

国星光电(002449.sz)

收入规模快速增长，毛利率有所下降

惠毓伦 分析师

电话: 010-59136697

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260200010112

营业收入放量增长，利润增长符合预期

2010 年公司实现营业收入 8.77 亿元，同比增长 39.74%；略超出我们预期的 8.66 亿元，其中四季度实现 2.58 亿收入，实现环比增长 21.35%。2010 年实现归属母公司所有者的净利润 1.47 亿元，同比增长 28.3%，如果不考虑 IPO 发行费用，则与我们的预期基本符合。

SMD 产品规模大幅增长

2010 年 SMD 器件实现收入 5.22 亿元，同比增长 59.8%，SMD 组件实现销售收入 1.90 亿元，同比增长 31.7%，SMD 产品共 7.12 亿元，同比增长 51.2%。

四季度毛利率与净利率明显下降

2010 年公司综合毛利率为 30.7%，比 2009 年降低了 2.7%。2010 年公司净利率为 17.0%，比去年同期的 18.8%降低 1.8%。主要因为公司在 2010 年四季度 TOP LED 器件产能充分释放，产量大增，公司为了扩大市场占有率，公司主动调低了销售价格。

盈利预测与投资评级

我们预计 2011-2013 年归属母公司所有者的净利润分别为 2.36 亿元、3.72 亿元和 4.95 亿元，全面摊薄后每股收益分别为 1.10 元、1.73 元和 2.30 元，目标价为 41.00 元，维持“买入”评级。

风险提示

原材料依赖进口的风险和行业竞争加剧的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	627.91	877.47	1211.41	1856.09	2402.97
增长率(%)	10.80%	39.74%	38.06%	53.22%	29.46%
EBITDA(百万元)	175.09	213.60	296.96	481.67	651.75
净利润(百万元)	114.88	147.38	236.28	372.34	495.37
增长率(%)	7.80%	28.28%	60.32%	57.58%	33.04%
每股收益(元)	0.718	0.686	1.10	1.73	2.30
市盈率	0.00	63.97	34.48	21.88	16.45
市净率	0.00	4.60	3.65	3.21	2.74
EV/EBITDA	0.00	37.56	22.15	13.50	9.55

数据来源:佛山市国星光电股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	37.89
目标价格(元)	41.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-6.26%	-6.24%	33.60%
沪深 300	9.75%	6.85%	0.96%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

215.00/55.00

主要股东:

佛山市西格玛创业投资有限公司

主要股东持股比例 14.03%

财务比率

ROE	7.19%
ROA	11.47%
资产负债率	10.68%
每股净资产(元)	9.53

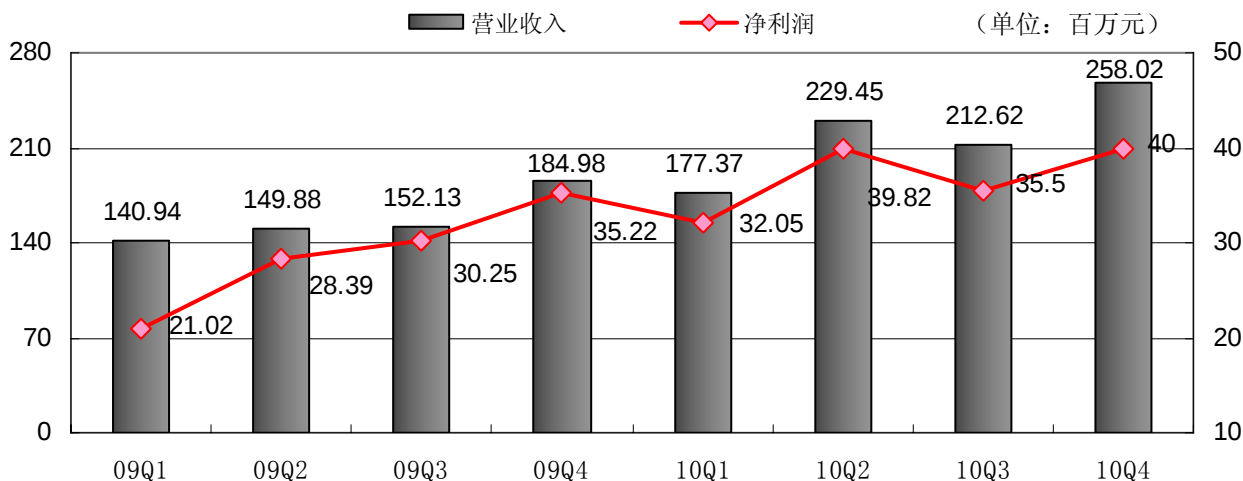
2010 年报数据

营业收入放量增长，利润增长符合预期

2010年公司实现营业收入8.77亿元，较上年同期增加39.74%；略超出我们预期的8.66亿元，主要因为公司扩产的 TOP LED销售收入增长2亿元，使主营业务收入比上年增长了32.09%；照明亮化用等SMD LED 组件类产品销售收入增长6125万元，使主营业务收入比上年增长了 9.81%。其中四季度实现2.58亿收入，实现环比增长21.35%。

2010年公司实现营业利润1.75亿元，同比增长27.70%；实现归属母公司所有者的净利润1.47亿元，同比增长28.28%。比我们预期的1.57亿元低了1000万元，主要因为IPO发行费用410万元计入和管理费用，另外技术研发费用达到3006万元，比去年同期的1777万元大幅增长1229万元，远超过销售规模的增速，如果不考虑这些因素，则与我们的预期基本符合。

图1：2009年以来公司各季度营业收入及净利润增长变化情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

SMD产品规模大幅增长，成为成长主力

从分产品来看，2010年，SMD器件实现销售收入5.22亿元，同比增长59.8%，SMD组件实现销售收入1.90亿元，同比增长31.7%，SMD产品共7.12亿元，同比增长51.2%，占总销售收入的81.2%，比去年75%的比重提升了6.2%。目前公司扩产项目主要集中在SMD上，因此这一比重仍将快速提高。

2010年Lamp器件和组件共计实现5913万元，同比仅增长1.38%，加工业务实现1.03亿元收入，同比仅增长8.13%。未来这两块业务将基本保持稳定。

四季度毛利率与净利率明显下降

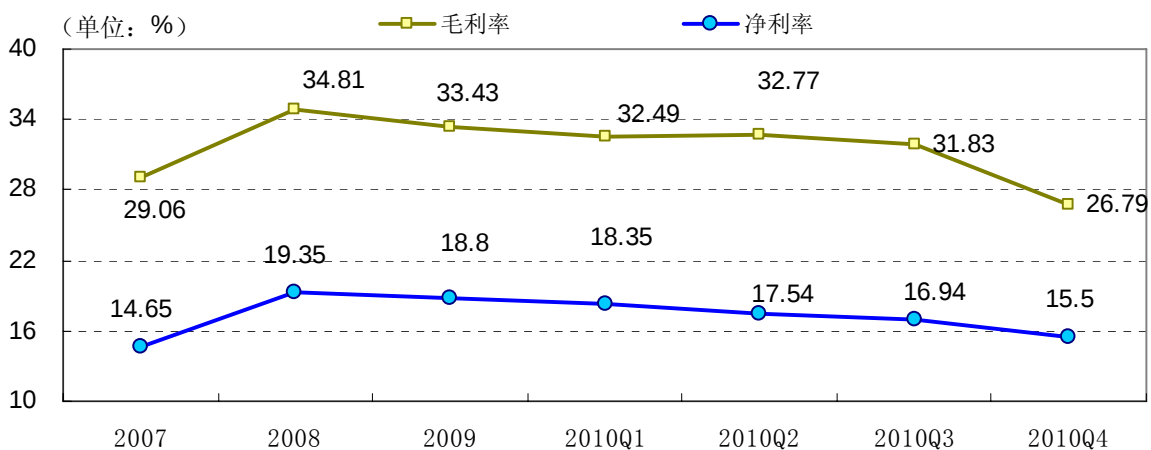
2010年公司综合毛利率为30.73%，比2009年的33.43%降低了2.7%。从分季度情

况来看，前三个季度公司综合毛利率分别为32.5%、32.8%和31.8%，基本保持稳定，但四季度单季单季毛利率仅为26.8%，环比下降约5个百分点。其主要原因是公司在2010年四季度TOP LED器件产能充分释放，产量大增，公司为了扩大市场占有率，主动调低了销售价格。随着芯片价格进一步下降，公司规模效应的进一步体现，公司毛利率将恢复到30%左右的水平。

从分产品毛利率来看，2010年器件毛利率普遍下降4%左右，组件毛利率略微增长1.5%左右。其中SMD器件毛利率为29.14%，同比下降4.11%，降幅十分明显，这与公司主动调低售价有关。由于人力成本、物料成本提高，代工业务毛利率也由2009年的49.22%降到了45.75%。

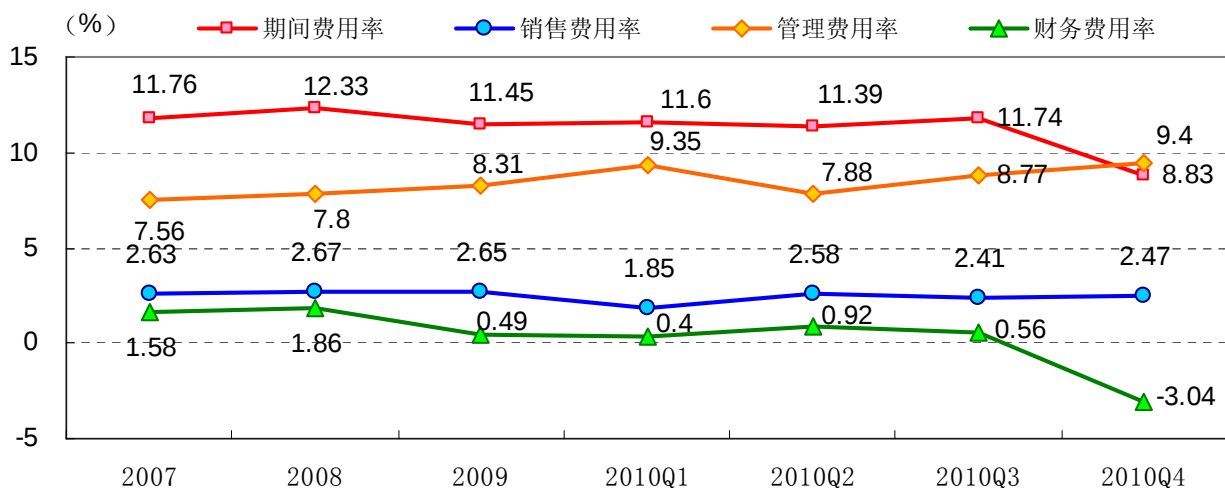
从净利率来看，2010年公司净利率为17.0%，比去年同期的18.8%降低了1.8个百分点。从分季度来看，四个季度的单季净利率分别为18.35%、17.54%、16.94%和15.5%，略较为明显的下降趋势，主要系人力成本不断提高，同时产品价格有显著的下行趋势。另外，由于加大研发投入、公司IPO发行加大了管理成本，提高了管理费用率，从一定程度上也影响了公司净利率。

图2：近年来公司综合毛利率及净利率变化情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：近几年公司各项费用率情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

期间费用率基本保持稳定

2010年公司期间费用率为10.76%，其中销售费用率为2.36%，管理费用率为8.84%，财务费用率为-0.44%。近年来，公司期间费用率基本保持稳定，维持在11.5%左右，公司对财务费用有很强的控制能力。2010年，随着公司上市后获得募集资金，公司用募集资金归还银行借款，利息支出减少37.08万元，银行存款利息收入增加1033万元，财务费用大幅下降，我们预计未来两年财务费用率将继续维持在-2.0%左右。未来几年，随着公司销售规模逐渐加速增长，销售费用率和管理费用率也将略有下降。

募集资金将密集投入，未来高成长值得期待

由于公司2010年7月实现上市，因此募集资金项目带来的成长性尚未充分显现。截止2010年年底，公司IPO四个投产项目和两个超募资金项目，只有新型SMD技改项目完成了投资进度达到70%，功率型LED及模块的仅完成投资的5%，LED背光源技改仅完成投资的10%，半导体照明灯具产业化项目仅完成投资的4%；新型TOP LED产业化项目和投资芯片项目尚未投资。按照计划，2011年年底，新型SMD技改项目和LED背光源技改项目、LED照明灯具项目都将投产，未来几年公司的高成长值得期待。

盈利预测与估值评级

目前公司正在积极推进IPO募集资金项目计划，计划投资金额达到8.61亿元，建设期为18-24个月，项目完成后新增年均销售收入共计17.17亿元，新增税后净利润达到2.26亿元，将会大大推动公司业绩的提升。随着募投项目逐步投产，我们预计公司未来几年将保持高速增长。

表1：国星光电盈利预测假设

(单位：百万元)

产品	项目类别	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
来料加工	销售收入	95.4	102.1	100	100	100
	增长率	-6.6%	8.1%	-2.1%	0.0%	0.0%
	毛利率	49.22%	45.75%	45.00%	45.00%	45.00%
SMD LED 器件	销售收入	326.7	522.2	809.4	1335.5	1736.184
	增长率	20.5%	59.8%	55.0%	65.0%	30.0%
	毛利率	33.25%	29.14%	30.00%	32.00%	33.00%
SMD LED 组件	销售收入	144.2	190.0	247.0	365.6	511.8
	增长率	15.6%	31.7%	30.0%	48.0%	40.0%
	毛利率	30.25%	32.24%	32.00%	34.00%	35.00%
LAMP LED 器件	销售收入	35.2	38.3	35.0	35.0	35.0
	增长率	-19.60%	8.60%	-8.6%	0.0%	0.0%
	毛利率	12.73%	8.67%	10.00%	10.00%	10.00%