋

执业证书编号：： S0550207100075

TEL: (8621)6336 7000-241

FAX: (8621)6337 3209

Email: meijf@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

## 一、公司处于产业链中游，主要业务是 SMD 封装

LED 产业链分为四个层次，上游为外延片、芯片制造，中游为 LED 封装，下游为各种 LED 应用，例如通用照明、户外显示屏、液晶背光源等。整体而言利润率逐级递减。公司属于中游封装企业，主要原材料是上游的显示芯片，约占原材料总成本 40%，由公司向台湾晶元光电、杭州士兰微、三安科技等企业采购。公司主要产品是 LED 器件和组件，产品分类及其示例如图 1 和图 2 所示。

SMD 封装是公司区别于国内其他封装厂商的核心竞争优势，公司目前是国内市场占有率最高的 SMD 封装内资企业。公司一直致力于加大 SMD 封装的投入，募投项目全部用于扩大 SMD 器件产能。其中 Top LED 和大功率 LED 是公司重点发展的产品，部分超募资金将用于扩大这两类 LED 产品产能。

图 1 国星光电产品结构及其应用

|                   |                |                    |                                |
|-------------------|----------------|--------------------|--------------------------------|
| 支架式<br>(Lamp)LED  | 家电、户外显示屏、汽车照明等 |                    |                                |
| 表面贴装式<br>(SMD)LED | 片式(Chip)LED    | 家电、户内全彩显示屏等        |                                |
|                   | PLCC LED       | 顶部发光<br>(Top)      | 户内外全彩显示屏，<br>中小尺寸背光源，室<br>内照明等 |
|                   |                | 侧面发光<br>(Sideview) | 小尺寸背光源等                        |
|                   | 大功率 LED        | 通用照明、大尺寸背光源等       |                                |

资料来源：公司公告，东北证券

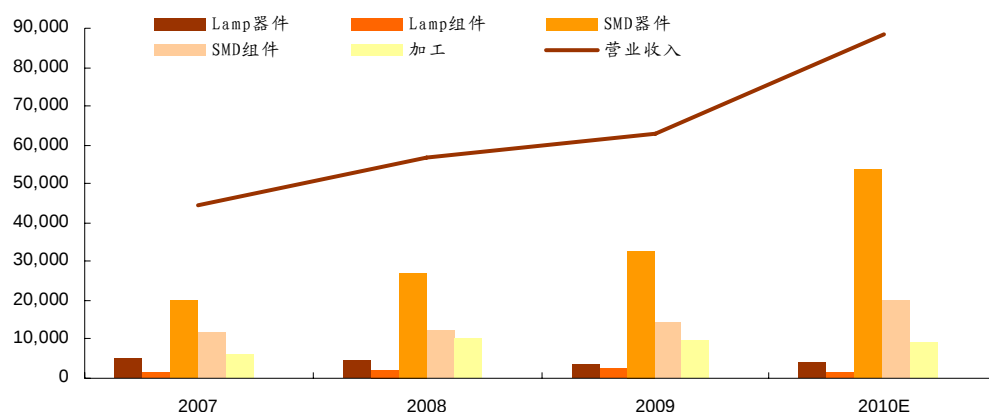
图 2 公司主要产品示例



资料来源：公司公告，东北证券

公司产品应用可以分成以下四类：第一类是向格力、美的等家电企业供应的显示模块，如空调上显示温度和风力等的显示屏。第二类是户内和半户外显示屏制造企业，公司在该领域占有较大的市场份额，但目前还没有涉及户外屏。第三类是照明，包括大功率器件和灯具，照明领域市场集中度较低，竞争相对激烈。第四类是代工，该业务较为稳定，但增长性不强。

图 3 国星光电销售收入结构（万元）

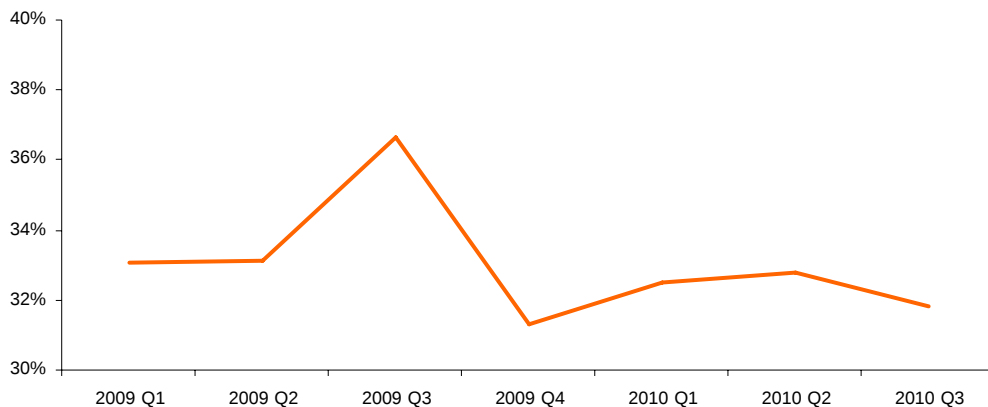


资料来源：公司公告，东北证券

## 二、公司三季度业绩稍低于预期，属于正常的经营波动

公司第三季度主营业务收入 2.13 亿元，同比下降 7.34%，环比也从第二季度的 53.10% 下降至 39.76%。更令市场担忧的是公司的综合毛利率在 2010 年有所下降，第三季度公司的综合毛利率再度下降至 31.83%。

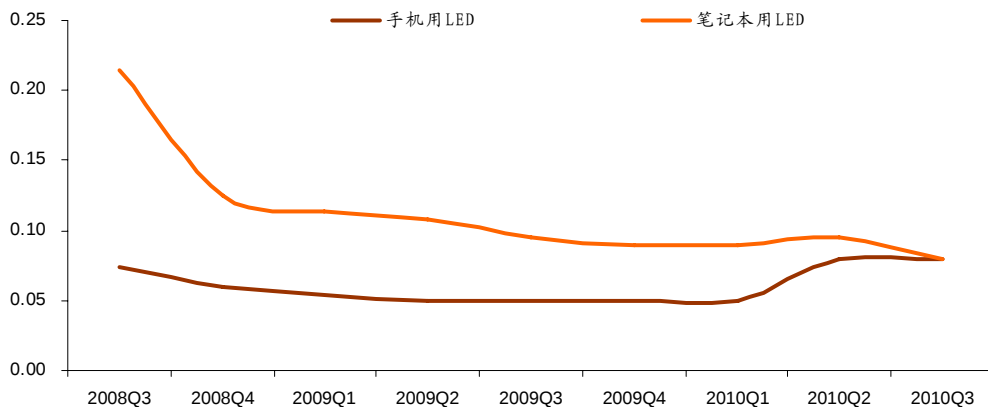
图 4 国星光电综合毛利率



资料来源：WIND，东北证券

我们认为三季度公司的业绩下滑和毛利率下降属于正常的经营波动，并非由于公司的基本面发生了变化。LED 行业下游需求一直较为旺盛，维持着 LED 器件的价格在 2009 年没有明显的下降。尤其在 2010 年第二季度，由于 LED 液晶电视需求大增导致 LED 芯片供货吃紧，价格甚至出现反弹。图 5 是主流白光 LED 价格趋势，可以看出全行业而言并没有出现 LED 价格显著下降的现象。我们不排除公司在自身产能增加的前提下通过调整价格来增加市占率，这将一定程度上影响公司短期的收入和毛利率。

图 5 主流白光 LED 价格趋势（美元每瓦）

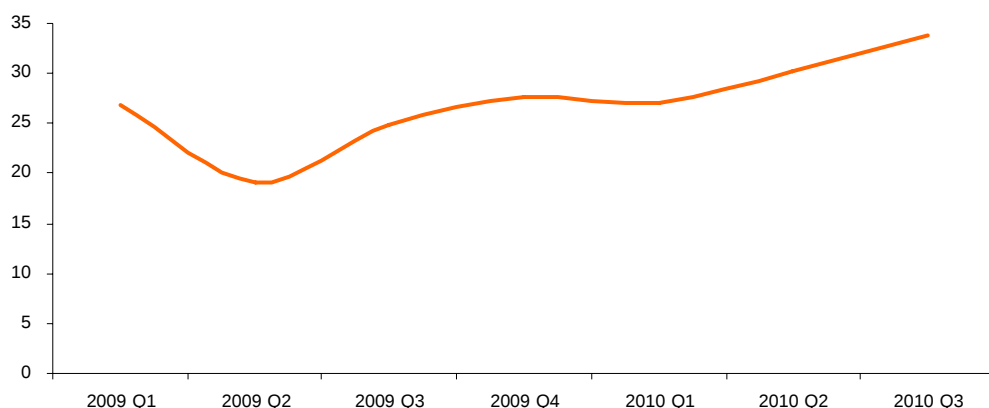


资料来源：LEDinside，东北证券

产品结构也是影响第三季度业绩的原因之一。第三季度是家电的销售旺季，公司向下游家电供应的显示模块的销售占比加大，而显示模块的毛利率相对较低，由此导致第三季度毛利率有所下降。

此外 2010 年工人工资出现持续上涨的现象也影响了公司的业绩。公司单季度现金流量表显示,公司支付给职工的现金在最近五个季度都出现净增长,季度复合增长率达 9.91%。由于工资不可能出现无限制的上涨,在未来一段时间工资因素对业绩的影响将趋于稳定。

图 6 国星光电工资支出 (百万元)



资料来源: Wind, 东北证券

### 三、不同于集成电路封装, SMD 封装有核心竞争力

公司在产业链中处于中游封装企业。市场一般认为封装技术含量不高,进入门槛低,很难维持其相对较高的利润。我们认为 LED 封装不同于集成电路封装,大型高端的 LED 封装企业在技术储备、人才储备和规模效应等方面能形成核心竞争优势。目前,LED 产业处于上升期,大型封装厂商的产能不能满足下游应用的需求,同时行业标准也不规范。因此只有几百万片产能的小型封装企业也有获利机会。但并不意味着这些小产能企业能对大型封装厂形成有效竞争。未来几年随着上游产能的扩大、行业标准的完善以及技术的持续更新,整个封装行业必将面临重新洗牌,届时只有规模大而且有核心竞争力的封装企业才有可能存活下来。

LED 封装行业有自身的技术门槛。LED 应用范围很广泛,从手机屏幕到户外全彩显示屏,从室内灯具到室外路灯。这些形式多样的应用对封装技术提出不同要求。比如用于液晶电视的 LED 背光源需要封装出来的器件色温高度一致,大功率照明对散热和使用寿命有更高要求,用于户外显示屏的器件在发光性能之外还要满足防水和防紫外线。这些问题都需要封装企业长时间的技术积累才能解决。此外封装企业采购的芯片来自不同上游企业,只有和芯片供应商有长期合作关系的封装企业才能更好地摸清芯片特性,在封装阶段最大程度地发挥出芯片性能。

LED 封装也需要人才的储备。LED 封装并非有巨额资金投入就能有产出的行业。如果没有一批设备和工艺专有人才,生产线产能就不能得到有效发挥。作为国内最早一批生产 LED 器件的企业,公司一直致力于人才培养和核心技术人员管理,在进行人才储备的同时有效地避免了核心技术人员流失。从而保证了公司的产能利用率和对新技术的反应速度。

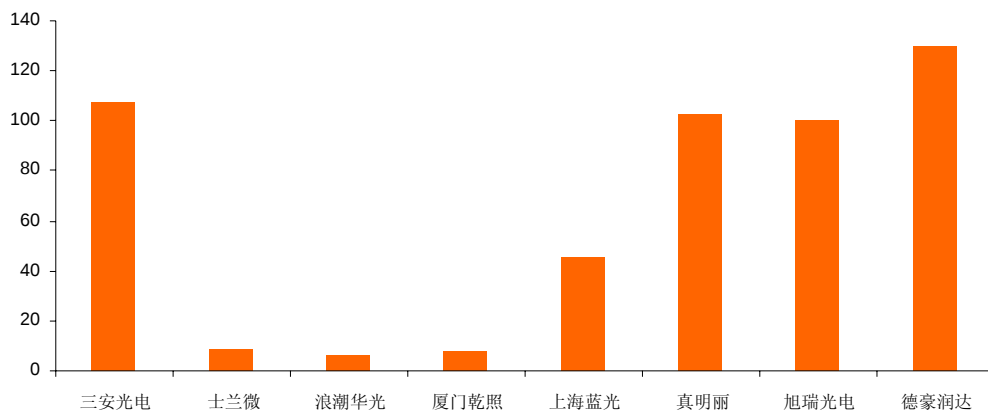
此外规模效应也制约着新进入者对现有封装企业的冲击。首先，较大的产能可以分摊企业投入的固定成本，降低产品价格。小产能厂商想要获得价格优势必须节约其他方面的成本，从而影响产品质量。因此小产能厂商一般无法获得对产品质量要求较高的高端客户的订单。其次，LED 封装有一个称之为分档率的特殊性能指标。芯片存在的波长误差和设备的随机性会使封装出来 LED 器件的色温有一定的误差，但是这种色温误差并不直接意味着良品率的下降。只要封装产能足够大，每一档色温都有相当数量的存货，这些存在误差的器件就能得到充分利用，最终降低了废品率。最后，较大的封装产能可以满足不同的需求量。随着行业的成熟，下游应用企业的集中度会越来越高，同一家企业的产品需求量也会越来越大。规模较小的封装厂商将没有能力获得这样的大订单。

从封装的形式而言，公司以 SMD 封装为主，SMD 器件市占率在内资封装企业中排名第一。目前国内其他封装企业主要从事传统 Lamp 封装，进入门槛相对较低，竞争激烈。今后 SMD 封装渗透率会逐渐加大，而公司在这一领域具有领先优势，已处于学习曲线平坦区，面临的竞争压力反而相对较小。

#### 四、2011 年 LED 芯片产能明显扩大，芯片价格有望下降

2009 年以来，LED 一直保持较大的市场需求。随着 LED 液晶背光源需求的激增，2010 年上半年上游芯片供货一度吃紧。各大上游厂商纷纷加大设备采购量以满足市场需求。以国内外各大上游厂商安装及订购的 MOCVD 数量来看，2011 年 LED 芯片产能将明显扩大，走出芯片供不应求阶段将是大概率事件。

图 7 各大上游企业预计 MOCVD 新增台数



资料来源：Coema，东北证券

据统计 2009 年中国大约有 190 多台 MOCVD 设备，而市场需求远超过这个数目，等效需求至少在 300 台以上。根据《2010 年中国 LED 芯片企业行业分析报告》预测，在 2010 年和 2011 年新增的 MOCVD 设备将超过 400 台，考虑到需求端同时在放大，我们估计在 2011 年下半年 LED 芯片供不应求的现象将会结束，届时 LED 芯片价格将会有较明显回落。作为市占率最高的 SMD 封装厂，上游芯片价格下降对公司而言是一个利好消息，一方面降低了原材料成本，另一方面当价格下降传导到下游应用时会进一步刺激下游需求。在约占公司收入三分之一显示屏用 LED 器件等的优势领域，公司议价能力有望得到进一步加强。

## 五、LED 应用需求仍然旺盛，公司产能利用率将得到发挥

从公司产品结构来看，下游的家电、户内/半户外显示屏的需求将决定 2011 年公司业绩。我们预计美的、格力等下游家电企业在 2011 年的销售收入将有较大提升。公司产品主要用于高端机型，因此也将受益于高能效家电销量占比的提升。我们估计公司明年对家电用显示模块的销售收入将增长一倍。

在奥运会和世博会示范工程的带动下，LED 显示屏的市场持续升温。在室内和半户外显示屏领域，公司生产的 LED 器件在国内市场上占有较大份额。随着明年上游芯片价格的下降，显示屏市场需求有望得到进一步提升。与此同时公司也积极投入研发和生产力量，试图涉足户外显示屏领域。

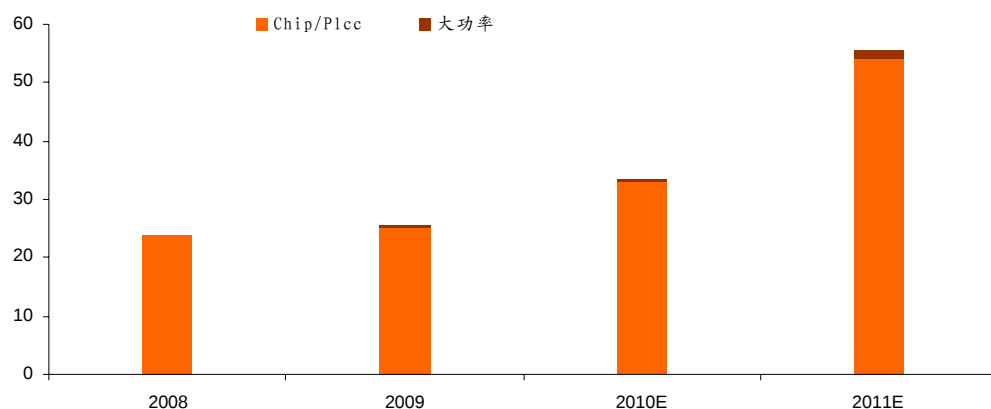
LED 灯具和通用照明是公司另一个业务增长点。目前 LED 灯泡和灯管价格过高，标准不完善，在电源和使用寿命上仍然存在技术难关。因此 LED 通用照明市场，特别是国内市场还没有完全开启。但是在一些特定领域，如长时间点亮的商用灯具，LED 灯具还是有较为显著节能的优势。2010 年公司中标中国移动营业厅节能照明产品集中采购就是一个商用 LED 照明的例子。如果上述问题能得以提前解决，将进一步增厚公司的 EPS。

LED 液晶屏在 2011 年将迎来新一轮增长。据 Displaysearch 统计，2010 年全球液晶电视出货量将达 1.9 亿台，LED 液晶屏渗透率约为 20%，市场预期明年出货量将增长 13%，渗透率将超过 50%。任何封装企业都不会轻易放弃这一巨大的市场。如果公司能成功打开 LED 背光源市场，业绩将可能超预期增长。

## 六、随着新项目建成投产，公司 SMD 产能有较大提升

公司公告显示，公司上市募投资金及部分超募资金将用于扩大 SMD 器件，尤其是 Top 器件的封装产能。得益于公司在人才和技术方面的积累以及公司在量产方面的经验，募投生产线能在较短时间内建成达产，大功率器件的产能利用率也将有所提升。预计至 2011 年下半年，这部分新增产能将陆续得以释放，以匹配加速增长的市场需求。

图 8 公司 SMD 产能预测



资料来源：公司公告，东北证券

## 七 预计 2010 年 EPS 0.73 元, 2011 年 1.14 元, 首次推荐评级。

假设公司在加工和 Lamp 器件的销售额稳定, 并且不考虑公司明年 LED 背光源和通用照明的市场开拓, 我们预测公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.73 元, 1.14 元和 1.43 元。考虑到未来几年 LED 相关行业及公司自身成长性较好, 我们给予公司目标价为 39.60 元~45.60 元, 对应于 2011 年 35~40 倍 PE。首次给予公司推荐评级。

表 1 国星光电盈利预测 (万元)

|                | 2008          | 2009          | 2010E         | 2011E          | 2012E          |
|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>    | <b>56,672</b> | <b>62,460</b> | <b>88,554</b> | <b>132,511</b> | <b>172,264</b> |
| <b>YoY (%)</b> | -             | <b>10.21</b>  | <b>41.78</b>  | <b>49.64</b>   | <b>30.00</b>   |
| 减: 营业成本        | 36,943        | 41,469        | 13,570        | 17,293         | 21,927         |
| 毛利             | 19,729        | 20,991        | 28,603        | 42,403         | 54,263         |
| <b>毛利率 (%)</b> | <b>34.81</b>  | <b>33.61</b>  | <b>32.30</b>  | <b>32.00</b>   | <b>31.50</b>   |
| 主营业务税金及附加      | 322           | 321           | 443           | 663            | 861            |
| 税金及附加/收入 (%)   | 0.57          | 0.51          | 0.50          | 0.50           | 0.50           |
| 营业费用 (销售费用)    | 1,511         | 1,662         | 2,347         | 3,512          | 4,565          |
| 营业费用/收入 (%)    | 2.67          | 2.66          | 2.65          | 2.65           | 2.65           |
| 管理费用           | 4,420         | 5,219         | 7,350         | 10,601         | 13,437         |
| 管理费用/收入 (%)    | 7.80          | 8.36          | 8.30          | 8.00           | 7.80           |
| 财务费用           | 1,055         | 308           | -62           | -1,500         | -1,050         |
| 资产减值损失         | 39            | 216           | 250           | 300            | 300            |
| 加: 公允价值变动收益    | 1             | 0             | 0             | 0              | 0              |
| 投资收益           | 0             | 6             | 0             | 0              | 0              |
| <b>营业利润</b>    | <b>12,383</b> | <b>13,273</b> | <b>18,276</b> | <b>28,828</b>  | <b>36,150</b>  |
| 营业外收入          | 83            | 482           | 500           | 600            | 600            |
| 减: 营业外支出       | 37            | 11            | 150           | 200            | 200            |
| <b>利润总额</b>    | <b>12,428</b> | <b>13,744</b> | <b>18,626</b> | <b>29,228</b>  | <b>36,550</b>  |
| 减: 所得税         | 1,461         | 1,939         | 2,794         | 4,384          | 5,483          |
| 减: 少数股东损益      | 310           | 316           | 206           | 323            | 404            |
| <b>净利润</b>     | <b>10,657</b> | <b>11,490</b> | <b>15,626</b> | <b>24,521</b>  | <b>30,664</b>  |
| <b>EPS (元)</b> | <b>0.50</b>   | <b>0.53</b>   | <b>0.73</b>   | <b>1.14</b>    | <b>1.43</b>    |

数据来源: 公司公告, 东北证券

## 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。