

## 华灿光电（300323）

公司研究/点评报告

# 传统 LED 拖累业绩 Mini LED 有望提振行业需求

点评报告/电子

2020 年 04 月 02 日

### 一、事件概述

近期，公司发布 2019 年度业绩快报：营收 27.2 亿元，同比-0.6%，归母净利润-9.1 亿元，同比-471%；基本 EPS 为-0.83 元，同比-445.8%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 业绩低于预期，受 LED 行业供大于求、价格大幅下滑拖累

公司在 19 年业绩预告中披露，归母净利润-8.87 亿元至-8.82 亿元。19Q4 单季营收 7.5 亿元，同比增长 89%，环比增长 4.7%；19Q4 归母净利润为-1.9 亿元，18Q4 为-2.5 亿元，亏损幅度同比收窄，19Q3 为-1.8 亿元。2019 年业绩大幅下滑主要因为：LED 芯片 2019 年整体产能过剩，产品价格大幅下跌，公司整体减少普通照明产品的生产和供应，营收略有下滑；前三季度整体产能利用率较低，芯片业务累计亏损较大。

#### ➤ 19Q4 产品结构优化+Mini LED 起量，芯片业务经营利润环比改善

自 18Q4 以来，受 LED 供给过剩影响，LED 芯片价格持续下降。公司在 19Q4 优化 LED 芯片产品结构和客户结构，产能利用率相对前三季度有所回升，Mini LED 起量，芯片业务经营利润亏损幅度环比收窄，毛利率有所提升。前三季度累计亏损较大，再加上计提大额存货减值影响，芯片业务全年大幅亏损。

#### ➤ 受 LED 芯片行业产能过剩影响，衬底片收入下滑拖累业绩

2019 年受 LED 行业周期性下行影响，衬底片单片价格大幅下降，公司战略性控制衬底片业务产能利用率以降低库存，单片成本有所提升。因而衬底片业务平均毛利率和销量下滑，总收入下滑 37%，公司全额计提了衬底片业务收购时形成的商誉 2.54 亿元。

#### ➤ LED 芯片出现行业性亏损，Mini LED 有望提振行业需求

2019 年 LED 芯片行业出现行业性亏损，从存货周转天数看行业已经触底。供给增长有限，由于 LED 芯片价格较低，预计 2020 年行业新产能增速同比将大幅放缓至 10%，厂商将减少中低端芯片产能利用率，行业集中度将进一步提升。Mini LED 将有望提振行业需求。据 LEDinside，苹果有望将 Mini LED 用于新款 iPad、MacBook 产品。预计 Mini LED 背光电视将进一步起量。我们认为，LED 芯片行业已经处于周期性底部，公司前瞻布局 Mini LED 产能，随着 Mini LED 背光和显示需求逐步起来，业绩将有望改善。

### 三、投资建议

预计 19/20/21 年归母净利润分别为-9.1/1.0/2.3 亿元，PB 分别为 1.3X/1.3X/1.2X。参考 SW LED 行业 PB（算术平均）为 5 倍。考虑到下游需求复苏有一定不确定性，首次评级，基于谨慎原则，给予“谨慎推荐”评级。

### 四、风险提示：

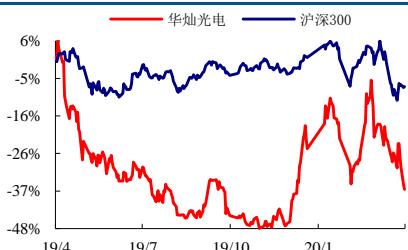
1、原材料价格波动；2、下游需求放缓；3、新产能爬坡不及预期。

**谨慎推荐** 首次评级

当前价格： 5.85 元

| 交易数据            | 2020-4-1 |
|-----------------|----------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 9.8/4.79 |
| 总股本（百万股）        | 1,092    |
| 流通股本（百万股）       | 832      |
| 流通股比例 (%)       | 76.18    |
| 总市值（亿元）         | 64       |
| 流通市值（亿元）        | 49       |

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind, 民生证券研究院

**分析师：王芳**

执业证 S0100519090004

电话： 021-60876730

邮箱： wangfang@mszq.com

### 相关研究

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2018   | 2019E   | 2020E | 2021E  |
|------------------|--------|---------|-------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 2,732  | 2,716   | 3,010 | 3,340  |
| 增长率 (%)          | 3.9%   | -0.6%   | 10.8% | 11.0%  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 244    | (905)   | 103   | 230    |
| 增长率 (%)          | -51.4% | -471.0% | —     | 123.6% |
| 每股收益 (元)         | 0.24   | (0.82)  | 0.09  | 0.21   |
| PE (现价)          | 24.4   | (7.1)   | 62.8  | 28.1   |
| PB               | 1.1    | 1.3     | 1.3   | 1.2    |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元)          | 2018  | 2019E   | 2020E | 2021E |
|--------------------|-------|---------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>        | 2,732 | 2,716   | 3,010 | 3,340 |
| 营业成本               | 1,940 | 2,900   | 2,424 | 2,560 |
| 营业税金及附加            | 21    | 19      | 21    | 24    |
| 销售费用               | 35    | 35      | 39    | 43    |
| 管理费用               | 234   | 233     | 253   | 277   |
| 研发费用               | 104   | 103     | 111   | 120   |
| EBIT               | 398   | (573)   | 162   | 316   |
| 财务费用               | 146   | 175     | 171   | 185   |
| 资产减值损失             | 82    | 0       | 0     | 0     |
| 投资收益               | (13)  | (14)    | (14)  | (14)  |
| <b>营业利润</b>        | 396   | (1,034) | 161   | 295   |
| 营业外收支              | (116) | 0       | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>        | 280   | (1,040) | 118   | 264   |
| 所得税                | 36    | (135)   | 15    | 34    |
| <b>净利润</b>         | 244   | (905)   | 103   | 230   |
| <b>归属于母公司净利润</b>   | 244   | (905)   | 103   | 230   |
| EBITDA             | 1,096 | 192     | 1,057 | 1,321 |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |       |         |       |       |
|                    | 2018  | 2019E   | 2020E | 2021E |
| 货币资金               | 857   | 1094    | 285   | 326   |
| 应收账款及票据            | 1788  | 1790    | 1979  | 2198  |
| 预付款项               | 39    | 66      | 53    | 57    |
| 存货                 | 1523  | 1311    | 1188  | 1405  |
| 其他流动资产             | 340   | 340     | 340   | 340   |
| <b>流动资产合计</b>      | 4700  | 4609    | 4030  | 4349  |
| 长期股权投资             | 2     | (12)    | (26)  | (40)  |
| 固定资产               | 5060  | 6071    | 6871  | 7741  |
| 无形资产               | 752   | 827     | 915   | 991   |
| <b>非流动资产合计</b>     | 8199  | 8236    | 8504  | 8542  |
| <b>资产合计</b>        | 12899 | 12845   | 12534 | 12891 |
| 短期借款               | 1671  | 1671    | 1671  | 1671  |
| 应付账款及票据            | 1587  | 2339    | 1964  | 2071  |
| 其他流动负债             | 4     | 4       | 4     | 4     |
| <b>流动负债合计</b>      | 3962  | 4800    | 4386  | 4513  |
| 长期借款               | 1783  | 1783    | 1783  | 1783  |
| 其他长期负债             | 1244  | 1244    | 1244  | 1244  |
| <b>非流动负债合计</b>     | 3028  | 3028    | 3028  | 3028  |
| <b>负债合计</b>        | 6989  | 7828    | 7414  | 7541  |
| 股本                 | 1099  | 1104    | 1104  | 1104  |
| 少数股东权益             | 0     | 0       | 0     | 0     |
| <b>股东权益合计</b>      | 5909  | 5018    | 5120  | 5351  |
| <b>负债和股东权益合计</b>   | 12899 | 12845   | 12534 | 12891 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标             | 2018   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>        |        |         |         |         |
| 营业收入增长率            | 3.9%   | -0.6%   | 10.8%   | 11.0%   |
| EBIT 增长率           | -30.4% | -243.9% | -128.3% | 95.4%   |
| 净利润增长率             | -51.4% | -471.0% | —       | 123.6%  |
| <b>盈利能力</b>        |        |         |         |         |
| 毛利率                | 29.0%  | -6.8%   | 19.5%   | 23.4%   |
| 净利润率               | 8.9%   | -33.3%  | 3.4%    | 6.9%    |
| 总资产收益率 ROA         | 1.9%   | -7.0%   | 0.8%    | 1.8%    |
| 净资产收益率 ROE         | 4.1%   | -18.0%  | 2.0%    | 4.3%    |
| <b>偿债能力</b>        |        |         |         |         |
| 流动比率               | 1.2    | 1.0     | 0.9     | 1.0     |
| 速动比率               | 0.8    | 0.7     | 0.6     | 0.7     |
| 现金比率               | 0.2    | 0.2     | 0.1     | 0.1     |
| 资产负债率              | 0.5    | 0.6     | 0.6     | 0.6     |
| <b>经营效率</b>        |        |         |         |         |
| 应收账款周转天数           | 137.2  | 128.1   | 131.1   | 130.1   |
| 存货周转天数             | 204.9  | 175.9   | 185.6   | 182.4   |
| 总资产周转率             | 0.2    | 0.2     | 0.2     | 0.3     |
| <b>每股指标 (元)</b>    |        |         |         |         |
| 每股收益               | 0.2    | (0.8)   | 0.1     | 0.2     |
| 每股净资产              | 5.4    | 4.5     | 4.6     | 4.8     |
| 每股经营现金流            | 0.6    | 1.1     | 0.5     | 1.2     |
| 每股股利               | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| <b>估值分析</b>        |        |         |         |         |
| PE                 | 24.4   | (7.1)   | 62.8    | 28.1    |
| PB                 | 1.1    | 1.3     | 1.3     | 1.2     |
| EV/EBITDA          | 8.2    | 32.4    | 8.9     | 7.2     |
| 股息收益率              | 0.8%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |        |         |         |         |
|                    | 2018   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
| 净利润                | 244    | (905)   | 103     | 230     |
| 折旧和摊销              | 779    | 765     | 895     | 1,005   |
| 营运资金变动             | (569)  | 1,167   | (644)   | (150)   |
| <b>经营活动现金流</b>     | 691    | 1,236   | 600     | 1,319   |
| 资本开支               | 718    | 823     | 1,220   | 1,087   |
| 投资                 | 4      | 0       | 0       | 0       |
| <b>投资活动现金流</b>     | (526)  | (823)   | (1,220) | (1,087) |
| 股权募资               | 175    | 13      | 0       | 0       |
| 债务募资               | 49     | 0       | 0       | 0       |
| <b>筹资活动现金流</b>     | (177)  | (177)   | (190)   | (190)   |
| <b>现金净流量</b>       | (12)   | 237     | (809)   | 42      |

## 分析师简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                     |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上      |
| 行业评级标准                      |      |                        |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。