

2013年03月06日

陈奇

C0050@capital.com.tw

目标价(元) 70.0

南大光电(300346.SZ)

Buy 买入 (首次)

MO 源龙头 2013 年将受益产业回暖

结论与建议:

南大光电为 MO 源龙头企业, 2012 年业绩下滑源于 MO 源价格回归。展望 2013 年, 随着通用照明的到来, LED 产业开率将明显好于 2012 年; 公司 MO 源产品将会有所受益。综合考虑, 预计公司 2013-2014 年可实现净利润分别为 1.20 亿、1.57 亿, YoY 增长 33%、增长 31%, 对应 EPS 为 2.38 元、3.12 元; 目前股价对应 PE 分别为 26 倍、20 倍; 给予“买入”的投资建议。

公司基本信息

产业别	电子		
A 股价(2013/3/6)	61.35		
深证成指(2013/3/6)	9431.17		
股价 12 个月高/低	81.82/47.69		
总发行股数(百万)	50.27		
A 股数(百万)	12.57		
A 市值(亿元)	30.84		
主要股东	上海同华创业投资有限公司 (19.95%)		
每股净值(元)	21.58		
股价/账面净值	2.84		
	一个月	三个月	发行价
股价涨跌(%)	5.8	28.6	-25.02

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
-	-	-

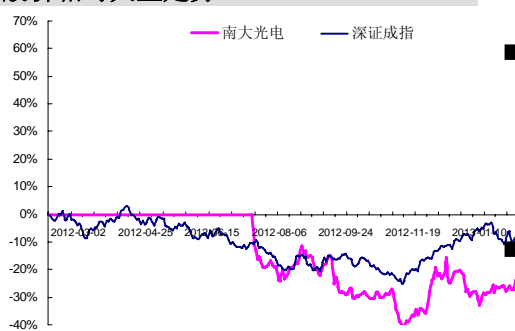
产品组合

三甲基镓	70%
三甲基镉	17%
三乙基镓	9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.9%
社保	11.5%
券商集合理财	2.3%

股价相对大盘走势



■ **大陆 LED 产能全球占比持续增长:** 高工 LED 统计 3Q12 大陆 LED 行业生产用 MOCVD 设备数量达 896 台, 我们预计 2012 年底突破 900 台应该是大概率事件。随着机台数量的快速增长, 大陆地区的 LED 外延产能在全球的占比持续走高。IMS 数据显示, 2012 年大陆产能占比已超过 30%, 成为全球产能最大的地区。而根据 semi 的预估, 2013 年全球 LED 设备投资将从 12 年的 18.5 亿美金放缓到 16.8 亿美金, 但大陆仍将是投资最大的地区, 预计 13 年大陆地区 LED 设备投资有望达 6.7 亿美金, 占全球的 4 成, 是排名第 2 位的日本的 2 倍。因此我们认为大陆地区 MOCVD 和 LED 产能占比将继续上升, 这无疑扩大了 MO 源国内需求成长的空间。而南大光电作为大陆 MO 源霸主, 无疑将受益大陆产业的成长。

■ **2012 年业绩下滑源于 MO 源价格回归:** 公司业绩快报显示: 2012 年实现营收 1.77 亿, YoY 下滑 45%; 净利润 9000 万, YoY 下滑 49%; 主要原因是受到 MO 源价格由 2011 年的 3.44 万/kg 大幅回落至 1.7 万/Kg 左右的影响; 但从快报推测, 4Q12 毛利率已企稳。展望 2013 年, 我们认为 MO 源再继续大幅下探的动力不足, 预计未来将较为平稳。

■ **扩产保障 2013 年业绩重新成长:** 公司计划 2013 年新增产能 7 吨, YoY 增长 76%。以大陆地区 LED 产能折算成 45 片机器 800 台, 全年开工率 8 成计算, 2013 年大陆地区的 MO 源消耗量约为 23 吨, 完全可以容纳公司的扩产后合计 16 吨的产能。

■ **盈利预测和投资建议:** 预计公司 2013-2014 年可实现净利润分别为 1.20 亿、1.57 亿, YoY 增长 33%、增长 31%, 对应 EPS 为 2.38 元、3.12 元; 目前股价对应 PE 分别为 26 倍、20 倍; 给予“买入”的投资建议。

■ **风险因素:** LED 产业开工率不足。

..... 接续下页

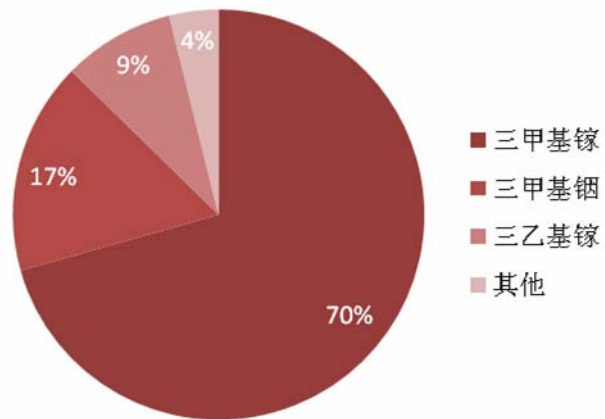
年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012F	2013F	2014F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	56	178	90	120	157
同比增减	%	716.75	216.72	-49.35	32.95	31.15
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.12	3.54	1.79	2.38	3.12
同比增减	%	716.75	216.72	-49.35	32.95	31.15
市盈率(P/E)	X	54.95	17.35	34.26	25.77	19.65
股利 (DPS)	RMB 元	-	-	0.50	0.50	0.50
股息率 (Yield)	%	-	-	0.81	0.81	0.81

公司简介

江苏南大光电材料股份有限公司（简称“南大光电”）成立于2000年12月，生产拥有自主知识产权的高纯金属有机化合物（MO源），是国内唯一实现MO源产业化的企业。

目前公司的主要收入来自三甲基镓和三甲基铟两种MO源产品。2011年来自2者的营收占比合计近9成。预计2012年的整体比例与2011年相当。

图表1 2011年公司营收构成



数据源：公司公告，群益证券上海研究部

公司股权较为分散，无控股股东和实际控制人；同华创投是公司的第一大股东，持有公司股份1003万股，占发行后总股本的19.95%；其他持股5%以上的主要股东包括南大资产、张兴国和沈洁。另外，包括公司管理团队、技术团队等在内的其他84名自然人股东合计持有公司股份816万股。

图表2 公司股权结构



数据源：公司公告，群益证券上海研究部

行业分析

■ LED 是 MO 源需求的最大驱动力

MO源是制备LED、新一代太阳能电池、相变存储器、半导体激光器、射频集成电路芯片等的核心原材料，在半导体照明、信息通讯、航天等领域有极重要的作用。MO源的上游主要是镓、铟等稀有金属冶炼及加工业，下游最主要的应用为LED、太阳能电池外延片制造。目前MO源光电材料行业需求90%自LED产业。

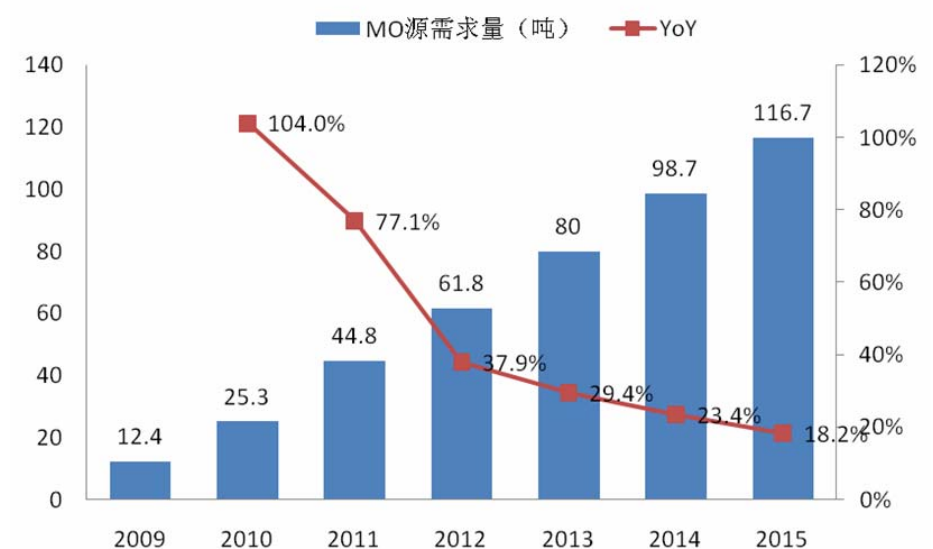
图表3 MO源上下游产业链



数据源：公开资料，群益证券上海研究部

受益于背光LED需求在2009年的爆发，作为制备LED的核心原材料，MO源行业也迎来了爆发式增长。国家半导体照明工程研发及产业联盟（CSA）的数据显示，全球MO源市场规模从2009年的12.4吨快速成长到2011年的44.8吨。CSA预估2015年需求有望达到117吨的水平。

图表4 全球MO源需求量预估



数据源：招股书，CSA，群益证券上海研究部

■ 南大稳居大陆龙头，优势明显

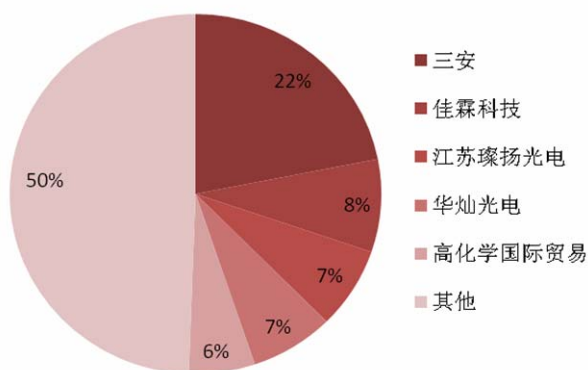
目前，美国在MO源的产能和技术上都处于领先的地位：Dow和SAFC Hitech均为美国公司，而荷兰公司Akzo Nobel的生产工厂也在美国；南大光电是国内唯

一家拥有自主知识产权并实现了MO源产业化生产的企业，产品质量达到或超过国际先进水平，2010年全球市场份额约为15%，大陆市场份额在60%以上；日本的MO源生产商产能较小，产品主要在日本国内销售，市场相对封闭；全球最重要的两大LED产业基地中国台湾和韩国虽然LED产业规模很大，但至2010年底尚未出现能够大批量生产MO源的本土厂家，其MO源基本来自进口。

MO源行业总体市场规模较小，且拥有较高的技术、品牌壁垒。由于MO源产品生产技术难度大，下游客户对MO源产品的质量要求较高，往往只信任成功量产多年和资历较深的老牌MO源生产商。另外，MO源产品的自身特点也使其具有较强的客户粘性。首先，在MO源使用的过程中，下游客户的机器设备和供应商提供的MO源产品之间存在匹配度的问题，下游客户在更换所使用的MO源产品时需要重新调节参数并进行试生产，过程较为复杂且存在一定生产风险，且MO源在成本占比中较小，仅为2%左右，远低于与MO源配套使用的机器设备和辅料的成本，下游外延片生产商为降低生产风险和提高生产的稳定性，不会轻易尝试使用新厂商的MO源产品。

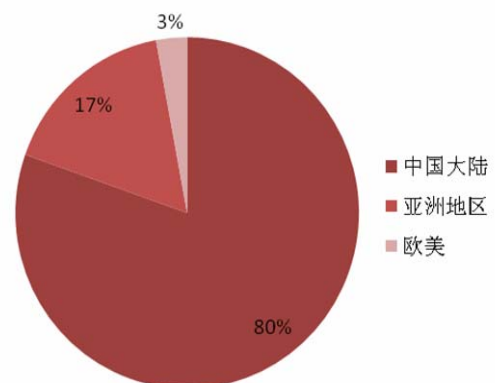
2010年Dow、SAFC、Akzo Nobel 和南大光电4家合计市场占有率约为90%，MO源行业呈现出寡头垄断的局面，市场新进入者将面临较大的进入障碍。因此我们认为公司在MO源的市场地位十分稳固，在大陆市场更是处于绝对的霸主地位。公司的客户除三安光电、士兰明芯、华灿光电、干照光电、山东华光的国内大厂之外，还有Osram、LG、Toyoda Gosei、首尔半导体、晶元光电、广镓光电等境外知名LED厂商。

图表5 2011年公司客户结构



数据来源：招股书，群益证券上海研究部

图表6 2011年销售区域分布



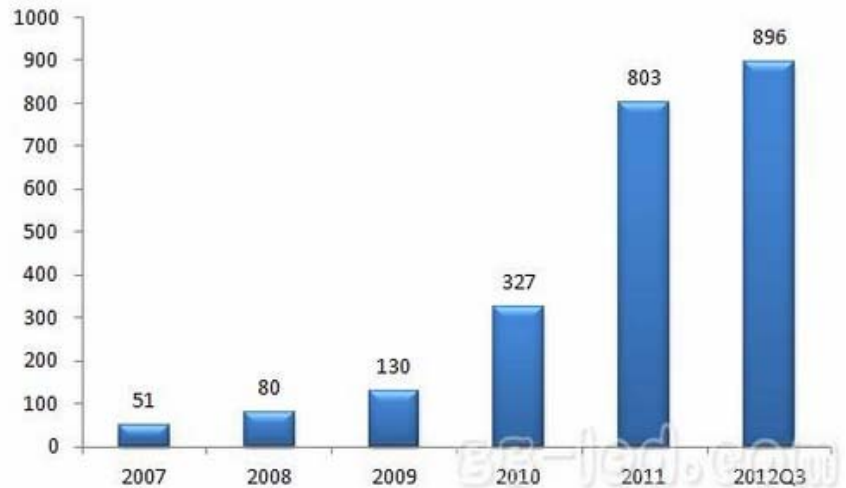
数据来源：招股书，群益证券上海研究部

■ 大陆LED产能全球占比持续增长

由于持续的投入，大陆地区MOCVD机台的数量在2009年后爆发增长。根据高工LED统计，截至2012年三季度末，大陆LED行业生产用MOCVD设备数量达896台，我们预计2012年底突破900台应该是大概率事件。随着机台数量的快速增长，大陆地区的LED外延产能在全球的占比持续走高。IMS数据显示，2012年大

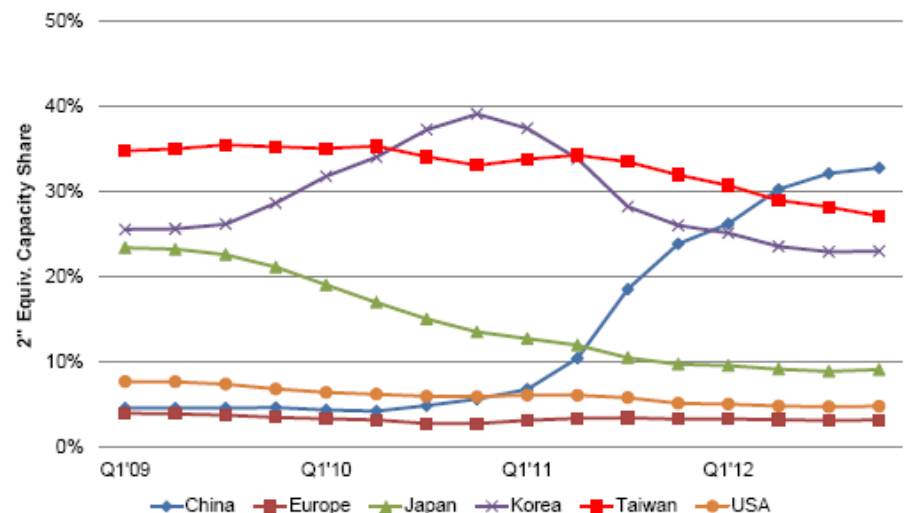
陆产能占比已超过30%，成为全球产能最大的地区。而根据semi的预估，2013年全球LED设备投资将从12年的18.5亿美金放缓到16.8亿美金，但大陆仍将是投资最大的地区，预计13年大陆地区LED设备投资有望达6.7亿美金，占全球的4成，是排名第2位的日本的2倍。因此我们认为大陆地区MOCVD和LED产能占比将继续上升，这无疑是扩大了MO源国内需求成长的空间。而南大光电作为大陆MO源霸主，无疑将受益大陆产业的成长。

图表7 大陆地区 MOCVD 数量统计



数据源：高工LED，群益证券上海研究部

图表8 大陆 LED 外延产能占比持续走高



数据源：IMS，群益证券上海研究部

运营分析

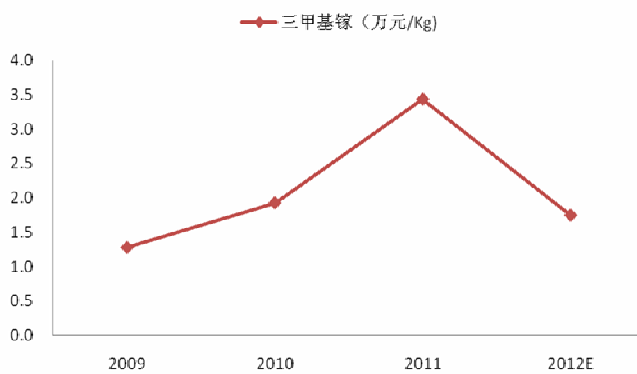
■ 2012年业绩下滑源于MO源价格回归

公司之前公告了业绩快报：2012年实现营收1.77亿，YoY下滑45%；净利润9000万，YoY下滑49%；主要原因是受到供求关系影响，MO源价格较2011年大

幅回落，所以使得公司业绩大幅下滑。2010年开始，MO源供不应求，公司数次上调了主力产品三甲基镓的售价，对国外客户的售价从上半年的每公斤1万元左右上调至1.8万元左右，国内销售单价从每公斤1.3万元左右上调至1.7-2.5万元，至9月份又上调至2.5-3.2万元。2011年前三季度公司MO源一直处于缺货状态，MO源价格最高更是上涨到了4.7万/Kg。从4Q12开始，随着供应商产能的扩张、下游需求增速放缓以及原材料价格的下跌，三甲基镓价格快速回落，2012年底平均售价已降低至1.6-1.7万元/Kg，较2011年平均售价下滑50%左右。

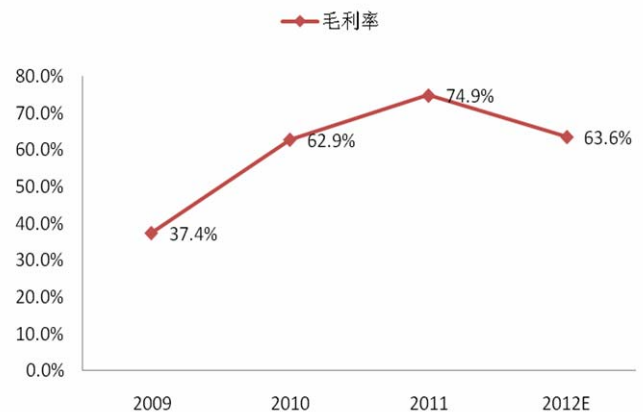
但根据快报推算，我们预测4Q12毛利率已有所企稳，MO源的价格趋于平稳。展望2013年，我们认为MO源的供需情况较为稳定，加之MO源价格已大幅回归，再继续大幅下探的动力不足，预计未来将较为平稳。

图表9 三甲基镓ASP变化



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图表10 毛利率变化情况



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

■ 扩产保障 2013 年业绩重新成长

公司与2012年8月成功IPO，募资7.8亿，计划至2015年扩产22.5吨MO源产能。其中2013年新增产能7吨，YoY增长76%。

根据产业经验，一台Veeco 45片机满产时对三甲基镓和三甲基铟MO源的月消耗量约为3kg。大陆地区2013年MOCVD保有量有望达1000台左右，但由于09年之前的机台产能较少，我们保守折算成45片机800台左右，全年产能利用率用8成计算，大陆地区的MO源消耗量约为23吨，完全可以容纳公司的扩产后合计16吨的产能。

图表11 MO源扩产计划

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
一期	0.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
二期			3.5	7	10	10
三期				3.5	7	10
新增产能合计(吨)	0.4	2.5	6	13	19.5	22.5
原产线产能(吨)	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2

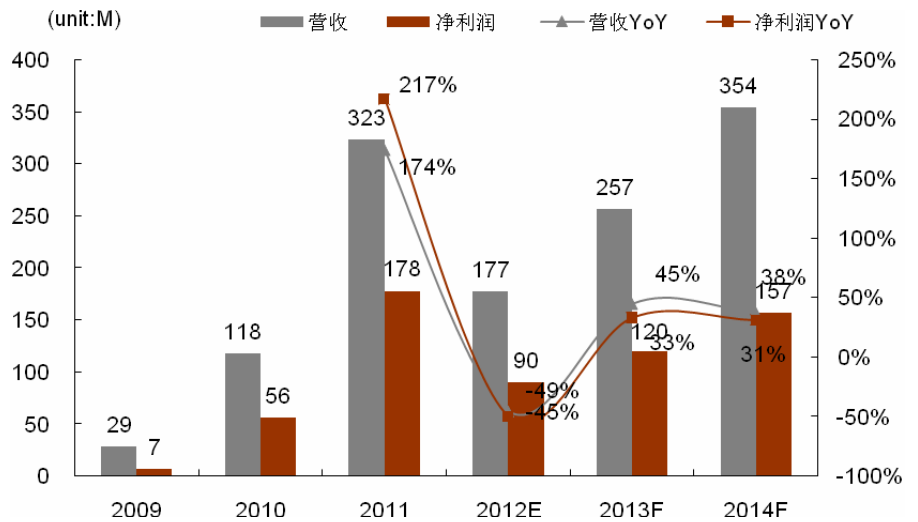
产能合计(吨)	3.6	5.7	9.2	16.2	22.7	25.7
产能 YoY		58%	61%	76%	40%	13%

资料来源: 招股书, 群益证券上海研究部

盈利预测与投资建议

展望2013年, 我们认为随着通用照明的到来, LED产业开率将明显好于2012年; 公司MO源龙头地位稳固, 将会有所受益。综合考虑, 预计公司2013-2014年可实现净利润分别为1.20亿、1.57亿, YoY增长33%、增长31%, 对应EPS为2.38元、3.12元; 目前股价对应PE分别为26倍、20倍; 给予“买入”的投资建议。

图表 12 营收及净利润增速预估



数据来源: Wind, 群益证券上海研究部

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
营业收入	118	323	177	257	354
经营成本	29	67	64	100	142
营业税金及附加	1	4	2	1	1
销售费用	4	5	3	4	5
管理费用	18	40	23	30	39
财务费用	1	-4	-14	-15	-14
资产减值损失	0	3	0	2	2
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	65	207	99	136	180
营业外收入	2	3	5	5	5
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	66	209	105	141	185
所得税	10	31	15	21	28
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	56	178	90	120	157

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
货币资金	62	136	891	778	720
应收账款	4	9	12	16	20
存货	45	101	99	114	131
流动资产合计	114	263	1014	1064	1117
长期股权投资	5	2	2	2	2
固定资产	26	39	47	56	67
在建工程	17	53	30	21	15
非流动资产合计	51	101	126	152	182
资产总计	165	365	1140	1216	1300
流动负债合计	65	79	20	22	24
非流动负债合计	0	8	10	11	12
负债合计	66	87	30	33	36
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	100	278	1110	1183	1264
负债及股东权益合计	165	365	1140	1216	1300

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	82	118	13	68	98
投资活动产生的现金流量净额	-20	-45	-33	-123	-108
筹资活动产生的现金流量净额	-1	1	774	-58	-48
现金及现金等价物净增加额	60	73	755	-113	-58

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。