



2019-12-01

公司点评报告

买入/调高

南大光电(300346)

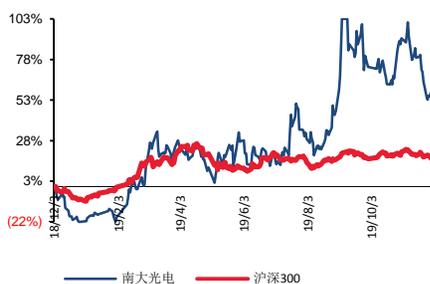
目标价: 16.7

昨收盘: 11.93

信息技术 半导体与半导体生产设备

整合飞源完善平台布局, 国产化替代需求持续成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	273/248
总市值/流通(百万元)	3,262/2,955
12 个月最高/最低(元)	15.35/8.47

相关研究报告:

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

事件: 公司于 11 月 29 日发布公告: 按照公司先前发布的《关于采用现金收购及增资方式取得山东飞源气体有限公司 57.97% 股权的公告》的流程, 公司近期已将本次交易第二部分的增资款中剩余的 10% 尾款即 2,100 万元支付给飞源气体, 增资款按照《投资协议》的约定已全部履行支付。

飞源气体的收购是公司特气领域持续布局的重要依托。公司自八月初发布对飞源气体的控股收购预案, 至近期完成全部收购, 推进快速有效, 当前市场对于公司在光刻胶领域的布局非常重视, 对于特气等产品理解相对有限, 特气的市场分类与应用太细致, 确实不如光刻胶那般“深入人心”, 而这正是预期差所在。

对飞源气体的控股收购进一步佐证了我们对于南大光电将来向平台型公司演进的判断: 飞源气体主要产品为 NF₃、SF₆ 等含氟电子特种气体, 目前已经是台积电、中芯国际、京东方等一线大厂的主要供应商, 公司计划未来在不断提升 NF₃、SF₆ 产能、品质的同时, 推出六氟化钨等含氟电子特气产品, 逐步成为在含氟电子特种气体方面具有国际竞争力的供应商。飞源气体是国内排名前三的电子级氟化工供应厂商, 同时也是国内 NF₃ 等供应商之中唯一的民企, 与南大的成长路径较为契合, 与南大的高纯磷烷、砷烷类电子特气上下游渠道共享与协同优势明显, 而且自 2016 年主要产品投产以来, 经历了 2017-2018 年的产品导入期, 2019 年已经进入快速成长期, 是实现扭亏为盈的重要拐点。我们看好飞源与南大的整合前景, 含氟电子特气将成为公司成长体系的全新驱动源。

收入端: 前三季度利润下滑仍是受上游 LED 行业景气度下滑影响, 静待电子特气在 IC 领域的增长兑现。2019 年前三季度, LED 行业下滑非常明显, 行业芯片库存高企, 价格竞争进入红海厮杀, 停工去库存甚至于小厂的直接关闭成为业内常态。公司作为供应链上游, 受此影响传导, MO 源等产品销售价格继续下降。高纯磷烷和砷烷等电子特气类产品虽有成长, 但难以完全弥补前述下滑缺口, 因此整体利润仍出现些许同比下滑。

值得注意的是, 目前公司正在布局实施的“年产 170 吨 MO 源和高 K 三甲基铝生产项目”正是为解决 MO 源受限 LED 行业困局的重要部署, 既能实现 MO 源的前道原材料自制, 同时也能为半导体行业客户提供高 K 三甲基铝, MO 源领域这些年的持续下滑为公司带来的影响有望得到

改善和解决。

电子特气类产品上半年营业收入仅比去年同期增长 12.12%，这一量级略低于预期，主要由于 IC 领域的下游市场放量不及预期，但客观地来看半导体客户的导入节奏，这也是情理之中，毕竟 Fab 厂耗材产品的导入相对 LED 等行业要谨慎得多，而且目前国内的很多晶圆厂自身尚处于产能爬坡的过程中，推进需要时间，但这一块的落地会迟到却绝不会缺席，四季度或者明年的逐期落地，是接下来公司的重要看点。

投入端：光刻胶与 ALD 前驱体继续不断投入。报告期内，为提升公司后续的发展能力，公司加大了对 193nm 光刻胶和前驱体的研发投入力度，公司研发费用投入比去年同期增加一倍多，达到 2673.7 万元，在公司营业收入中的占比达到 19.18%，是这两年的投入新高。在日常的路演交流中我们感受到，市场对光刻胶的推进进度非常关注，但对 ALD 前驱体却关注甚少，或者说本质是对这个产品知之甚少。比较而言，前驱体的总体布局相对成熟，并且与电子特气等产品供应渠道与应用类似，开发门槛亦非常高，而且公司推动的 TDMAT 等产品已经明确在中芯国际等厂家认证通过，从产品的正常导入节奏来看，前驱体类产品率先实现批量供应的可能性更高，如此看来，2019-2020 年这一阶段中应对前驱体的成长予以更多重视。

光刻机被誉为半导体工业皇冠上的明珠，明珠难容微瑕，光刻胶的研发与制造所面临的未知困难、know how、专利壁垒等因素注定了产品由投入到导入到盈利需要数年的磨炼，并不简单。公司从气体产品进入光刻胶领域，并且能够拿到我国 02 专项“193nm 光刻胶及配套材料关键技术研究项目”和“ArF 光刻胶开发和产业化项目”的资质，自身基础与水平毋庸置疑，许总所领导的开发小组在国内毫无疑问是一线团队，公司在光刻胶领域会有很好的成长未来。

盈利预测和评级：首次覆盖，给予买入评级。通过这些年的内生长和体外布局，公司已经逐渐完成了从 MO 源（三甲基镓、三甲基铟、三甲基铝等）、高纯磷烷、砷烷、多种 ALD 前驱体、含氟电子特气、193nm 光刻胶的整体布局，平台型综合半导体辅材的框架已经基本搭建完成，预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 0.66、1.24 和 1.77 亿，当前股价对应 PE 73.77、39.13 和 28.39 倍。公司前三季度虽然在下游 LED 行业的影响下盈利出现些微下滑，但公司在半导体前道辅材领域的平台布局已经初具雏形，近年来随着我国半导体国产化步伐的逐渐加快，下游供应一旦打开，公司所面对的进阶空间和供给格局都将放大，给予公司买入评级。

风险提示：1) MO 源需求不及预期；2) MO 源价格超预期下跌；3) 电子特种气体市场推广不及预期；4) ALD 前驱体客户认证不及预期；5) 光刻胶开发与推进进度不及预期。6) 飞源气体客户销售不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	228	294	473	621
(+/-%)	28.81	28.95	60.88	31.29
净利润(百万元)	51	66	124	171
(+/-%)	55.00	21.00	87.00	38.00
摊薄每股收益(元)	0.13	0.16	0.30	0.42
市盈率(PE)	94.59	73.77	39.13	28.39

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

文婷

18820150251

zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。