

2020年4月9日

国星光电 (002449.SZ)

## 业绩符合预期，二期扩产即将到来

■事件：公司日前发布 2019 年年报，公司 2019 年营业总收入 40.69 亿元，同比去年增长 0.08%，净利润为 39368.21 万元，同比去年-8.68%，销售毛利率为 21.47%，平均 ROE 为 11.47%。

■芯片市场波动，业绩短期受到影响。由于 2019 年度 LED 芯片行业供过于求竞争激烈，公司的子公司国星半导体对外销售产品价格下滑、亚威朗科技产品价格下滑并且阶段性停产，因此公司 LED 芯片业务收入同比下滑 51.48%，公司利润也受到拖累。我们认为 2020 年 LED 芯片价格维持相对稳定的低位，因此公司芯片业务继续大幅度下滑概率较低。

■小间距扩产持续推进，对冲芯片业务冲击。公司是小间距 LED 封装行业的领军企业之一，目前小间距产品仍然受到下游客户的欢迎，目前公司小间距 LED 封装业务的瓶颈依旧在于产能的扩充，公司 2019 年 1 月发布了产能扩张公告，从 Q2 公司开始逐渐扩产，根据公司日前发布的投资新一代 LED 封装器件及芯片扩产项目进展公告，公司第一期 LED 封装器件及芯片扩产项目投入实施完毕并达产，并开始第二期 5 亿元的投资，由于小间距 LED 封装产品是公司的高利润率产品，我们认为公司扩产将能够带动未来业绩将逐步向好。

■Mini Led 迎来发展，新兴业务持续布局。公司是 Mini LED 龙头企业之一，我们认为经历了两年的技术产业化完善，Mini LED 行业将在今年开始持续增长。根据公司年报，公司在 2019 年推出了 Mini LED 产品 IMD-M09T，目前已经规模量产，并推出间距更小的 IMD-M05。此外公司的 MiniLED 产品进入了 TCL 等主流客户供应体系，Mini LED 将会成为公司的重要增长点。除了 MiniLED，公司还在 UV LED 领域全面布局 UVA/UVB/UVC，陆续推出近紫外 LED、深紫外 LED 及模组，并与多家知名厂商建立合作伙伴关系，在全球对杀毒技术需求不断增加的背景下，或将成为又一增长点。

■投资建议：预计公司 2020 年 - 2021 年的净利润分别为 5.66 亿元、7.31 亿元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价 15.60 元。

■风险提示：小间距 LED 下游需求不及预期，芯片市场剧烈波动，白光市场下滑超预期，产能扩张不及预期

## 公司快报

证券研究报告

电子设备

投资评级 **买入-A**

维持评级

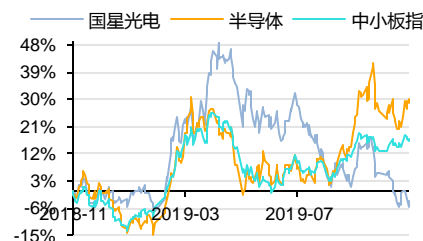
6 个月目标价：**15.60 元**

股价 (2020-04-08) **11.90 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	6,265.17
流通市值 (百万元)	6,156.52
总股本 (百万股)	618.48
流通股本 (百万股)	607.75
12 个月价格区间	9.92/15.99 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.65	-22.87	-16.24
绝对收益	-8.98	-13.2	0.69

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

021-35082935

### 相关报告

国星光电：短期面临压力，小间距扩产持续看好/马良	2019-08-14
国星光电：一季度业绩符合预期，持续高速增长/孙远峰	2019-04-24
国星光电：业绩符合预期，Mini LED 引领新发展/孙远峰	2019-03-27
国星光电：扩产迎合市场需求，有望持续高速发展/孙远峰	2019-01-10
国星光电：业绩符合预期，三季度维持高速增长/孙远峰	2018-10-25

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,626.8	4,069.1	4,828.0	5,836.1	7,129.4
净利润	445.5	407.8	566.5	731.0	929.8
每股收益(元)	0.72	0.66	0.92	1.18	1.50
每股净资产(元)	5.58	5.92	6.86	8.05	9.54
<b>盈利和估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
市盈率(倍)	16.5	18.0	13.0	10.1	7.9
市净率(倍)	2.1	2.0	1.7	1.5	1.2
净利润率	12.3%	10.0%	11.7%	12.5%	13.0%
净资产收益率	12.9%	11.1%	13.3%	14.7%	15.8%
股息收益率	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	16.1%	14.0%	19.7%	22.6%	27.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3,626.8	4,069.1	4,828.0	5,836.1	7,129.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,740.3	3,195.6	3,745.1	4,493.2	5,426.9	营业收入增长率	4.4%	12.2%	18.7%	20.9%	22.2%
营业税费	20.6	20.7	21.1	29.1	35.3	营业利润增长率	24.0%	-5.0%	38.4%	29.4%	26.8%
销售费用	81.0	78.3	120.7	163.4	176.1	净利润增长率	24.1%	-8.5%	38.9%	29.0%	27.2%
管理费用	113.3	138.8	226.0	247.4	360.0	EBITDA 增长率	42.5%	13.5%	-5.9%	19.8%	19.7%
财务费用	5.8	-0.8	-8.5	-16.4	-22.5	EBIT 增长率	53.3%	15.2%	-7.0%	28.6%	26.6%
资产减值损失	55.7	-64.0	60.0	60.0	61.8	NOPLAT 增长率	15.7%	-8.5%	36.5%	28.6%	26.6%
加:公允价值变动收益	-2.3	2.4	0.7	0.3	-0.4	投资资本增长率	5.1%	-2.7%	12.3%	4.7%	14.6%
投资和汇兑收益	0.6	5.4	2.1	2.6	1.7	净资产增长率	8.9%	5.6%	15.6%	16.8%	18.2%
<b>营业利润</b>	507.2	481.7	666.5	862.2	1,093.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	3.2	-7.4	-4.2	-6.7	-6.4	毛利率	24.4%	21.5%	22.4%	23.0%	23.9%
<b>利润总额</b>	510.3	474.3	662.3	855.5	1,086.6	营业利润率	14.0%	11.8%	13.8%	14.8%	15.3%
减:所得税	76.6	80.6	114.0	147.2	187.0	净利润率	12.3%	10.0%	11.7%	12.5%	13.0%
<b>净利润</b>	445.5	407.8	566.5	731.0	929.8	EBITDA/营业收入	24.5%	24.8%	19.7%	19.5%	19.1%
						EBIT/营业收入	16.9%	17.4%	13.6%	14.5%	15.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	216	205	167	120	84
货币资金	921.2	906.0	1,039.2	1,607.5	2,028.3	流动营业资本周转天数	53	46	56	79	95
交易性金融资产	-	0.1	0.0	0.1	0.1	流动资产周转天数	367	337	325	325	328
应收帐款	623.0	754.7	854.6	1,090.7	1,285.7	应收帐款周转天数	61	61	60	60	60
应收票据	1,242.9	1,311.5	1,639.0	1,927.5	2,429.3	存货周转天数	82	77	74	65	61
预付帐款	12.2	26.7	56.5	18.4	41.9	总资产周转天数	614	564	509	458	422
存货	780.3	959.5	1,017.1	1,104.7	1,307.2	投资资本周转天数	275	248	219	196	176
其他流动资产	33.2	51.8	113.0	66.0	77.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	23.2	-	12.1	11.8	7.9	ROE	12.9%	11.1%	13.3%	14.7%	15.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.1%	5.9%	7.8%	9.1%	10.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	16.1%	14.0%	19.7%	22.6%	27.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	2,248.6	2,376.8	2,093.9	1,811.1	1,528.2	销售费用率	2.2%	1.9%	2.5%	2.8%	2.5%
在建工程	65.9	68.2	68.2	68.2	68.2	管理费用率	3.1%	3.4%	4.7%	4.2%	5.1%
无形资产	111.5	85.2	75.5	65.8	56.0	财务费用率	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
其他非流动资产	46.4	92.0	60.1	54.1	59.5	三费/营业收入	5.5%	5.3%	7.0%	6.8%	7.2%
<b>资产总额</b>	6,108.3	6,632.5	7,029.2	7,825.7	8,889.5	<b>偿债能力</b>					
短期债务	373.0	115.8	-	-	-	资产负债率	43.5%	45.0%	40.0%	37.1%	34.5%
应付帐款	724.9	1,107.2	827.5	1,243.9	1,106.6	负债权益比	76.8%	81.8%	66.7%	58.9%	52.8%
应付票据	1,237.1	1,443.1	1,677.8	1,317.7	1,636.9	流动比率	1.47	1.44	1.80	2.15	2.50
其他流动负债	130.6	112.8	112.6	143.9	127.1	速动比率	1.15	1.10	1.41	1.74	2.04
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	105.51	-861.78	-77.00	-51.72	-47.65
其他非流动负债	188.5	206.0	195.8	196.8	199.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	2,654.2	2,984.9	2,813.7	2,902.2	3,070.2	DPS(元)	0.30	-	-	-	-
少数股东权益	2.3	-11.8	-29.9	-52.6	-82.9	分红比率	41.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	618.5	618.5	618.5	618.5	618.5	股息收益率	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,833.2	3,048.5	3,627.0	4,357.7	5,283.7						
<b>股东权益</b>	3,454.2	3,647.5	4,215.6	4,923.5	5,819.3						

## 现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	433.7	393.7	566.5	731.0	929.8	EPS(元)	0.72	0.66	0.92	1.18	1.50
加:折旧和摊销	279.0	308.1	292.6	292.6	292.6	BVPS(元)	5.58	5.92	6.86	8.05	9.54
资产减值准备	55.7	71.1	-	-	-	PE(X)	16.5	18.0	13.0	10.1	7.9
公允价值变动损失	2.3	-2.4	0.7	0.3	-0.4	PB(X)	2.1	2.0	1.7	1.5	1.2
财务费用	21.7	12.1	-8.5	-16.4	-22.5	P/FCF	28.9	32.3	65.9	12.6	16.1
投资损失	-0.6	-5.4	-2.1	-2.6	-1.7	P/S	2.0	1.8	1.5	1.3	1.0
少数股东损益	-11.8	-14.1	-18.1	-22.7	-30.3	EV/EBITDA	6.5	6.9	6.5	4.9	3.8
营运资金的变动	-21.7	-231.6	-600.4	-432.8	-770.9	CAGR(%)	17.8%	31.7%	16.5%	17.8%	31.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	551.9	682.1	230.5	549.3	396.7	PEG	0.9	0.6	0.8	0.6	0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-233.2	-243.0	-9.8	2.9	5.5	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	-176.8	-522.7	-87.5	16.0	18.7	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

马良声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034