

半导体

国星光电 (002449.SZ) / 46.73 元

从专业化到垂直化，战略进军产业链上游

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：张帆 马军
Tel: 010-59370830
Email: zhangfan@hczq.com

事项

公司于12月20日发布公告，主要内容如下：

- 1) 拟使用超募资金4亿元，联合广州诚信(公司股东，占总股本5.47%)、广发信德及自然人邓锦明共同出资6亿元设立国星半导体技术有限公司，主营LED外延片、芯片的研发、生产与销售，公司股权比例为66.67%。
- 2) 将以自有资金1,000万元设立全资子公司国星电子，以加强来料加工及其他制造业务的管理。

主要观点

1. **向垂直结构转型的战略举措，铸就长期发展根基，彰显公司信心。**
 - **向垂直化转型。**公司为国内封装龙头，应用(照明灯具)业务也已形成初步规模，此次项目投产成功后，公司将成为垂直化结构的LED企业。
 - **垂直化结构铸就长期稳健发展根基。**垂直化、专业化是LED业内企业发展的两种路径，各有利弊。综合来看，垂直结构公司在内生动力、成本控制、经营稳健性等方面均好于专业化公司，是全球顶级企业的主流选择。
 - **彰显公司实力与信心。**垂直化公司横跨半导体、封装、照明等行业，对企业管理水平提出很高要求，仅实力雄厚、管理优秀的公司可为。公司风格一向稳健，此次进军产业链上游，显示出管理层对自身实力的信心。
2. **风险因素：**
 - **管理风险：**公司进入产业链上游后，跨半导体、集成电路、封装、照明行业，对管理水平提出很高要求，构成公司管理风险。
 - **技术团队依赖风险：**外延片技术需要长期积累，公司需引进新的团队(将提供股权激励)主导该业务，该团队的水平和管理成为项目成功与否的重要因素。
3. **业绩预测：**
 - **芯片业务11年难贡献业绩。**依我们预计，此次项目从设备采购、调试、磨合期到满产，约需要1年以上。这意味着芯片业务短期内难贡献业绩。
 - 我们依然依据保守原则，不考虑照明市场启动因素、且排除此次项目的影响，仅根据公司现有产能规划，预计公司10、11、12年EPS分别为0.77、1.19、1.28元，对应10、11、12年PE分别为61X、39X、31X。
4. **投资建议：**
 - **具长期投资价值。**公司管理层人员常年稳定、风格稳健，如成功实现垂直化则其产品性价比优势将充分体现，借照明市场的启动实现高速增长。
 - **紧密关注上游业务、功率型封装、照明市场启动。**公司外延片、芯片的定位、技术团队将决定业务前景，功率型封装进度、照明市场的启动将为公司提供又一增长拐点，建议紧密关注上述三条以选取最佳投资时机。

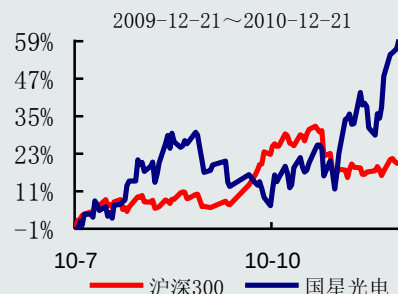
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	21500
流通A股/B股(万股)	5500/0
资产负债率(%)	34.46
每股净资产(元)	2.75
市盈率(倍)	87.45
市净率(倍)	16.98
12个月内最高/最低价	47.48/27.11

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《高增长、高安全边际的封装龙头》
2010-12-18
- 《产能扩张超预期，推动业绩快速增长》
2010-11-18

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	430	2110	2460	2662
现金	138	1400	1743	1747
应收账款	101	263	261	410
其它应收款	3	4	4	4
预付账款	8	25	25	25
存货	114	358	367	416
其他	66	60	60	60
非流动资产	258	299	276	250
长期投资	5	70	70	70
固定资产	218	188	159	129
无形资产	33	39	46	50
其他	2	2	1	0
资产总计	688	2409	2736	2912
流动负债	205	326	392	319
短期借款	40	69	61	55
应付账款	124	200	280	201
其他	40	57	52	63
非流动负债	32	27	29	30
长期借款	0	0	0	0
其他	32	27	29	30
负债合计	237	353	421	349
少数股东权益	11	13	16	19
股本	160	215	215	215
资本公积金	40	1448	1448	1448
留存收益	241	381	636	882
归属母公司股东权益	440	2044	2299	2544
负债和股东权益	688	2409	2736	2912

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	118	-146	332	15
净利润	118	167	258	279
折旧摊销	35	31	31	31
财务费用	3	-12	-26	-30
投资损失	-0	0	-1	-1
营运资金变动	-40	-326	68	-264
其它	2	-6	3	0
投资活动现金流	-52	-71	-8	-4
资本支出	50	0	0	0
长期投资	-3	65	0	0
其他	-6	-6	-8	-4
筹资活动现金流	-60	1480	18	-6
短期借款	-38	29	-8	-6
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	55	0	0
资本公积增加	0	1408	0	0
其他	-22	-12	26	-0
现金净增加额	5	1262	343	4

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	628	877	1350	1882
营业成本	418	597	932	1386
营业税金及附加	3	1	2	3
营业费用	17	20	27	38
管理费用	52	76	115	160
财务费用	3	-12	-26	-30
资产减值损失	2	2	3	3
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
投资净收益	0	-0	1	1
营业利润	133	192	299	324
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	137	196	303	328
所得税	19	29	46	49
净利润	118	167	258	279
少数股东损益	3	2	3	3
归属母公司净利润	115	165	255	276
EBITDA	170	211	303	325
EPS（元）	0.72	0.77	1.19	1.28

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	10.8%	39.7%	53.9%	39.4%
营业利润	7.2%	44.8%	55.6%	8.4%
归属母公司净利润	7.8%	43.3%	54.9%	8.4%
获利能力				
毛利率	33.4%	32.0%	31.0%	26.4%
净利率	18.3%	18.8%	18.9%	14.7%
ROE	26.1%	8.1%	11.1%	10.9%
ROIC	30.8%	22.6%	39.3%	30.2%
偿债能力				
资产负债率	34.5%	14.6%	15.4%	12.0%
净负债比率	16.87%	19.55%	14.36%	15.69%
流动比率	2.10	6.48	6.27	8.34
速动比率	1.54	5.38	5.34	7.04
营运能力				
总资产周转率	0.98	0.57	0.52	0.67
应收帐款周转率	7	5	5	6
应付帐款周转率	3.68	3.68	3.88	5.76
每股指标(元)				
每股收益	0.53	0.77	1.19	1.28
每股经营现金	0.55	-0.68	1.54	0.07
每股净资产	2.05	9.51	10.69	11.83
估值比率				
P/E	45.63	42.79	27.63	25.50
P/B	11.91	3.45	3.06	2.77
EV/EBITDA	41	33	23	21

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801