

南大光电 (300346.SZ)

太阳能行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

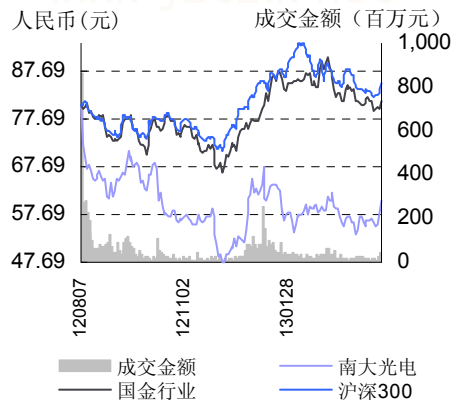
市价(人民币): 60.50元

MO 源价格下滑导致盈利骤降

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	12.57
总市值(百万元)	30.41
年内股价最高最低(元)	80.41/47.69
沪深 300 指数	2533.83



相关报告

1. 《具备核心技术的MO源供应商》，2012.8.2

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

宋佳

联系人
(8621)60753905
songjia@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	4.720	1.798	1.670	2.144	2.509
每股净资产(元)	7.36	21.87	22.54	23.18	24.69
每股经营性现金流(元)	3.14	-0.17	2.44	1.61	2.09
市盈率(倍)	N/A	34.31	36.22	28.22	24.11
行业优化市盈率(倍)	27.51	27.15	29.47	29.47	29.47
净利润增长率(%)	216.08%	-49.20%	-7.12%	28.36%	17.01%
净资产收益率(%)	64.11%	8.23%	7.41%	9.25%	10.16%
总股本(百万股)	37.70	50.27	50.27	50.27	50.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司公告 2012 年年报和 2013 年一季度业绩预告: 2012 年实现营收 1.77 亿元, 同比下滑 45.09%, 实现净利润 9019 万元, 同比下滑 49.26%, 对应 EPS 1.80 元; 同时公司预告 2013 年一季度实现净利润为 1600-1800 万元, 同比下滑 36%-43%。

经营分析

- 产品价格大幅下滑导致盈利水平骤降: MO 源厂商的大幅扩产使得 2012 年开始行业呈现供给过剩的局面, 公司主要产品 TMG 价格从 2011 年顶峰的 3.5 万/kg 大幅下滑至 2012 年底的 1.06 万元/kg, 跌幅接近 70%。
- 高端产品毛利率稳定: 在 LED 用 MO 源中, TMG 用量最大, 但是技术相对较低, 目前面临较为激烈价格竞争, 2012 年 TMG 毛利率下降了 24 个百分点; 但是技术难度较高的 TMI 和 TEG 等产品盈利能力较为稳定, 2012 年公司 TMI 和 TEG 的毛利率仅略将 3 个百分点, 仍然维持 85% 左右的高毛利;
- MO 源价格逐步企稳, 但是价格弹性不大: 按照目前 TMG 的售价, 我们预计毛利率已经降至 30% 左右的水平, 基本和芯片厂商的毛利率水平接近, 加上行业整体需求转暖, 我们认为 MO 源的价格已经基本企稳, 但是由于 MO 源仍处于产能过剩阶段, 加之作为化工产品产能扩产较快, 我们认为价格不存在很大的弹性。
- 承接国家专项研发新产品, 创造新的利润来源: 公司 2013 年开始承接了国家 02 专项工程, 利用三年时间实现高纯磷烷和砷烷等新产品研发, 实现进口替代以形成新的利润来源;

盈利调整

■ 我们预测公司 2013-2015 年实现净利润 0.84 亿元、1.08 亿元和 1.26 亿元, 净利润同比增长-7.12%, 28.36% 和 17.01%, 对应 EPS 分别为 1.67 元、2.14 元和 2.51 元;

投资建议

■ 目前股价对应摊薄后 36 × 13PE 和 28 × 14PE, 给予“增持”评级;

图表1: 盈利预测

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
三甲基镓						
平均售价 (万元/kg)	1.93	3.44	1.45	1.06	1.10	1.10
增长率 (YOY)	51.43%	77.81%	-57.84%	-26.90%	3.77%	0.00%
销售数量 (kg)	3,275.10	6,635.22	7,841.89	11,160.00	14,784.00	18,000.00
增长率 (YOY)	214.78%	102.60%	18.19%	42.31%	32.47%	21.75%
销售收入 (百万元)	63.34	228.18	113.71	118.30	162.62	198.00
增长率 (YOY)	376.67%	260.24%	-50.17%	4.04%	37.47%	21.75%
毛利率	62.86%	74.93%	50.71%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	23.52	57.20	56.05	82.81	113.84	138.60
增长率 (YOY)	182.62%	143.17%	-2.02%	47.75%	37.47%	21.75%
毛利 (百万元)	39.82	170.97	57.66	35.49	48.79	59.40
占总销售额比重	53.75%	70.75%	64.21%	61.77%	65.42%	65.85%
占主营业务利润比重	44.97%	67.00%	51.25%	37.16%	40.85%	41.30%
三甲基铟						
平均售价 (万元/kg)	10.34	12.33	8.63	7.77	6.99	6.64
增长率 (YOY)	6.49%	19.25%	-30.00%	-10.00%	-10.00%	-5.00%
销售数量 (kg)	464.65	437.25	402.75	560.00	728.00	924.00
增长率 (YOY)	223.14%	-5.90%	-7.89%	39.04%	30.00%	26.92%
销售收入 (百万元)	48.04	53.91	34.76	43.50	50.90	61.37
增长率 (YOY)	244.11%	12.21%	-35.52%	25.14%	17.00%	20.58%
毛利率	89.44%	87.72%	84.02%	80.00%	80.00%	80.00%
毛利 (百万元)	42.97	47.29	29.21	34.80	40.72	49.09
占总销售额比重	40.77%	16.72%	19.63%	22.72%	20.47%	20.41%
占主营业务利润比重	48.53%	18.53%	25.96%	36.44%	34.09%	34.14%
三乙基镓						
平均售价 (万元/kg)	6.49	11.65	6.99	5.59	5.03	4.78
增长率 (YOY)	-23.10%	79.51%	-40.00%	-20.00%	-10.00%	-5.00%
销售数量 (kg)	26.61	244.24	270.70	360.00	450.00	550.00
增长率 (YOY)	2117.20%	817.80%	10.83%	32.99%	25.00%	22.22%
销售收入 (百万元)	1.73	28.45	18.92	20.13	22.65	26.30
增长率 (YOY)	1604.94%	1547.51%	-33.50%	6.39%	12.50%	16.11%
毛利率	77.42%	89.91%	86.56%	80.00%	80.00%	80.00%
毛利 (百万元)	1.34	25.58	16.38	16.10	18.12	21.04
占总销售额比重	1.47%	8.82%	10.68%	10.51%	9.11%	8.75%
占主营业务利润比重	1.51%	10.02%	14.56%	16.87%	15.17%	14.63%
其他						
销售收入 (百万元)	4.72	11.99	9.71	9.58	12.43	15.03
增长率 (YOY)	388.11%	153.69%	-19.01%	-1.37%	29.81%	20.96%
毛利率	93.53%	94.68%	95.34%	95.00%	95.00%	95.00%
毛利 (百万元)	4.42	11.35	9.26	9.10	11.81	14.28
占总销售额比重	4.01%	3.72%	5.48%	5.00%	5.00%	5.00%
占主营业务利润比重	4.99%	4.45%	8.23%	9.53%	9.89%	9.93%
销售总收入 (百万元)	117.84	322.53	177.10	191.50	248.60	300.70
销售总成本 (百万元)	29.29	67.33	64.60	96.01	129.17	156.88
毛利 (百万元)	88.54	255.20	112.50	95.49	119.43	143.81
平均毛利率	75.14%	79.12%	63.52%	49.86%	48.04%	47.83%

来源: 国金证券研究所

图表2: 三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	118	323	177	192	249	301
增长率		173.8%	-45.1%	8.0%	29.8%	21.0%
主营业务成本	-29	-67	-65	-96	-129	-157
%销售收入	24.8%	20.9%	36.5%	50.1%	52.0%	52.2%
毛利	89	256	113	95	119	144
%销售收入	75.2%	79.1%	63.5%	49.9%	48.0%	47.8%
营业税金及附加	-1	-4	-2	-2	-3	-4
%销售收入	0.8%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-4	-5	-3	-4	-5	-5
%销售收入	3.5%	1.7%	1.7%	2.0%	2.0%	1.8%
管理费用	-18	-40	-22	-23	-27	-30
%销售收入	15.0%	12.5%	12.2%	12.0%	11.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	66	206	86	66	84	105
%销售收入	55.8%	63.8%	48.2%	34.7%	33.8%	34.8%
财务费用	-1	4	14	25	36	37
%销售收入	0.5%	-1.2%	-8.1%	-13.3%	-14.4%	-12.2%
资产减值损失	0	-3	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	65	207	99	92	120	141
营业利润率	55.5%	64.1%	55.7%	47.9%	48.2%	47.0%
营业外收支	0	2	7	7	7	7
税前利润	66	209	106	99	127	148
利润率	55.8%	64.7%	59.6%	51.6%	51.0%	49.3%
所得税	-10	-31	-15	-15	-19	-22
所得税率	14.5%	14.8%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	56	178	90	84	108	126
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	56	178	90	84	108	126
净利率	47.7%	55.1%	51.0%	43.8%	43.4%	41.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	56	178	90	84	108	126
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	8	6	9	11	12
非经营收益	2	-3	-9	-5	-7	-6
营运资金变动	20	-65	-97	35	-31	-27
经营活动现金净流	82	118	-9	122	81	105
资本开支	-17	-45	-13	582	-13	6
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	-590	0	0	0
投资活动现金净流	-17	-45	-603	581	-13	6
股权募资	0	0	789	0	-25	0
债权募资	-1	-5	7	-9	0	1
其他	-1	5	-57	0	-51	-51
筹资活动现金净流	-2	0	739	-9	-76	-50
现金净流量	63	73	127	694	-8	61

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	62	136	263	956	949	1,010
应收款项	7	22	58	37	48	58
存货	45	101	93	100	134	163
其他流动资产	0	4	7	10	12	15
流动资产	114	263	421	1,103	1,143	1,246
%总资产	68.9%	72.3%	36.8%	88.9%	88.7%	90.3%
长期投资	5	2	2	3	2	2
固定资产	43	92	111	128	137	125
%总资产	25.9%	25.2%	9.7%	10.4%	10.7%	9.1%
无形资产	3	3	6	4	4	5
非流动资产	51	101	722	137	146	135
%总资产	31.1%	27.7%	63.2%	11.1%	11.3%	9.7%
资产总计	165	365	1,143	1,240	1,289	1,380
短期借款	5	0	0	0	0	0
应付款项	45	47	13	24	32	39
其他流动负债	15	32	14	76	85	92
流动负债	65	79	28	100	117	131
长期贷款	0	0	7	7	7	8
其他长期负债	0	8	9	0	0	0
负债	66	87	44	107	124	139
普通股股东权益	100	278	1,099	1,133	1,165	1,241
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	165	365	1,143	1,240	1,289	1,380

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.493	4.720	1.798	1.670	2.144	2.509
每股净资产	2.648	7.362	21.865	22.535	23.180	24.688
每股经营现金净流	2.175	3.138	-0.172	2.436	1.614	2.092
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	56.40%	64.11%	8.23%	7.41%	9.25%	10.16%
总资产收益率	34.05%	48.82%	7.91%	6.77%	8.36%	9.14%
投入资本收益率	53.66%	63.18%	6.62%	4.95%	6.10%	7.13%
增长率						
主营业务收入增长率	310.86%	173.81%	-45.09%	8.01%	29.81%	20.96%
EBIT增长率	664.23%	212.93%	-58.46%	-22.38%	26.73%	24.48%
净利润增长率	691.94%	216.08%	-49.20%	-7.12%	28.36%	17.01%
总资产增长率	172.28%	120.50%	213.46%	8.52%	3.96%	7.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.2	6.9	43.7	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	332.3	395.9	548.9	380.0	380.0	380.0
应付账款周转天数	125.1	88.0	74.7	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	81.0	43.9	126.5	148.6	127.5	90.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.28%	-48.87%	-23.26%	-83.80%	-80.80%	-80.73%
EBIT利息保障倍数	113.8	-54.2	-5.9	-2.6	-2.4	-2.9
资产负债率	39.62%	23.86%	3.81%	8.65%	9.62%	10.09%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net