

国星光电(002449)/电子

产能扩张有序，巩固核心优势

评级：买入(维持)

市场价格：11.90

分析师：刘翔

执业证书编号：S0740519090001

Email: liuxiang@r.qlzq.com.cn

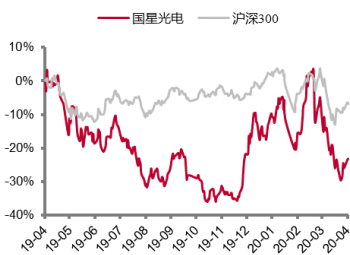
分析师：刘尚

执业证书编号：S0740519090006

Email: liushang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	618.48
流通股本(百万股)	607.75
市价(元)	11.90
市值(亿元)	73.60
流通市值(亿元)	72.32

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 深度报告：RGB LED 龙头重回高速增长 20191211
- 2 三季报点评：三季度环比改善，核心业务保持健康 20191023

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3626.80	4069.10	4732.41	5408.41	6480.98
增长率 yoy	43.59%	0.08%	16.30%	14.28%	19.83%
归母净利润(百万元)	446	408	508	644	784
增长率 yoy%	24.06%	-8.68%	24.53%	26.83%	21.77%
每股收益(元)	0.72	0.66	0.82	1.04	1.27
每股现金流量	0.90	1.10	0.54	0.82	1.01
净资产收益率	13%	11%	12%	13%	14%
P/E	14.38	19.40	14.49	11.43	9.38
PEG	0.59	—	0.59	0.43	0.43
P/B	1.85	2.16	1.76	1.53	1.31

备注：2018年数据不考虑新立电子并表；以2020年4月8日收盘价计算。

投资要点

- **事件**：公司发布2019年年报，全年实现营业总收入406,910.47万元，较上年同期增长0.08%；归属于上市公司股东的净利润40,780.46万元，较上年同期下降8.68%；实现每股收益0.6594元；加权平均净资产收益率11.46%。公司于2019年以现金收购广东省新立电子信息进出口有限公司100%股权，属于同一控制下的企业合并，根据会计准则要求追溯调整2019年度合并财务报表的期初数及上年同期数。
- **四季度重回高增长，全年业绩下滑主要来自外延芯片拖累**。公司年报并表了新收购的新立电子，该公司主要从事出口贸易业务，毛利率较低(1.55%)，使得报表毛利率有所拖累。扣除其并表的影响后，我们看主业表现：①Q4营收达9.69亿，同比增长16.69%；归母净利润0.93亿，同比增长50.52%，业绩重回高增长。②毛利率方面，全年扣除新立电子毛利率为24.38%，同比+0.65pct；照明应用类及其它产品毛利率为4.56%，同比+2.46pct；LED外延及芯片产品毛利率为-82.56%，同比大幅下滑80.23pct。由于LED芯片市场竞争在2019年越发激烈，两个芯片子公司国星半导体、浙江亚威朗合计给上市公司带来约1.1亿的亏损。此外公司全年计提资产减值准备7,112.02万元，也对利润端带来拖累。而公司核心业务RGB LED封装则在新产能驱动下保持较好的增长。
- **RGB产能扩张衔接有序，保证公司成长持续**。公司去年投资10亿进行新一代LED封装器件及配套外延芯片的扩产，第一期5亿元已经投入实施完毕并达产，有效扩充了公司优势封装器件产品产能，为满足市场需求，公司继续实施第二期5亿元扩产。近期公司公告与佛山市禅城区政府部门已经达成初步合作意向，继续筹划10~20亿的新一轮扩产，将在未来几年内逐步落地。公司以1010器件为代表的RGB产能始终处于供不应求的状态，去年RGB扩产幅度约为40%，而根据行业调研机构LEDinside统计，下游小间距屏销量增速在50%以上，旺盛的需求使得公司扩产具备较高的安全性，且新产能的开出提升了公司整体盈利能力。
- **巩固核心优势，前瞻布局行业趋势**。公司核心优势产品为RGB LED器件，特别是1010小间距产品。一方面公司通过扩产投入保障优势产品的规模和技术领先优势，一方面公司拓展MiniLED、MicroLED等行业下一代产品，已经取得一定先发优势。此外，依托公司非视觉光源事业部，深入拓展红外、紫外等非视觉领域，特别是配合国星半导体生产的UV紫外芯片，以满足疫情之下市场对于UV LED的迫切需求，预计成为公司新的增长点。同时公司加大布局健康照明、植物照明、车灯等新兴细分市场，以通过差异化竞争获得更好的盈利能力。公司通过加强高价值专利布局来巩固核心产品与前瞻性技术竞争优势，2019年公司新增专利授权168项，同比增长118.18%；先后布局Mini&Micro LED等前瞻性产品的关键技术专利申请102项、自主申请氮化镓硅基技术专利4项，构建了严密的专利网络。

- **疫情对行业冲击有限,加速行业集中化。**疫情使得下游需求面临一定不确定性,但是一方面 LED 显示屏特别是小间距屏的需求还是以国内为主,目前国内需求已经逐步恢复;另一方面,行业震荡期是龙头扩张市场份额的最佳时期,而国星作为行业龙头,在技术、渠道、品牌等方面具备了深厚基础,抗风险能力较强,受宏观环境变化影响相对较轻。且疫情平复之后,龙头企业将率先受益于需求恢复。近期公司与安防龙头海康威视签订战略合作协议,通过产业链上下游强强联合的形式,保障订单的稳定性与供给的安全性,即是行业集中度提升的一种表现。
- **维持“买入”评级。**我们认为公司短期受益于扩产产能释放与芯片业务减亏,长期受益于行业集中度提升与 MiniLED 等新产品驱动,成长趋势不变。我们预计 2020~2022 年公司营收分别为 47.32 亿、54.08 亿、64.81 亿,归母净利润为 5.08 亿、6.44 亿、7.84 亿,维持“买入”评级。
- **风险提示。**疫情对下游需求影响超预期;芯片业务拖累超预期;MiniLED 新品销售不及预期。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4069	4732	5408	6481
营业成本	3196	3672	4163	4965
毛利	874	1060	1245	1516
%营业收入	21%	22%	23%	23%
税金及附加	21	24	28	33
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	78	90	103	123
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	139	166	184	220
%营业收入	3%	4%	3%	3%
研发费用	146	176	195	233
%营业收入	4%	4%	4%	4%
财务费用	-1	-8	-14	-20
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-64	55	34	48
信用减值损失	-7	0	0	0
其他收益	54	30	30	30
投资收益	5	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	482	588	747	909
%营业收入	12%	12%	14%	14%
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	474	588	747	909
%营业收入	12%	12%	14%	14%
所得税费用	81	96	124	150
净利润	394	492	623	759
归属于母公司的净利润	408	508	644	784
少数股东损益	-14	-16	-21	-26
EPS (元/股)	0.66	0.82	1.04	1.27

现金流量表 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	682	335	508	625
投资	0	0	0	0
资本性支出	37	37	24	29
其他	-280	0	0	0
投资活动现金流净额	-243	37	24	29
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	-257	-116	0	0
筹资成本	-198	-3	0	0
其他	-68	8	0	0
筹资活动现金流净额	-523	-111	0	0
现金净流量	-84	261	533	653

资产负债表 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	906	1167	1700	2353
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	2034	2218	2553	3052
存货	959	1024	1167	1390
预付账款	27	28	32	38
其他流动资产	84	85	92	100
流动资产合计	4010	4523	5545	6933
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2377	2377	2377	2377
无形资产	85	85	85	85
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	17	17	17	17
其他非流动资产	143	106	82	53
资产总计	6632	7108	8106	9465
短期借款	116	0	0	0
应付票据及应付账款	2518	2572	2928	3487
预收账款	49	68	74	90
应付职工薪酬	59	69	78	94
应交税费	4	13	12	15
其他流动负债	32	32	38	45
流动负债合计	2779	2755	3130	3730
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	71	71	71	71
其他非流动负债	135	135	135	135
负债合计	2985	2961	3336	3936
归属于母公司的所有者权益	3659	4175	4819	5603
少数股东权益	-12	-28	-49	-75
股东权益	3648	4147	4770	5529
负债及股东权益	6632	7108	8106	9465

基本指标

	2019	2020E	2021E	2022E
EPS	0.66	0.82	1.04	1.27
BVPS	5.92	6.75	7.79	9.06
PE	19.40	14.49	11.43	9.38
PEG	—	0.59	0.43	0.43
PB	2.16	1.76	1.53	1.31
EV/EBITDA	8.93	10.24	7.69	5.52
ROE	11%	12%	13%	14%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。