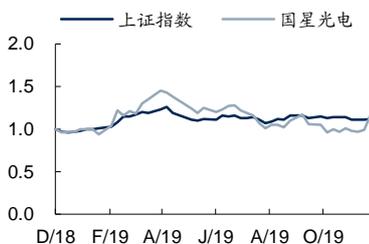


证券研究报告—动态报告
信息技术
IT 硬件与设备
国星光电(002449)
买入

事件点评

(维持评级)

2019年12月09日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	618/608
总市值/流通(百万元)	7,496/7,366
上证综指/深圳成指	2,912/9,879
12个月最高/最低(元)	15.82/9.51

相关研究报告:

《国星光电-002449-2019年1季报:1季度开门红,优质龙头持续成长》——2019-04-25
 《国星光电-002449-2018年业绩小幅低于预期,MiniLED蓄势待发》——2019-03-29
 《国星光电-002449-2017年度1季报点评:1季度开门红,奠定全年高速增长》——2017-04-24
 《国星光电-002449-2016年度业绩快报点评:封装主业快速增长,产业链整合效果显现》——2017-02-13
 《国星光电-002449-封装业务持续增长,外延芯片和应用业务前景广阔》——2010-12-29

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821
 E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002

证券分析师: 唐泓翼

电话: 021-60875135
 E-MAIL: tanghy@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080001

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,特此声明。

财报点评

国资入主后首次推出股权激励,激发内在动力

● 历史首次推出股权激励方案,且激励幅度较大

12月4日公司公告股权激励方案,拟授予董事长在内11名高管及190名中层及核心骨干等激励对象共计不超过618万股,约占公告时公司股本总额1%;授予价格为每股5.73元,约为前20个交易日均价的55%,授予价格对应的激励幅度显现较好。

● 考核要求2020~2022年净利润不低于4.47/5.10/5.74亿元

激励计划考核年度为2020~2022年,按照考核要求逐次解除限售,解除限售对应比例分别为40%/30%/30%。考核要求主要在2020~2022年,净资产收益率分别不低于11%/11.5%/12%;净利润增长率以2016~2018年平均数(约为3.19亿)为基数,对应增长率分别不低于40%/60%/80%,即对应2020~2022年净利润不低于4.47/5.10/5.74亿元,对应净利润年复合增长率约为10%~14%。

● Q3环比改善显著,盈利能力有望触底回升

公司19年Q3盈利能力显现边际改善,虽然收入和利润同比仍然下滑,但单三季度营收环比提升35%,净利润环比提升26%。环比增长主要来自今年新增小间距产能逐步释放,带动公司盈利能力提升。同时LED芯片业务未来迎边际改善趋势,因此公司整体盈利能力有望触底回升。

● 产业筑底反转,MiniLED新需求启动,给予“买入”评级

公司在MiniLED等高端LED产品上技术能力突出,品牌地位稳固。预计随着明年苹果、华为等推动MiniLED终端产品发展,将有望带动MiniLED 风潮。

公司此时推出股权激励,将有利于绑定核心管理层利益,进一步做强公司业绩,预计公司2019~2020年归母净利润为4.61/5.61/6.78亿元,利润增速分别为3.5%/22%/21%,对应2020年PE13倍。目前公司估值处于上市以来的最底部区域,公司长期经营能力稳健,ROE维持在10%以上。广东广晟资产入主后,公司资源禀赋能力大幅提升,未来将有望做大做强,维持“买入”评级。

风险提示 LED显示行业需求不及预期

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,627	3,779	4,535	5,397
(+/-%)	4.4%	4.2%	20.0%	19.0%
净利润(百万元)	446	461	561	678
(+/-%)	24.1%	3.5%	21.6%	20.9%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.75	0.91	1.10
EBIT Margin	18.5%	14.5%	14.5%	14.7%
净资产收益率(ROE)	12.9%	11.8%	12.5%	13.2%
市盈率(PE)	16.8	16.3	13.4	11.1
EV/EBITDA	10.7	12.8	11.4	10.1
市净率(PB)	2.17	1.92	1.68	1.46

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司过去 5 年主要财务数据情况

公司过去 5 年营收及净利润增速显现，14~17 年公司营收和净利润增长较快，但 18 年~19 年由营收增速及利润增速有所放缓。主要由于宏观环境因素导致公司白光产品及芯片业务有所拖累，而公司显示 RGB 业务板块保持较好增长。

表 1：公司过去 5 年主要财务数据情况

	2019-09-30	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
报告期	三季报	年报	年报	年报	年报	年报
数据来源	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要						
营业总收入	25.80	36.27	34.73	24.18	18.39	15.43
同比(%)	-7.71	4.44	43.59	31.54	19.15	35.07
营业总成本	22.10	31.82	31.17	22.41	16.94	14.24
营业利润	3.82	5.07	4.09	1.84	1.46	1.25
同比(%)	-11.74	24.00	122.22	26.43	16.02	42.93
利润总额	3.74	5.10	4.08	2.15	1.85	1.69
同比(%)	-14.70	25.20	89.95	15.95	9.20	33.37
净利润	3.08	4.34	3.47	1.76	1.54	1.34
归属母公司股东的净利润	3.13	4.46	3.59	1.92	1.60	1.45
同比(%)	-18.39	24.06	86.74	20.02	10.70	28.13
非经常性损益	0.31	0.55	0.37	0.24	0.29	0.29
扣非后归属母公司股东的净利润	2.82	3.90	3.22	1.68	1.31	1.16
同比(%)	-15.94	21.14	91.52	27.98	13.48	29.31
研发支出	1.13	1.65	1.60	1.02	0.85	0.71
EBIT		5.35	4.57	2.10	1.59	1.56
EBITDA		8.14	6.84	3.90	3.08	2.45
现金流量表摘要						
销售商品提供劳务收到的现金	27.99	39.22	34.49	14.03	8.06	7.95
经营活动现金净流量	3.26	5.52	6.38	5.78	0.55	0.74
购建固定无形长期资产支付的现金	1.41	3.52	4.71	3.14	2.26	3.16
投资支付的现金	3.20	4.08	1.57	2.56	1.27	0.08
投资活动现金净流量	-1.62	-2.33	-3.62	-5.61	-3.38	-3.00
吸收投资收到的现金				0.05	4.04	0.00
取得借款收到的现金	1.68	4.03	4.48	0.42	0.31	
筹资活动现金净流量	-3.56	-1.77	-4.07	-3.17	3.13	-1.17
现金净增加额	-1.91	1.49	-1.39	-2.96	0.31	-3.43
期末现金余额	4.94	6.85	5.37	6.76	9.71	9.41
折旧与摊销		2.79	2.27	1.80	1.49	0.89
关键比率						
ROE(摊薄)(%)	8.74	12.91	11.37	6.64	5.79	6.38
ROE(加权)(%)	8.88	13.53	11.90	6.85	6.39	6.53
扣非后 ROE(摊薄)(%)	7.89	11.31	10.20	5.81	4.75	5.11
ROA(%)	5.07	7.01	5.80	3.49	3.82	3.78
ROIC(%)	8.17	11.94	10.15	5.66	5.11	4.96
销售毛利率(%)	24.80	24.44	23.67	21.56	22.62	25.08
销售净利率(%)	11.95	11.96	9.98	7.26	8.38	8.68
EBIT Margin	14.50	14.39	12.33	10.27	10.92	11.83
EBITDA Margin(%)		22.08	18.87	17.71	19.03	17.62
销售商品和劳务收到现金/营业收入(%)	108.47	108.13	99.32	58.00	43.84	51.54

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司主要资产负债表情况
表 2: 公司过去 5 年主要资产负债表情况

	2019-09-30	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
报告期	三季报	年报	年报	年报	年报	年报
数据来源	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
资产负债表摘要						
流动资产	35.57	36.13	37.73	34.41	24.89	21.54
固定资产	22.89	22.49	21.05	17.95	15.32	12.46
长期股权投资			0.00	0.05	0.05	0.05
资产总计	60.57	61.08	62.70	56.76	43.92	36.79
同比(%)	-0.62	-2.58	10.47	29.23	19.40	8.17
流动负债	22.91	24.66	29.05	25.42	6.10	4.95
非流动负债	1.89	1.88	1.93	2.13	8.37	7.58
负债合计	24.80	26.54	30.97	27.55	14.47	12.53
同比(%)	-8.14	-14.31	12.44	90.38	15.46	19.42
资产负债率(%)	40.94	43.45	49.40	48.54	32.95	34.07
资产周转率(倍)	0.42	0.59	0.58	0.48	0.46	0.44

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 3: 可比公司一致性预测 PE

证券代码	证券简称	预测 PE 2019	预测 PE2020
603679.SH	华体科技*	28.57	19.41
300102.SZ	乾照光电*	24.09	23.71
300241.SZ	瑞丰光电*	21.91	14.90
603515.SH	欧普照明*	20.91	17.47
300303.SZ	聚飞光电*	20.69	15.85
300632.SZ	光莆股份*	20.41	15.00
002587.SZ	奥拓电子*	18.19	14.04
002745.SZ	木林森*	15.16	12.66
600703.SH	三安光电*	14.97	11.88
603303.SH	得邦照明*	14.92	12.91
300232.SZ	洲明科技*	14.62	11.38
300296.SZ	利亚德*	10.96	8.81
300389.SZ	艾比森*	10.68	8.44
600261.SH	阳光照明*	9.57	9.88
300219.SZ	鸿利智汇*	8.78	7.04

资料来源: 标*为 wind 一直预期, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	921	864	1363	1352	营业收入	3627	3779	4535	5397
应收款项	1866	1944	2333	2777	营业成本	2740	2840	3405	4044
存货净额	780	817	985	1176	营业税金及附加	21	21	26	31
其他流动资产	45	317	57	453	销售费用	81	87	109	129
流动资产合计	3613	3942	4738	5757	管理费用	113	283	338	402
固定资产	2314	2542	2741	2909	财务费用	6	12	11	10
无形资产及其他	111	107	103	98	投资收益	1	1	0	0
投资性房地产	70	70	70	70	资产减值及公允价值变动	(58)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(101)	0	0	0
资产总计	6108	6661	7651	8834	营业利润	507	518	628	763
短期借款及交易性金融负债	373	368	357	361	营业外净收支	3	12	17	17
应付款项	1942	2033	2451	2928	利润总额	510	530	645	780
其他流动负债	151	167	202	241	所得税费用	77	80	97	117
流动负债合计	2466	2568	3010	3530	少数股东损益	(12)	(10)	(12)	(15)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	446	461	561	678
其他长期负债	188	188	188	188					
长期负债合计	188	188	188	188	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2654	2756	3198	3718	净利润	446	461	561	678
少数股东权益	2	(8)	(20)	(36)	资产减值准备	(4)	6	3	4
股东权益	3452	3913	4474	5151	折旧摊销	275	251	283	313
负债和股东权益总计	6108	6661	7651	8834	公允价值变动损失	58	20	20	20
					财务费用	6	12	11	10
					营运资本变动	(121)	(274)	159	(511)
					其它	(3)	(16)	(16)	(19)
					经营活动现金流	650	448	1010	484
					资本开支	(227)	(500)	(500)	(500)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(227)	(500)	(500)	(500)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(173)	0	0	0
					其它融资现金流	24	(5)	(11)	4
					融资活动现金流	(322)	(5)	(11)	4
					现金净变动	101	(57)	499	(12)
					货币资金的期初余额	821	921	864	1363
					货币资金的期末余额	921	864	1363	1352
					企业自由现金流	497	(56)	501	(25)
					权益自由现金流	521	(71)	482	(29)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

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，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032