

2020年04月09日

公司研究•证券研究报告

# 国星光电 (002449.SZ)

## 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，销售费用率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

## 公司快报

电子元器件 | 半导体 III

投资评级

买入-B(维持)

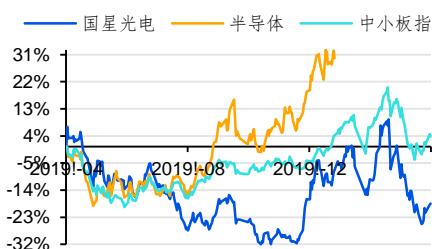
股价(2020-04-08)

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
流动资产	3613	4010	5249	6763	7455	营业收入	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>	<b>2496</b>	<b>2622</b>	<b>2296</b>	<b>2025</b>	<b>1788</b>	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>	<b>6108</b>	<b>6632</b>	<b>7546</b>	<b>8787</b>	<b>9244</b>	营业外收入	7	2	3	4	3
<b>流动负债</b>	<b>2466</b>	<b>2779</b>	<b>3143</b>	<b>3729</b>	<b>3475</b>	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	归属母公司净利润	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>	<b>2654</b>	<b>2985</b>	<b>3338</b>	<b>3926</b>	<b>3675</b>						
少数股东权益	2	-12	-12	-12	-12						
股本	618	618	618	618	618						
资本公积	1486	1474	1474	1474	1474						
留存收益	1347	1575	2130	2784	3493						
归属母公司股东权益	3452	3659	4219	4873	5581						
<b>负债和股东权益</b>	<b>6108</b>	<b>6632</b>	<b>7546</b>	<b>8787</b>	<b>9244</b>						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
<b>经营活动现金流</b>	<b>552</b>	<b>682</b>	<b>661</b>	<b>821</b>	<b>928</b>	<b>主要财务比率</b>					
净利润	434	394	555	655	709	<b>会计年度</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
折旧摊销	279	308	306	269	235	<b>成长能力</b>					
财务费用	22	12	-6	-18	-24	营业收入(%)	4.4	12.2	17.2	19.3	5.9
投资损失	-1	-5	-6	-4	-5	营业利润(%)	24.0	-5.0	37.7	17.9	8.8
营运资金变动	-260	-155	-250	-221	82	归属于母公司净利润(%)	24.1	-8.5	39.5	17.6	8.0
其他经营现金流	78	129	62	140	-69	<b>获利能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>-233</b>	<b>-243</b>	<b>15</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	毛利率(%)	24.4	21.5	23.1	22.6	21.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-177</b>	<b>-523</b>	<b>-105</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	净利率(%)	12.3	10.0	11.9	11.8	12.0
<b>每股指标(元)</b>											
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.66	0.92	1.08	1.17	ROE(%)	12.9	11.1	13.5	13.7	13.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.10	1.07	1.33	1.50	ROIC(%)	15.3	14.4	20.8	26.0	31.3
每股净资产(最新摊薄)	5.58	5.92	6.82	7.88	9.02	<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	43.5	45.0	44.2	44.7	39.8
						流动比率	1.5	1.4	1.7	1.8	2.1
						速动比率	1.1	1.1	1.3	1.4	1.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	5.7	5.9	6.1	6.0	6.0
						应付账款周转率	3.4	3.5	3.6	3.5	3.5
						<b>估值比率</b>					
						P/E	16.5	18.0	12.9	11.0	10.2
						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.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)