

分立器件



刘亮 S0190209030141
021-3856 5917
liuliang@xyzq.com.cn

推荐

韩林
021-38565605
hanlin@xyzq.com.cn

国星光电 (002449)

正式迈入 LED 上游，垂直一体化战略加速

2010 年 12 月 21 日

投资要点

事件：

公司 12 月 20 日发布公告，拟使用超募资金 40,000 万元，联合广州诚信创业投资有限公司、广发信德投资管理有限公司及自然人邓锦明共计出资 60,000 万元共同设立佛山市国星半导体技术有限公司(简称国星半导体)，从事 LED 外延和芯片的研发、生产与销售。国星半导体成立后，成为公司的控股子公司，将以股权激励方式引进国内外优秀技术与管理团队，股权激励方案由国星半导体董事会制定，上报国星半导体股东会确认。

点评：

- **公司已经是国内 LED 封装行业龙头企业。**公司作为 LED 产业链中游的封装企业，现有主要产品为 Lamp LED 器件与组件、SMD LED 器件与组件，同时也为日本三洋电波提供调谐器和锂电池电源管理器的来料加工。公司目前为中国大陆最大 LED 封装企业之一以及国内 SMD LED 产量最大的封装企业，在 LED 封装领域已经居于国内领先地位。
- **公司具有强烈的垂直整合意愿，上下游延伸初见成效。**公司在多场合表示，其战略目标为立足封装，做强做大；适时延伸产业链，实现垂直一体化。下游方面，公司凭借其高质量的 LED 器件和组件产品，向下游应用的进行延伸，已经在照明应用产品上有所突破，公司将有长时间照明需求的商业照明领域作为发展的主要方向，并为市政工程、亮化工程等项目提供照明应用产品。在向产业链上游延伸方面，公司与 SemiLEDs 等公司合资成立旭瑞光电，公司持股比例为 15%，从事 LED 外延、芯片生产，目前项目还处于建设期，尚未给公司带来利润。本次利用超募资金成立控股子公司进入 LED 上游外延、芯片领域，再次体现出公司向上下游延伸、进行产业链垂直一体化的强烈意愿，其全产业链布局已经初见端倪。
- **超募资金为公司进行业务拓展奠定良好基础。**公司 2010 年 7 月 5 日首次公开发行普通股 5500 万股，发行价 28 元，共募集资金 15.4 亿元，扣除发行费用后净额约为 14.8 亿元，其中 5.04 亿用于四个募投项目，余留 9.78 亿元超募资金。公司除利用其中 1.06 亿偿还银行贷款、1.32 亿用于新厂房及动力建设项目等外，还根据市场需求的变化情况，投资 2.25 亿实施新型 TOP LED 制造技术及产业化项目，适时扩大公司在户内外显示屏领域的市场份额，公司 TOP LED 产品 2010 年上半年现实了营业收入 1.47 亿元，比上年同期增长了 193.33%，成为公司新的利润增长点。至 12 月 20 日止，公司尚余约 4.98 亿元资金未作安排，为本次成立控股子公司进入行业上游做好资金上的准备，为公司进行产品和业务拓展奠定良好的基础。
- **保障公司高质量、大功率 LED 芯片供应，是投资行业上游的主要目的。**我们认为，公司立足封装，做

大做强，成为国内 LED 封装行业龙头的定位没有改变。公司作为中游封装企业，LED 芯片为其原材料成本的主要构成部分，2007-2009 年，芯片占公司原材料成本的比例分别为 40.45%、48.5%和 44.86%，目前公司使用的 LED 芯片均为从国内外外延芯片厂商外购获得，高端产品使用的高亮度、大功率芯片还需从日本日亚、台湾晶元光电等进口，核心原材料一定程度上受制于人。今年 LED 芯片一度由于衬底等原料短缺而供应紧张，影响到公司的正常生产，公司以增加原材料存货的方式加以应对。公司本次进入 LED 上游外延芯片领域，一方面有利于降低生产成本，保障高品质 LED 芯片供应，另一方面对上游芯片供应厂商形成一定的制约，提高公司采购议价能力，有利于公司整体毛利率的提升。

- 国星半导体产能规模多大、从事何种芯片的生产、何时能够形成产能，还需要进一步的观察和明确，我们暂不考虑外延芯片业务对公司盈利的影响，预计公司 2010-2012 年可实现销售收入 8.45 亿、12.18 亿、16.20 亿，归属于母公司净利润 1.65 亿、2.42 亿、3.14 亿，对应 EPS 为 0.77 元、1.13 元、1.46 元，首次给予“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	430	2171	2488	2917
货币资金	138	1788	1952	2175
交易性金融资产	0	1	1	1
应收账款	101	130	176	248
其他应收款	3	6	9	11
存货	114	171	242	322
非流动资产	258	265	251	247
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	5	3	3	3
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	218	207	196	185
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	33	39	46	51
资产总计	688	2436	2740	3164
流动负债	205	323	376	478
短期借款	40	58	55	54
应付票据	0	0	0	0
应付账款	124	175	247	332
其他	40	90	73	92
非流动负债	32	29	30	30
长期借款	0	0	0	0
其他	32	29	30	30
负债合计	237	352	406	508
股本	160	215	215	215
资本公积	40	1448	1448	1448
未分配利润	216	367	586	871
少数股东权益	11	16	23	32
股东权益合计	451	2084	2333	2656
负债及权益合计	688	2436	2740	3164

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	115	165	242	314
折旧和摊销	0	11	11	11
资产减值准备	0	1	0	1
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	-0	-0	-0	-0
财务费用	3	-16	-33	-37
投资损失	-0	-0	-0	-0
少数股东损益	3	5	7	9
营运资金的变动	42	-9	98	102
经营活动产生现金流量	83	158	140	194
投资活动产生现金流量	-18	-4	-7	-5
融资活动产生现金流量	-41	1497	30	36
现金净变动	24	1650	164	224
现金的期初余额	132	138	1788	1952
现金的期末余额	156	1788	1952	2175

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	628	845	1218	1620
营业成本	418	570	827	1102
营业税金及附加	3	4	6	8
销售费用	17	22	32	43
管理费用	52	68	98	131
财务费用	3	-16	-33	-37
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动	-0	-0	-0	-0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	133	195	285	371
营业外收入	5	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	137	198	288	375
所得税	19	28	38	52
净利润	118	170	250	323
少数股东损益	3	5	7	9
归属母公司净利润	115	165	242	314
EPS (元)	0.53	0.77	1.13	1.46

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	10.8%	34.5%	44.1%	33.0%
营业利润增长率	7.2%	47.1%	46.2%	30.2%
净利润增长率	7.8%	43.4%	47.2%	29.4%
盈利能力(%)				
毛利率	33.4%	32.6%	32.1%	32.0%
净利率	18.3%	19.5%	19.9%	19.4%
ROE	26.1%	8.0%	10.5%	12.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	34.5%	14.5%	14.8%	16.0%
流动比率	2.10	6.72	6.62	6.11
速动比率	1.54	6.18	5.97	5.43
营运能力(次)				
资产周转率	98.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	744.7%	733.4%	796.7%	764.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.53	0.77	1.13	1.46
每股经营现金	0.55	0.73	0.65	0.90
每股净资产	2.05	9.62	10.75	12.21
估值比率(倍)				
PE	64.3	44.8	30.5	23.5
PB	16.8	3.6	3.2	2.8

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。