

2020年04月09日

# 国星光电 (002449.SZ)

## 公司快报

### 巩固核心优势对冲市场影响 产能扩张把握 LED 显示新机遇

#### 投资要点

◆ **事件：**公司发布 2019 年年度报告，全年实现营业收入 40.7 亿元，同比增长 0.1%（追溯调整后，下同），毛利率 21.5%，同比下降 0.5 个百分点（调整后，下同），归属母公司净利润为 4.1 亿元，同比下滑 8.7%（调整后，下同），每股净利润 0.66 元，同比下滑 8.7%（调整后，下同）。2019 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 3 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。

◆ **封装核心业务抵挡市场冲击，全年营收持平毛利率下滑：**2019 年全年销售收入增长 0.1% 为 40.7 亿元。全年 LED 整体增速放缓，上游芯片经历激烈的价格战，白光器件市场需求低迷，但显示类封装业务需求保持较高增长，公司通过巩固核心业务的优势地位有效对冲市场不利影响，全年收入持平。综合毛利率下滑 2.9 个百分点为 21.5%，主要原因仍来自于芯片业务的价格战冲击，2019 年公司外延及芯片业务毛利率为 -82.6%，LED 封装业务毛利率同比上升 0.7 个百分点为 27.5%，实现小幅提升，照明应用类产品毛利率为 4.6%，同比提升 2.5 个百分点。

◆ **芯片产品价格大幅下滑发生亏损，影响公司全年净利润：**2019 年公司归母净利润下滑 8.7% 为 4.1 亿元，主要原因系芯片市场价格大幅下滑，营业收入不抵成本，发生亏损较大，影响了全年净利润，子公司国星半导体和浙江亚威朗分别亏损 0.8 亿元和 0.4 亿元。费用端，2019 年整体费用率小幅下降，销售费用和研发费用率分别同比下降 0.2 和 0.5 个百分点为 1.9% 和 3.6%，管理费用率增加 0.6 个百分点为 3.4%，有效控制期间费用投入提高效率。

◆ **扩产把握发展契机，垂直一体化布局迎来转机：**公司未披露 2020 第一季度业绩预告，短期内由于疫情影响下游需求，经营面临挑战。从中长期趋势看，LED 显示需求仍保持景气，小间距高歌猛进，Mini LED 强势来袭，公司核心业务 LED 封装迎来更多发展契机。公司于 2019 年稳步推进 10 亿元扩产项目，目前一期 5 亿元实施完成并达产，今年将继续推进第二期 5 亿元扩产项目，有效扩充封装产能，提升 Mini LED 等产品市场地位和份额。上游芯片价格自 19Q4 趋稳，伴随产能出清行业逐步向好，公司芯片业务盈利能力有望改善，同时下游应用类产品结构也将有序优化，聚焦高附加值细分领域，挖掘可持续成长空间，垂直一体化布局有望在今年出现转机，充分发挥产业链优势。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.92、1.08 和 1.17 元。净资产收益率分别为 13.5%、13.7% 和 13.0%，维持买入-B 建议。

◆ **风险提示：**小间距/Mini LED 市场渗透不及预期；Mini LED 技术路径选择受新技术冲击；行业竞争加剧引发价格战影响利润；芯片业务减亏不及预期；新冠疫情增加

电子元器件 | 半导体 III

投资评级

**买入-B(维持)**

股价(2020-04-08)

11.90 元

#### 交易数据

总市值(百万元) 7,359.88

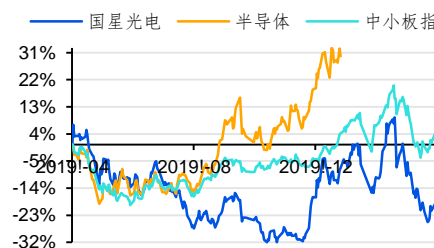
流通市值(百万元) 7,232.24

总股本(百万股) 618.48

流通股本(百万股) 607.75

12 个月价格区间 9.79/16.95 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅%  | 1M    | 3M     | 12M    |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | 0.42  | -12.91 | -25.92 |
| 绝对收益 | -9.51 | -13.71 | -22.35 |

#### 分析师

 蔡景彦  
 SAC 执业证书编号：S0910516110001  
 caijingyan@huajinsec.cn  
 021-20377068

#### 报告联系人

 郑超君  
 zhengchaojun@huajinsec.cn  
 021-20377169

#### 相关报告

国星光电：Mini LED 放量在即，RGB 封装龙头厚积薄发 2020-03-27

下游需求的不确定性。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,627 | 4,069 | 4,770 | 5,690 | 6,023 |
| YoY(%)    | 4.4   | 12.2  | 17.2  | 19.3  | 5.9   |
| 净利润(百万元)  | 446   | 408   | 569   | 669   | 723   |
| YoY(%)    | 24.1  | -8.5  | 39.5  | 17.6  | 8.0   |
| 毛利率(%)    | 24.4  | 21.5  | 23.1  | 22.6  | 21.9  |
| EPS(摊薄/元) | 0.72  | 0.66  | 0.92  | 1.08  | 1.17  |
| ROE(%)    | 12.9  | 11.1  | 13.5  | 13.7  | 13.0  |
| P/E(倍)    | 16.5  | 18.0  | 12.9  | 11.0  | 10.2  |
| P/B(倍)    | 2.1   | 2.0   | 1.7   | 1.5   | 1.3   |
| 净利率(%)    | 12.3  | 10.0  | 11.9  | 11.8  | 12.0  |

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元)        |            |            |            |            |            | 利润表(百万元)        |       |       |       |       |       |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度              | 2018A      | 2019A      | 2020E      | 2021E      | 2022E      | 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| <b>流动资产</b>       | 3613       | 4010       | 5249       | 6763       | 7455       | <b>营业收入</b>     | 3627  | 4069  | 4770  | 5690  | 6023  |
| 现金                | 921        | 906        | 1477       | 2323       | 3283       | 营业成本            | 2740  | 3196  | 3668  | 4404  | 4703  |
| 应收票据及应收账款         | 1861       | 2034       | 2534       | 2995       | 2794       | 营业税金及附加         | 21    | 21    | 25    | 31    | 32    |
| 预付账款              | 12         | 27         | 60         | 19         | 65         | 营业费用            | 81    | 78    | 106   | 121   | 126   |
| 存货                | 780        | 959        | 1123       | 1367       | 1251       | 管理费用            | 113   | 139   | 153   | 185   | 198   |
| 其他流动资产            | 38         | 84         | 55         | 59         | 63         | 研发费用            | 165   | 146   | 169   | 202   | 236   |
| <b>非流动资产</b>      | 2496       | 2622       | 2296       | 2025       | 1788       | 财务费用            | 6     | -1    | -6    | -18   | -24   |
| 长期投资              | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 资产减值损失          | 71    | 68    | 76    | 1     | 83    |
| 固定资产              | 2249       | 2377       | 2125       | 1856       | 1611       | 公允价值变动收益        | -2    | 2     | 0     | 0     | 1     |
| 无形资产              | 111        | 85         | 91         | 100        | 108        | 投资净收益           | 1     | 5     | 6     | 4     | 5     |
| 其他非流动资产           | 136        | 160        | 80         | 68         | 70         | <b>营业利润</b>     | 507   | 482   | 663   | 782   | 851   |
| <b>资产总计</b>       | 6108       | 6632       | 7546       | 8787       | 9244       | 营业外收入           | 7     | 2     | 3     | 4     | 3     |
| <b>流动负债</b>       | 2466       | 2779       | 3143       | 3729       | 3475       | 营业外支出           | 4     | 10    | 9     | 8     | 9     |
| 短期借款              | 373        | 116        | 0          | 0          | 0          | <b>利润总额</b>     | 510   | 474   | 658   | 778   | 845   |
| 应付票据及应付账款         | 1942       | 2518       | 2986       | 3551       | 3317       | 所得税             | 77    | 81    | 103   | 124   | 137   |
| 其他流动负债            | 151        | 145        | 157        | 179        | 158        | <b>税后利润</b>     | 434   | 394   | 555   | 655   | 709   |
| <b>非流动负债</b>      | <b>188</b> | <b>206</b> | <b>196</b> | <b>197</b> | <b>200</b> | 少数股东损益          | -12   | -14   | -14   | -14   | -14   |
| 长期借款              | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>归属母公司净利润</b> | 446   | 408   | 569   | 669   | 723   |
| 其他非流动负债           | 188        | 206        | 196        | 197        | 200        | EBITDA          | 793   | 788   | 956   | 1031  | 1060  |
| <b>负债合计</b>       | 2654       | 2985       | 3338       | 3926       | 3675       | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益            | 2          | -12        | -12        | -12        | -12        | 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 股本                | 618        | 618        | 618        | 618        | 618        | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资本公积              | 1486       | 1474       | 1474       | 1474       | 1474       | 营业收入(%)         | 4.4   | 12.2  | 17.2  | 19.3  | 5.9   |
| 留存收益              | 1347       | 1575       | 2130       | 2784       | 3493       | 营业利润(%)         | 24.0  | -5.0  | 37.7  | 17.9  | 8.8   |
| 归属母公司股东权益         | 3452       | 3659       | 4219       | 4873       | 5581       | 归属于母公司净利润(%)    | 24.1  | -8.5  | 39.5  | 17.6  | 8.0   |
| <b>负债和股东权益</b>    | 6108       | 6632       | 7546       | 8787       | 9244       | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| <b>现金流量表(百万元)</b> |            |            |            |            |            | 毛利率(%)          | 24.4  | 21.5  | 23.1  | 22.6  | 21.9  |
| 会计年度              | 2018A      | 2019A      | 2020E      | 2021E      | 2022E      | 净利率(%)          | 12.3  | 10.0  | 11.9  | 11.8  | 12.0  |
| <b>经营活动现金流</b>    | 552        | 682        | 661        | 821        | 928        | ROE(%)          | 12.9  | 11.1  | 13.5  | 13.7  | 13.0  |
| 净利润               | 434        | 394        | 555        | 655        | 709        | ROIC(%)         | 15.3  | 14.4  | 20.8  | 26.0  | 31.3  |
| 折旧摊销              | 279        | 308        | 306        | 269        | 235        | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 财务费用              | 22         | 12         | -6         | -18        | -24        | 资产负债率(%)        | 43.5  | 45.0  | 44.2  | 44.7  | 39.8  |
| 投资损失              | -1         | -5         | -6         | -4         | -5         | 流动比率            | 1.5   | 1.4   | 1.7   | 1.8   | 2.1   |
| 营运资金变动            | -260       | -155       | -250       | -221       | 82         | 速动比率            | 1.1   | 1.1   | 1.3   | 1.4   | 1.8   |
| 其他经营现金流           | 78         | 129        | 62         | 140        | -69        | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| <b>投资活动现金流</b>    | -233       | -243       | 15         | 7          | 9          | 总资产周转率          | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| <b>筹资活动现金流</b>    | -177       | -523       | -105       | 17         | 23         | 应收账款周转率         | 5.7   | 5.9   | 6.1   | 6.0   | 6.0   |
| <b>每股指标 (元)</b>   |            |            |            |            |            | 应付账款周转率         | 3.4   | 3.5   | 3.6   | 3.5   | 3.5   |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.72       | 0.66       | 0.92       | 1.08       | 1.17       | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 0.89       | 1.10       | 1.07       | 1.33       | 1.50       | P/E             | 16.5  | 18.0  | 12.9  | 11.0  | 10.2  |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 5.58       | 5.92       | 6.82       | 7.88       | 9.02       | P/B             | 2.1   | 2.0   | 1.7   | 1.5   | 1.3   |
|                   |            |            |            |            |            | EV/EBITDA       | 7.3   | 8.9   | 6.1   | 4.8   | 3.8   |

资料来源：贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

蔡景彦声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)