

调研快报

短期面临行业竞争压力，长期看好公司纵向一体化

电子元器件

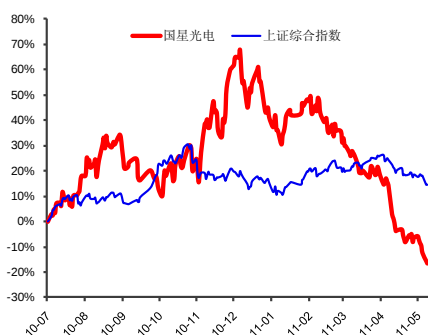
2011 年 05 月 24 日

——国星光电（002449）调研快报

评级：谨慎推荐

目标价：

公司最近 52 周走势：



相关报告：

报告作者：

国联证券研究所物联网小组

组长：熊云彩

电话：021-38991500-791

Email: xiongye@glsc.com.cn

执业证书编号：S0590511040001

联系人：

卢文汉

电话：0510-82833217

Email: luwh@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：

我们于近期调研了国星光电，调研的信息与观点如下：

点评：

LED 封装市场面临产能过剩的压力。由于 LED 封装行业的进入门槛相对较低，产能扩充较容易，在 2010 年，不少厂商都大幅增加产能，这造成供给大于需求，从而使得行业的利润率水平有较大幅度的下降。目前，对于一些小厂来说，基本处于维持成本的状态，因此行业利润率水平下降的空间不大。

公司的战略是走纵向一体化，以增强竞争力。由于产业环境的不同，国内公司在产业链上的合作不密切，不如台湾产业界上下游企业之间形成密切分工，因此公司的战略是走纵向一体化，往产业链的上下游扩张。公司走纵向一体化的好处在于：可以确保芯片的供应，如在 2010 年行业芯片供应紧张时，芯片厂商的谈判能力就很强；可以控制成本，芯片厂商的利润率远高于封装厂商，一体化的策略可以确保对成本的控制；保证质量，对于兴起的照明市场来说，需要高质量的芯片，自己供应可以确保对质量的控制。

公司照明产品在今年将增长接近翻倍。在商用照明领域，LED 照明已经具备对节能灯的优势，已开始进入快速的渗透阶段。公司在去年照明产品的销售约为 8 千万，预计今年的销售将达到 1.5 亿。我们认为未来几年是 LED 照明发展的黄金时期，LED 照明的渗透率将快速提升。

国星半导体团队已组建完成。公司利用超募资金投资成立控股子公司国星半导体，主要业务是做 LED 芯片。国星半导体的团队人员都是全球招募，目前已经完成了团队的组建。由于 LED 芯片制造已经较为成熟，该项目的投资风险较小，将有利于公司确保原材料的供应、质

量及成本的控制。

给予“谨慎推荐”评级。预测公司 2011 到 2013 年的 EPS 分别为 0.70 元、0.88 元和 1.13 元。在短期，由于封装行业产能过剩，公司面临较大竞争压力；在长期，看好公司的一体化战略，这将在未来为公司发展提供有力的支撑。目前给予公司“谨慎推荐”评级。

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 11/05/23				
利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	627.91	877.47	1,332.31	1,784.99	2,381.37	现金	137.50	1,415.88	1,103.43	867.63	741.57
YOY(%)	10.8%	39.7%	51.8%	34.0%	33.4%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	418.00	607.83	990.85	1,343.15	1,803.94	应收款项净额	170.24	210.23	365.02	489.04	652.43
营业税金及附加	3.21	0.88	2.66	3.57	4.76	存货	114.34	239.25	376.09	509.41	685.96
销售费用	16.62	20.70	33.31	44.62	59.53	其他流动资产	7.84	17.15	26.04	34.89	46.54
占营业收入比(%)	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	流动资产总额	429.92	1,882.51	1,870.57	1,900.97	2,126.51
管理费用	52.19	77.58	119.91	160.65	214.32	固定资产净值	218.56	297.24	505.74	688.99	828.66
占营业收入比(%)	8.3%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%	减: 资产减值准备	(0.85)	(1.46)	(2.48)	(3.38)	(4.07)
EBIT	137.89	170.48	183.51	230.93	296.75	固定资产净额	217.71	295.78	503.26	685.60	824.59
财务费用	3.08	(3.83)	(4.53)	(3.55)	(2.90)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	在建工程	0.12	1.99	43.07	95.33	78.27
资产减值损失	(2.17)	(2.14)	(13.50)	(13.50)	(13.50)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.06	(0.56)	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	217.83	297.77	546.33	780.94	902.85
营业利润	132.72	171.60	174.54	220.97	286.14	无形资产	33.18	51.73	49.66	47.59	45.52
营业外净收入	4.70	3.89	4.00	4.00	4.00	长期股权投资	5.21	69.48	79.48	89.48	99.48
利润总额	137.43	175.49	178.54	224.97	290.14	其他长期资产	1.88	3.41	3.41	3.41	3.41
所得税	19.39	26.19	26.78	33.75	43.52	资产总额	688.02	2,304.90	2,549.45	2,822.39	3,177.77
所得税率(%)	14.1%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	118.04	149.30	151.76	191.23	246.62	应付款项	124.37	169.86	267.01	361.67	487.01
占营业收入比(%)	18.8%	17.0%	11.4%	10.7%	10.4%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(3.16)	(1.92)	(1.95)	(2.46)	(3.17)	其他流动负债	40.40	41.59	65.30	88.32	118.78
归属母公司净利润	114.88	147.38	149.81	188.77	243.45	流动负债	204.77	211.45	332.31	449.99	605.79
YOY(%)	7.8%	28.3%	1.6%	26.0%	29.0%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.72	0.69	0.70	0.88	1.13	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	32.32	34.60	36.88	39.16	41.44
主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	237.09	246.05	369.19	489.15	647.23
成长能力						少数股东权益	10.65	9.73	11.29	13.26	15.80
营业收入	10.8%	39.7%	51.8%	34.0%	33.4%	股东权益	440.28	2,049.11	2,168.96	2,319.97	2,514.73
营业利润	7.2%	29.3%	1.7%	26.6%	29.5%	负债和股东权益	688.02	2,304.89	2,549.44	2,822.38	3,177.76
净利润	7.8%	28.3%	1.6%	26.0%	29.0%						
获利能力						现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	33.4%	30.7%	25.6%	24.8%	24.2%	税后利润	114.88	147.38	149.81	188.77	243.45
净利率(%)	18.8%	17.0%	11.4%	10.7%	10.4%	加: 少数股东损益	2.56	1.50	1.56	1.97	2.54
ROE(%)	26.1%	7.2%	6.9%	8.1%	9.7%	公允价值变动	2.17	2.14	13.50	13.50	13.50
ROA(%)	16.7%	6.4%	5.9%	6.7%	7.7%	折旧和摊销	0.09	0.16	38.99	53.06	65.97
偿债能力						营运资金的变动	-37.80	-126.17	-176.35	-145.34	-192.83
流动比率	2.10	8.90	5.63	4.22	3.51	经营活动现金流	81.90	25.01	27.51	111.96	132.63
速动比率	1.54	7.77	4.50	3.09	2.38	短期投资	2.01	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	34.5%	10.7%	14.5%	17.3%	20.4%	长期股权投资	-5.21	-64.27	-10.00	-10.00	-10.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-78.57	-300.00	-300.00	-200.00
总资产周转率	91.3%	38.1%	52.3%	63.2%	74.9%	投资活动现金流	-3.20	-142.84	-310.00	-310.00	-210.00
应收账款周转天数	98.96	87.45	100.00	100.00	100.00	股权融资	0.00	1,492.30	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	99.10	143.50	143.50	143.50	143.50	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/(	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.72	0.69	0.70	0.88	1.13	股利分配	-21.97	-32.23	-29.96	-37.75	-48.69
每股净资产	2.75	9.53	10.09	10.79	11.70	计入循环贷款前融	-21.97	1,460.07	-29.96	-37.75	-48.69
估值比率						循环贷款的增加/(	-29.53	-31.63	0.00	0.00	0.00
P/E	33.2	34.7	34.2	27.1	21.0	融资活动现金流	-73.47	1,396.21	-29.96	-37.75	-48.69
P/B	8.7	2.5	2.4	2.2	2.0	现金净变动额	5.23	1,278.38	-312.45	-235.80	-126.06

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。