

联系人： 彭琦 (8621)68751090 pengqi@cjsc.com.cn

分析师： 陈志坚 (8621) 68751090 chenzj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120018

国星光电： 封装行业竞争加剧拉低盈利预期

事件描述

国星光电于 2011 年 10 月 20 日发布 2011 年三季度报

表 1：公司前三季度主要财务指标

	本报告期末	上年度期末	增减变动(%)
总资产	2,576,158,942.00	2,304,898,808.59	11.77%
归属上市公司股东的所有者权益	2,084,395,650.21	2,049,112,742.66	1.72%
每股净资产	9.69	9.53	1.68%
	本报告期	上年同期	增减变动(%)
营业总收入	818,990,506.84	619,441,017.86	32.21%
毛利率(%)	22.14%	32.37%	-31.6%
营业利润	112,626,347.51	125,579,331.27	-10.31%
利润总额	122,390,194.58	128,710,080.52	-4.91%
归属于上市公司股东的净利润	89,032,907.55	107,378,560.62	-17.09%
基本每股收益	0.41	0.62	-33.87%
摊薄每股收益(按最新股本)	0.4298	0.4994	-13.94%
经营活动产生的现金流量净额	-46,053,651.26	10,098,260.09	-556.06%
每股经营活动产生的现金流量净额	-0.21	0.0470	-556.06%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

2011 年前三季度，公司实现营业总收入为 8.19 亿元，比上年同期增长 32.21%；实现营业利润 1.13 亿元，比上年同期增长-34.37%；实现净利润 0.92 亿元，比上年同期增长-15.09%；稀释后每股收益为 0.41 元，每股经营活动产生的现金流量净额为-0.21 元。报告期内公司毛利率为 22.14%，比去年同期下滑了 10.23%，其中，2011 年第三季度公司毛利率为 20.85%，同比下降 10.98%，环比下降 1.78%。

我们认为，随着 LED 封装行业竞争日益加剧，封装产品价格第四季将继续下滑，导致公司毛利率可能继续下滑，对公司第四季度业绩应谨慎看待。公司的营收结构正发生变化，即从单纯 LED 封装业务走向下游应用产品领域。由于 LED 封装应用环节进入门槛低，长期来看行业毛利率将持续下降。我们预测公司 2011 年到 2013 年公司 EPS 分别为 0.50, 0.56, 0.63 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，前三季度实现营业收入 8.19 亿元，同比上升 32.21%

2011 年前三季度，公司实现营业总收入为 8.19 亿元，比上年同期增长 32.21%；实现营业利润 1.13 亿元，比上年同期增长-34.37%；实现净利润 0.92 亿元，比上年同期增长-15.09%；稀释后每股收益为 0.41 元，每股经营活动产生的现金流量净额为-0.21 元。公司营业利润、净利润同时明显下滑，主要是因为毛利率大幅下滑所致。

其中，2011 年第三季度，公司实现营业收入 2.73 亿元，同比增加 28.34%，环比减少 8.48%。归属上市公司净利润为 0.31 亿元，稀释后每股 EPS 为 0.14。

第二、公司毛利率大幅下滑

2011 年前三季度，公司毛利率为 22.14%，与去年同期下降了 10.23%，其中，2011 年第三季度公司毛利率为 20.85%，同比下降 10.98%，环比下降 1.78%。公司毛利率大幅下滑主要是因为公司将 SMD LED 价格下调所致。

2011 年第三季度，公司销售费用较上年同期增长了 20.71%，主要原因系公司销售规模扩大所致。财务费用较上年同期减少了 493.47%，主要系公司募集资金存款利息增加所致。

第三、公司第四季度业绩看淡

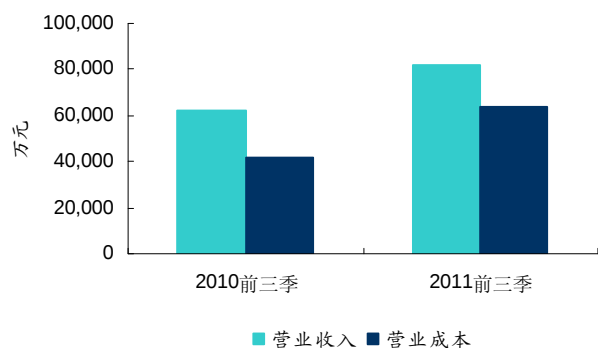
我们认为，随着 LED 封装行业竞争日益加剧，封装产品价格第四季将继续下滑，导致公司毛利率可能继续下滑，对公司第四季度业绩应谨慎看待。公司的营收结构正发生变化，即从单纯 LED 封装业务走向下游应用产品领域。但是，由于公司不掌握上游外延芯片关键环节，所以并不具备成本优势。

由于 LED 封装应用环节进入门槛低，长期来看行业毛利率将持续下降。我们预测公司 2011 年到 2013 年公司 EPS 分别为 0.50，0.56，0.63 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

第四，风险提示

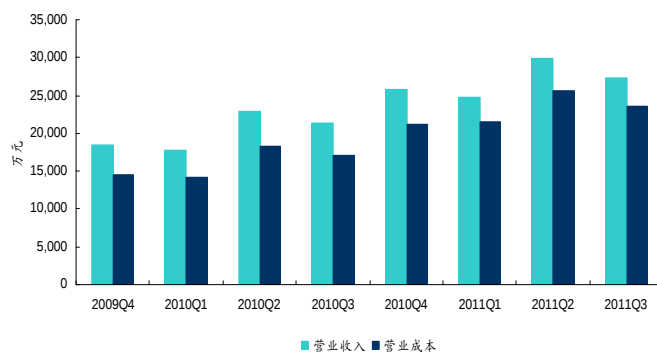
市场激烈竞争导致毛利率下滑的风险；人力成本上涨带来毛利率下降的风险；LED 背光市场复苏缓慢带来的风险；LED 照明市场启动时间比预期晚

图 1: 公司前三季度营业收入和营业成本 (2010~2011)



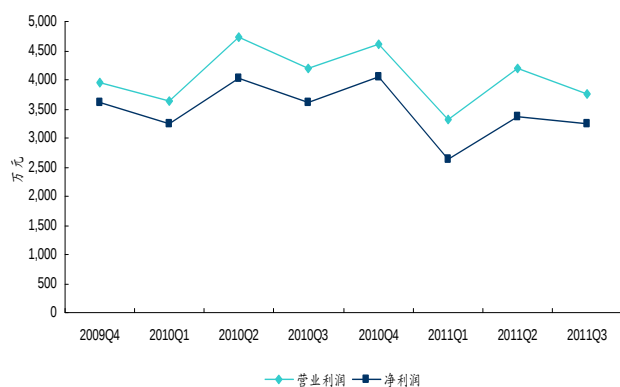
资料来源: wind, 公司公告, 长江证券研究部

图 2: 公司季度营业收入和营业成本 (2009Q4~2011Q3)



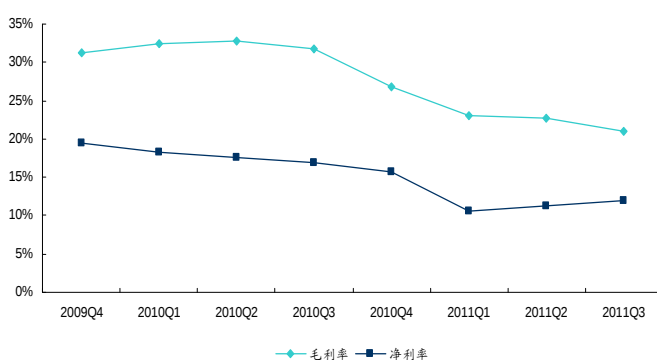
资料来源: wind, 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 公司季度营业利润和净利润 (2009Q4~2011Q3)



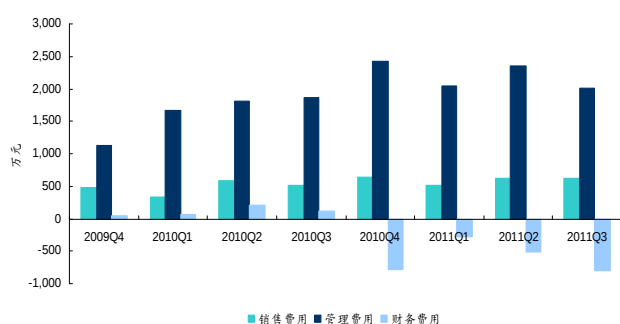
资料来源: wind, 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 公司毛利率大幅下降 (2009Q4~2011Q3)



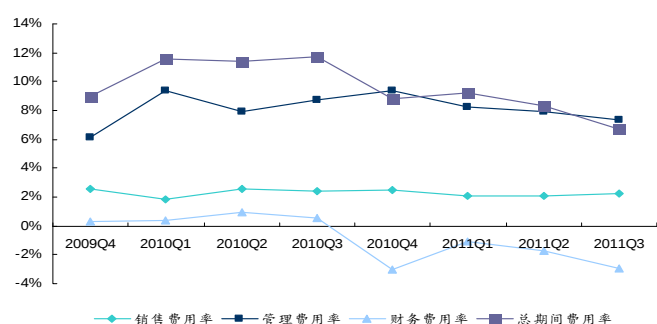
资料来源: wind, 公司公告, 长江证券研究部

图 5: 公司季度期间费用情况 (2009Q4~2011Q3)



资料来源: wind, 公司公告, 长江证券研究部

图 6: 公司季度期间费率情况 (2009Q4~2011Q3)



资料来源: wind, 公司公告, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	877	1181	1487	1956	货币资金	1416	1188	1096	1092
营业成本	608	923	1179	1577	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	270	257	308	379	应收账款	184	247	311	410
% 营业收入	30.7%	21.8%	20.7%	19.4%	存货	239	364	465	621
营业税金及附加	1	1	1	2	预付账款	9	13	16	22
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	9	12	15	19
销售费用	21	28	36	47	流动资产合计	1883	1859	1948	2223
% 营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	78	104	131	172	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	长期股权投资	69	69	69	69
财务费用	-4	-5	-4	-4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	固定资产合计	220	454	561	545
资产减值损失	2	0	0	0	无形资产	52	49	47	44
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	172	129	144	162	其他非流动资产	79	79	79	79
% 营业收入	19.6%	10.9%	9.7%	8.3%	资产总计	2305	2511	2704	2960
营业外收支	4	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	175	129	144	162	应付款项	170	258	329	441
% 营业收入	20.0%	10.9%	9.7%	8.3%	预收账款	23	31	39	51
所得税费用	26	19	21	24	应付职工薪酬	12	18	24	31
净利润	149	109	122	138	应交税费	-4	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	147.4	108.0	120.7	136.4	其他流动负债	11	17	22	29
少数股东损益	2	1	2	2	流动负债合计	211	324	413	552
EPS（元/股）	0.69	0.50	0.56	0.63	长期借款	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	91	40	60	32	其他非流动负债	35	35	35	35
取得投资收益					负债合计	246	359	448	586
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司	2049	2141	2244	2359
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	10	11	13	15
固定资产投资	-159	-257	-137	-20	股东权益	2059	2152	2256	2374
其他	-65	0	0	0	负债及股东权益	2305	2511	2704	2960
投资活动现金流净额	-224	-257	-137	-20	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	1492	0	0	0	EPS	0.685	0.503	0.562	0.634
银行贷款增加（减少）	-40	0	0	0	BVPS	9.53	9.96	10.44	10.97
筹资成本	32	-12	-14	-17	PE	25.79	35.18	31.48	27.88
其他	-120	0	0	0	PEG	-10.08	-13.75	-12.30	-10.89
筹资活动现金流净额	1364	-12	-14	-17	PB	1.86	1.78	1.69	1.61
现金净流量	1232	-228	-91	-4	EV/EBITDA	11.37	17.55	15.66	13.78
					ROE	7.2%	5.0%	5.4%	5.8%

分析师介绍

彭琦，同济大学经济管理硕士，电子元器件及半导体行业研究组组长。

高小强，多年从业经验，电子元器件及半导体行业研究资深分析师。

陈志坚，清华大学工商管理硕士，通信设备新财富分析师及 TMT 组组长。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。