

南大光电 (300346.SZ) LED 行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

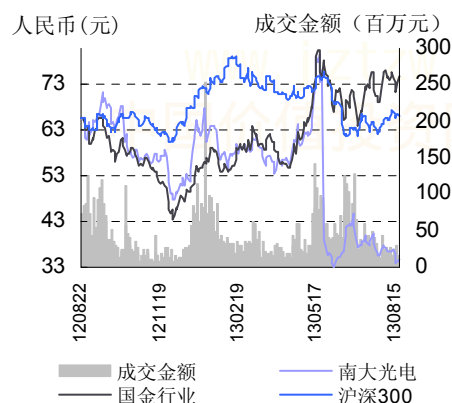
市价(人民币): 34.55元

价格低位徘徊, 销售增量有限

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	32.11
总市值(百万元)	34.86
年内股价最高最低(元)	79.38/33.00
沪深 300 指数	2308.59



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	0.830	1.084	1.292
每股净资产(元)	7.36	21.87	23.17	24.83	26.92
每股经营性现金流(元)	3.14	-0.17	2.77	1.76	2.03
市盈率(倍)	N/A	34.31	41.61	31.87	26.74
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	42.64	42.64	42.64
净利润增长率(%)	216.08%	-49.20%	-7.67%	30.56%	19.21%
净资产收益率(%)	64.11%	8.23%	7.17%	8.73%	9.60%
总股本(百万股)	37.70	50.27	100.54	100.54	100.54

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公告 2013 年半年报: 上半年实现营收 6,740 万元, 同比下滑 40%; 实现净利润 3,370 万元, 同比下滑 37%; 上半年实现每股收益 0.34 元。

经营分析

- **产品价格低位徘徊:** 尽管 MO 源市场仍然是南大光电、Akzo Nobel、陶氏和 SAFC 四家独大的局面, 但是产能过剩使得行业处于买方市场, 目前主要产品三甲基镓的价格已经跌至 1 万左右水平, 我们认为在未来一段时间内没有上涨的可能。
- **上半年销售增量有限:** 二季度实现营收 3,464 万元, 较一季度环比增长 6%, 从整个上半年看营收因销售量的影响同比增加为 193 万元, 即销售量新增不足 200 kg, 考虑去年全年 7,926kg 的销售量, 上半年新增销售量不足 5%, 我们认为公司的市场份额有所下降;
- **高端产品毛利率稳定:** GaN LED 芯片主要原材料三甲基镓产品毛利率降至 36.81%, 较 2012 年下滑了 12 个百分点; 而三甲基镓、三乙基镓等高端产品由于壁垒较高, 竞争较小, 仍然维持 80% 以上的毛利率水平;
- **布局新产品, 寻找新的增长点:** 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;。

盈利调整与投资建议

- 我们下调公司 2013-2015 年盈利预测分别为 0.83 元、1.08 元和 1.29 元, 净利润增速分别为 -7.67%、31% 和 19%。
- 目前股价对应摊薄后 43x13PE 和 32x14PE, 维持“增持”评级。

相关报告

1. 《MO 源价格下滑导致盈利骤降》, 2013.4.22

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

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	1.55	1.00	1.00	1.00
增长率 (YOY)	51.43%	77.81%	-54.93%	-35.48%	0.00%	0.00%
销售数量 (kg)	3,275.10	6,635.22	7,335.97	9,021.00	12,276.00	16,800.00
增长率 (YOY)	214.78%	102.60%	10.56%	22.97%	36.08%	36.85%
销售收入 (百万元)	63.34	228.18	113.71	90.21	122.76	168.00
增长率 (YOY)	376.67%	260.24%	-50.17%	-20.66%	36.08%	36.85%
毛利率	62.86%	74.93%	50.71%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利 (百万元)	39.82	170.97	57.66	31.57	42.97	58.80
占总销售额比重	53.75%	70.75%	64.21%	55.71%	57.92%	60.74%
占主营业务利润比重	44.97%	67.00%	51.25%	35.02%	37.07%	39.80%
三甲基铝						
平均售价 (万元/kg)	10.34	12.33	8.63	7.77	6.99	6.29
增长率 (YOY)	6.49%	19.25%	-30.00%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
销售数量 (kg)	464.65	437.25	402.75	560.00	784.00	1,064.00
增长率 (YOY)	223.14%	-5.90%	-7.89%	39.04%	40.00%	35.71%
销售收入 (百万元)	48.04	53.91	34.76	43.50	54.81	66.95
增长率 (YOY)	244.11%	12.21%	-35.52%	25.14%	26.00%	22.14%
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	43.85	53.56
占总销售额比重	40.77%	16.72%	19.63%	26.86%	25.86%	24.21%
占主营业务利润比重	48.53%	18.53%	25.96%	38.59%	37.83%	36.25%
三乙基镓						
平均售价 (万元/kg)	6.49	11.65	6.99	5.59	4.75	4.28
增长率 (YOY)	-23.10%	79.51%	-40.00%	-20.00%	-15.00%	-10.00%
销售数量 (kg)	26.61	244.24	270.70	360.00	500.00	650.00
增长率 (YOY)	2117.20%	817.80%	10.83%	32.99%	38.89%	30.00%
销售收入 (百万元)	1.73	28.45	18.92	20.13	23.77	27.81
增长率 (YOY)	1604.94%	1547.51%	-33.50%	6.39%	18.06%	17.00%
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	19.01	22.24
占总销售额比重	1.47%	8.82%	10.68%	12.43%	11.21%	10.05%
占主营业务利润比重	1.51%	10.02%	14.56%	17.86%	16.41%	15.06%
其他						
销售收入 (百万元)	4.72	11.99	9.71	8.10	10.60	13.83
增长率 (YOY)	388.11%	153.69%	-19.01%	-16.59%	30.87%	30.50%
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	7.69	10.07	13.14
增长率 (YOY)	538.50%	156.81%	-18.45%	-16.89%	30.87%	30.50%
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%	8.53%	8.69%	8.89%
销售总收入 (百万元)	117.84	322.53	177.10	161.94	211.93	276.58
销售总成本 (百万元)	29.29	67.33	64.60	71.77	96.04	128.84
毛利 (百万元)	88.54	255.20	112.50	90.17	115.89	147.74
平均毛利率	75.14%	79.12%	63.52%	55.68%	54.68%	53.42%

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	162	212	277
增长率		173.8%	-45.1%	-8.7%	30.9%	30.5%
主营业务成本	-29	-67	-65	-72	-96	-129
%销售收入	24.8%	20.9%	36.5%	44.3%	45.3%	46.6%
毛利	89	256	113	90	116	148
%销售收入	75.2%	79.1%	63.5%	55.7%	54.7%	53.4%
营业税金及附加	-1	-4	-2	-2	-3	-3
%销售收入	0.8%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-4	-5	-3	-3	-4	-6
%销售收入	3.5%	1.7%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-18	-40	-22	-19	-25	-33
%销售收入	15.0%	12.5%	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	66	206	86	66	84	106
%销售收入	55.8%	63.8%	48.2%	40.5%	39.5%	38.2%
财务费用	-1	4	14	26	38	40
%销售收入	0.5%	-1.2%	-8.1%	-15.9%	-17.7%	-14.5%
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	91	121	146
营业利润率	55.5%	64.1%	55.7%	56.3%	57.2%	52.7%
营业外收支	0	2	7	7	7	7
税前利润	66	209	106	98	128	153
利润率	55.8%	64.7%	59.6%	60.6%	60.5%	55.3%
所得税	-10	-31	-15	-15	-19	-23
所得税率	14.5%	14.8%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	56	178	90	83	109	130
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	83	109	130
净利率	47.7%	55.1%	51.0%	51.5%	51.4%	47.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	56	178	90	83	109	130
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	52	-25	-34
经营活动现金净流	82	118	-9	139	88	102
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	0	0
债权募资	-1	-5	7	-9	0	1
其他	-1	5	-57	0	-19	-26
筹资活动现金净流	-2	0	739	-9	-19	-25
现金净流量	63	73	127	710	57	83

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	973	1,030	1,113
应收款项	7	22	58	31	41	53
存货	45	101	93	79	105	141
其他流动资产	0	4	7	8	10	12
流动资产	114	263	421	1,091	1,186	1,320
%总资产	68.9%	72.3%	36.8%	88.8%	89.0%	90.7%
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%	10.5%	10.3%	8.6%
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%	11.2%	11.0%	9.3%
资产总计	165	365	1,143	1,228	1,332	1,454
短期借款	5	0	0	0	0	0
应付款项	45	47	13	18	24	33
其他流动负债	15	32	14	38	52	61
流动负债	65	79	28	56	76	93
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	63	83	101
普通股股东权益	100	278	1,099	1,165	1,248	1,353
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	165	365	1,143	1,228	1,332	1,454

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.493	4.720	1.798	0.830	1.084	1.292
每股净资产	2.648	7.362	21.865	23.166	24.834	26.918
每股经营现金净流	2.175	3.138	-0.172	2.769	1.756	2.027
每股股利	0.000	0.000	0.360	0.360	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	56.40%	64.11%	8.23%	7.17%	8.73%	9.60%
总资产收益率	34.05%	48.82%	7.91%	6.80%	8.19%	8.93%
投入资本收益率	53.66%	63.18%	6.62%	4.76%	5.67%	6.60%
增长率						
主营业务收入增长率	310.86%	173.81%	-45.09%	-8.67%	30.87%	30.50%
EBIT增长率	664.23%	212.93%	-58.46%	-23.35%	27.65%	26.31%
净利润增长率	691.94%	216.08%	-49.20%	-7.67%	30.56%	19.21%
总资产增长率	172.28%	120.50%	213.46%	7.45%	8.44%	9.23%
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	400.0	400.0	400.0
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	175.7	149.6	98.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.28%	-48.87%	-23.26%	-82.95%	-81.92%	-81.66%
EBIT利息保障倍数	113.8	-54.2	-5.9	-2.6	-2.2	-2.6
资产负债率	39.62%	23.86%	3.81%	5.16%	6.24%	6.96%

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	1	2	2	4
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.18

来源: 朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-04-22	增持	60.68	N/A

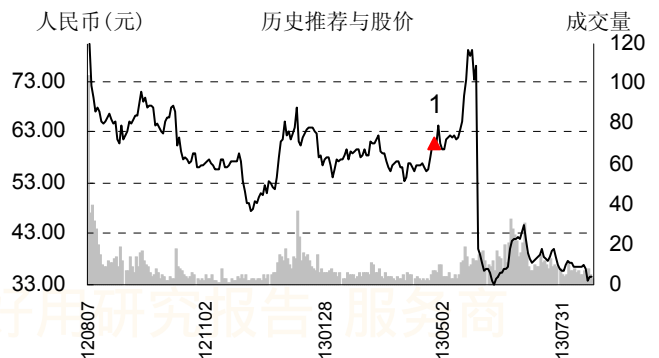
来源: 国金证券研究所

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



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为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