

2019年01月10日

国星光电 (002449.SZ)

扩产迎合市场需求，有望持续高速发展

■事件：公司日前发布公告计划投资人民币 100,000 万元进行新一代 LED 封装器件及芯片的扩产。项目计划分两期进行，第一期拟计划投资 5 亿元，投资完成进行中期投资评价合格后，结合市场实际科学实施第二期投资。

■小间距市场持续景气，封装龙头受益：近年来 LED 显示行业下游需求不断增长，尤其是小间距 LED 行业尤为突出。根据我们近期对于产业链的观察，2018 年下半年小间距 LED 行业仍旧保持景气度较高的状态，大多数公司订单处于饱满状态。公司在小间距 LED 封装领域技术持续领先，在一致性等参数方面具有较强优势，占据了毛利率较高的高端灯珠市场，且产品持续供不应求。

■公告扩产规模较大，摆脱扩产瓶颈。公司在 2018 年扩产幅度不大，保持了稳健的扩张节奏，主要是受限于较长的批准决策流程，本次规划批准了 10 亿元的扩产规模，预计在未来几年内公司的扩张将不会再碰到流程方面的瓶颈，结合公司 2018 年超级事业部的建立，公司管理层将能够根据市场变化情况进行灵活扩产，为公司 LED 显示业务的高速发展打下了坚实的制度基础。

■Mini LED 创新领先，2019 有望逐渐落地：2018 年 6 月，公司发布国内首款采用集合封装技术的 Mini LED，取得了良好的市场反响。2019 年 mini led 行业规模将有望在多种应用场合落地，公司以小间距 LED 封装为产能扩张主要依托，进一步实现产品结构优化，也将在 Mini LED 产品的生产方面进行布局，因此将受益于 Mini LED 行业的快速发展。

■投资建议：我们预计公司 2018 年-2020 年的净利润增速分别为 39.9%、24.1%、25.9%，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 15 元。

■风险提示：小间距 LED 下游需求不及预期，新业务开发不达预期

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	2,418.4	3,472.6	3,819.9	5,042.2	6,655.7
净利润	192.3	359.1	502.5	623.6	785.0
每股收益(元)	0.31	0.58	0.81	1.01	1.27
每股净资产(元)	4.68	5.11	5.85	6.43	7.18

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
-------	------	------	-------	-------	-------

公司快报

证券研究报告

电子设备

投资评级 买入-A

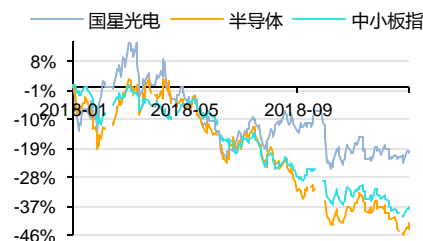
维持评级

6 个月目标价： 15.00 元
股价 (2019-01-09) 10.54 元

交易数据

总市值(百万元)	6,518.75
流通市值(百万元)	6,403.13
总股本(百万股)	618.48
流通股本(百万股)	607.51
12 个月价格区间	9.88/19.98 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.66	0.95	12.74
绝对收益	1.15	-9.76	-23.0

孙远峰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020001
sunyf@essence.com.cn
010-83321079

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：业绩符合预期，三季度维持高速增长/孙远峰 2018-10-25
- 国星光电：业绩符合预期，Mini LED 有望发力/孙远峰 2018-07-08

市盈率(倍)	33.9	18.2	13.0	10.5	8.3
市净率(倍)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.5
净利润率	8.0%	10.3%	13.2%	12.4%	11.8%
净资产收益率	6.6%	11.4%	13.9%	15.7%	17.7%
股息收益率	1.5%	2.3%	2.8%	4.1%	4.9%
ROIC	6.9%	14.4%	17.0%	23.5%	33.0%

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,418.4	3,472.6	3,819.9	5,042.2	6,655.7	成长性					
减:营业成本	1,897.1	2,650.6	2,842.0	3,712.6	4,932.6	营业收入增长率	31.5%	43.6%	10.0%	32.0%	32.0%
营业税费	11.1	18.3	13.4	18.7	27.7	营业利润增长率	26.4%	122.2%	30.3%	26.6%	28.9%
销售费用	59.5	86.3	80.6	176.5	219.6	净利润增长率	20.0%	86.7%	39.9%	24.1%	25.9%
管理费用	210.5	267.9	336.1	443.7	592.4	EBITDA 增长率	27.1%	59.5%	19.1%	16.8%	22.1%
财务费用	30.4	33.9	4.8	-12.0	-15.0	EBIT 增长率	33.4%	86.8%	34.2%	23.2%	29.0%
资产减值损失	32.8	60.2	16.8	36.6	37.9	NOPLAT 增长率	31.0%	114.8%	22.1%	22.2%	28.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3.5%	3.2%	-11.6%	-8.5%	-4.1%
投资和汇兑收益	7.1	11.3	6.6	8.3	8.7	净资产增长率	-0.8%	8.6%	13.7%	8.9%	10.9%
营业利润	184.0	409.0	532.8	674.5	869.4	利润率					
加:营业外净收支	30.6	-1.4	22.9	17.4	13.0	毛利率	21.6%	23.7%	25.6%	26.4%	25.9%
利润总额	214.6	407.6	555.7	691.9	882.4	营业利润率	7.6%	11.8%	13.9%	13.4%	13.1%
减:所得税	39.1	61.0	80.4	105.2	136.2	净利润率	8.0%	10.3%	13.2%	12.4%	11.8%
净利润	192.3	359.1	502.5	623.6	785.0	EBITDA/营业收入	16.2%	18.0%	19.5%	17.2%	15.9%
						EBIT/营业收入	8.9%	11.5%	14.1%	13.1%	12.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	248	202	189	129	88
						流动营业资本周转天数	116	58	40	27	24
						流动资产周转天数	441	374	342	311	281
						应收帐款周转天数	81	67	43	30	25
						存货周转天数	90	80	71	63	59
						总资产周转天数	749	619	567	466	387
						投资资本周转天数	383	276	240	163	116
						投资回报率					
						ROE	6.6%	11.4%	13.9%	15.7%	17.7%
						ROA	3.1%	5.5%	8.3%	8.0%	10.6%
						ROIC	6.9%	14.4%	17.0%	23.5%	33.0%
						费用率					
						销售费用率	2.5%	2.5%	2.1%	3.5%	3.3%
						管理费用率	8.7%	7.7%	8.8%	8.8%	8.9%
						财务费用率	1.3%	1.0%	0.1%	-0.2%	-0.2%
						三费/营业收入	12.4%	11.2%	11.0%	12.1%	12.0%
						偿债能力					
						资产负债率	48.5%	49.4%	37.4%	46.1%	38.0%
						负债权益比	94.3%	97.6%	59.6%	85.6%	61.3%
						流动比率	1.35	1.30	1.97	1.68	2.16
						速动比率	1.09	1.00	1.61	1.32	1.71
						利息保障倍数	7.06	11.80	112.50	-55.20	-56.82
						分红指标					
						DPS(元)	0.15	0.25	0.30	0.43	0.52
						分红比率	49.5%	42.4%	36.6%	42.8%	40.6%
						股息收益率	1.5%	2.3%	2.8%	4.1%	4.9%

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	907.9	820.6	1,538.9	2,018.3	2,438.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	677.9	613.1	299.5	540.9	383.5
应收票据	791.8	1,181.9	728.0	1,232.8	985.7
预付帐款	71.2	37.2	25.9	35.9	18.9
存货	678.3	866.0	633.9	1,119.3	1,073.0
其他流动资产	313.4	254.1	254.8	274.1	261.0
可供出售金融资产	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	4.8	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,795.5	2,105.0	1,910.5	1,716.1	1,521.6
在建工程	228.3	182.8	182.8	182.8	182.8
无形资产	140.7	125.7	114.1	102.5	91.0
其他非流动资产	53.2	70.8	56.3	53.2	54.4
资产总额	5,676.0	6,270.2	5,757.8	7,288.9	7,023.0
短期债务	37.1	424.6	-	-	-
应付帐款	705.4	890.6	585.7	1,133.6	1,011.7
应付票据	1,094.9	1,459.6	908.7	1,566.3	1,119.2
其他流动负债	704.8	129.9	275.7	400.4	259.5
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	212.7	192.8	380.9	262.1	278.6
负债总额	2,754.9	3,097.5	2,151.0	3,362.5	2,669.0
少数股东权益	26.6	14.1	-13.1	-50.0	-88.9
股本	475.8	475.8	618.5	618.5	618.5
留存收益	2,418.6	2,682.6	3,001.4	3,358.1	3,824.5
股东权益	2,921.1	3,172.7	3,606.8	3,926.5	4,354.0

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	175.5	346.6	502.5	623.6	785.0
加:折旧和摊销	179.9	227.0	206.0	206.0	206.0
资产减值准备	32.8	60.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	42.8	25.8	4.8	-12.0	-15.0
投资损失	-7.1	-11.3	-6.6	-8.3	-8.7
少数股东损益	-16.8	-12.5	-27.2	-37.0	-38.9
营运资金的变动	68.1	39.9	121.9	0.2	-117.8
经营活动产生现金流量	578.1	637.9	801.4	772.6	810.6
投资活动产生现金流量	-560.7	-362.1	6.6	8.3	8.7
融资活动产生现金流量	-317.3	-407.0	-89.8	-301.5	-399.5

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.31	0.58	0.81	1.01	1.27
BVPS(元)	4.68	5.11	5.85	6.43	7.18
PE(X)	33.9	18.2	13.0	10.5	8.3
PB(X)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.5
P/FCF	58.0	158.1	8.4	8.4	8.4
P/S	2.7	1.9	1.7	1.3	1.0
EV/EBITDA	15.4	12.5	7.1	5.4	3.9
CAGR(%)	49.5%	29.1%	45.6%	49.5%	29.1%
PEG	0.7	0.6	0.3	0.2	0.3
ROIC/WACC	0.7	1.4	1.6	2.3	3.2
REP	3.4	2.1	1.3	0.9	0.6

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

孙远峰、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
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@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
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@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
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	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