

2018年12月24日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

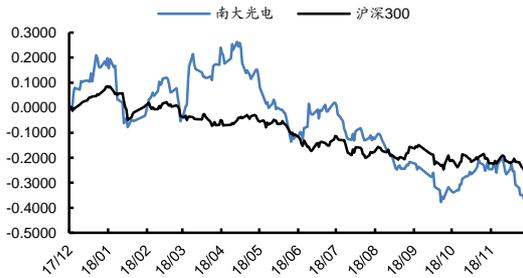
研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn
联系人：杨钟 S0350118080024
021-60338126 yangz05@ghzq.com.cn

MO 源龙头崛起，高端光刻胶国产担当

——南大光电（300346）动态点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
南大光电	-15.9	-19.1	-39.2
沪深 300	-3.6	-11.2	-25.3

市场数据

市场数据	2018-12-21
当前价格(元)	8.99
52周价格区间(元)	8.50 - 18.22
总市值(百万)	2458.48
流通市值(百万)	2123.00
总股本(万股)	27346.88
流通股(万股)	23615.08
日均成交额(百万)	36.90
近一月换手(%)	26.44

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件

南大光电发布公告称，拟使用超募资金投资“年产 170 吨 MO 源和高 K 三甲基铝生产项目”及“02 专项 ArF 光刻胶产品的开发与产业化项目”。

投资要点：

- 市场空间和集中度双重驱动，MO 源盈利水平显著提升。**近年来，受惠于 LED 产品价格持续下降，LED 照明渗透率及行业整体规模不断成长，LED 芯片行业自 2017 年以来迎来新一轮扩产高峰期。行业统计数据显示：2018 年，中国 MOCVD 计划增加 288 台（450 腔），且行业头部厂商的扩产竞赛仍在继续；随着 mini LED、UV LED、化合物半导体产业的兴起，MO 源将被注入新的活力。在下游产能不断扩充的背景下，南大光电 MO 源市场空间将被进一步拓宽。此外，受制于高纯 MO 源较高的技术壁垒以及易燃易爆的理化性质，对中小型参与者的发展空间构成某种程度上挤压，市场份额向南大光电这样的头部企业集中。我们认为，公司在该领域深耕多年且占据绝对龙头地位，无论自身技术水平还是下游客户结构都具备相当优势，有望显著受益于市场空间和市场集中度的双重驱动力，这从公司近一年来逆势增长的毛利率可得到佐证，随着此次 170 吨 MO 源和高 K 三甲基铝生产项目落地，公司 MO 源业绩将被进一步增厚。
- 磷烷砷烷等电子特气增长迅速，半导体材料国产化大势所趋。**全椒子公司高纯磷烷、砷烷产品已实现在 LED 领域规模出货，且在半导体领域的认证工作也取得了长足的进展并批量出货。高纯磷烷及砷烷可用于 GaAs、GaAsP 等三五族化合物半导体薄膜生长，与公司 MO 源业务具有协同作用；高纯磷烷可以用于半导体器件中的“N”型掺杂工艺，是决定半导体器件性能的关键原材料之一。我们认为，在我国大力推进半导体产业链自主可控的背景下，相关原材料的国产化替代乃大势所趋，这将推动公司此前布局的高纯电子气体进入业绩收获期。从收入结构可见，电子气体给公司贡献的营收呈快速增长的态势，我们判断该增长势头在未来数年之内将得到很好的延续。
- 193nm 光刻胶产业化项目是公司未来最值得期待的看点。**光刻胶作为半导体工艺制程中最为核心的原材料，技术门槛极高，高端产品由日本 JSR、TOK 等长期垄断。按光源敏感度可以分为 i 线光刻胶（365nm）、KrF 光刻胶（248nm）、ArF 光刻胶（193nm），其中最

高端的 ArF 光刻胶是集成电路 22nm、14nm 乃至 10nm 制程的关键，处在整个半导体原材料金字塔的顶端。由于此前我国晶圆厂数量较少，且大多处于低端制程的原因，与之配套的高端光刻胶产品几乎处于空白状态。近年来国内晶圆厂（尤其是内资先进制程线）的快速崛起，必将带动与之配套的高端光刻胶产业快速发展。南大光电在 2015 年参股北京科华切入集成电路 248nm KrF 光刻胶之后，很快于 2017 年启动 193nm ArF 光刻胶开发项目，经过短短一年时间，即达到“02 专项”（一期）的各项指标要求，足见公司进军高端光刻胶领域决心之坚定，研发实力之强劲。我们认为，随着公司此次 ArF 光刻胶产业化项目的落地，将给我国半导体产业链带来新的源头活水；此外，在 02 专项的加持下无论其产品研发还是客户认证进度都会大大加快，公司自身也将随之迈入全新的成长轨道。

- **盈利预测及投资评级：首次覆盖，给予公司买入评级。**短期来看，我们认为公司的主要业绩支撑仍将是 LED 产能扩张叠加行业集中提升的双重驱动；此外公司高纯磷烷砷烷自推向市场以来也表现出不俗的增速，随着下游市场的打开及更多客户的导入，电子气体为公司带来的业绩增量不容小觑。此外，由于光刻工艺是集成电路制程的心脏，光刻机及与之配套的光刻胶共同决定了晶圆厂所能达到的制程高度，高端光刻胶国产化乃大势所趋，南大光电在我国大力推进半导体供应链国产自主的背景下果断积极切入，为公司的长期成长逻辑奠定坚实的基础。预计公司 2018-2020 年将分别实现净利润 0.67、0.92、1.21 亿元，对应 2018-2020 年 PE 36.51、26.62、20.29 倍，首次覆盖，给予公司买入评级。
- **风险提示：**1) MO 源需求不及预期；2) 半导体景气度下滑带来电子气体需求低迷；3) 光刻胶研发进度及客户认证不及预期；4) 环保政策对公司项目推进的不确定影响。

预测指标	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	177.21	218.34	278.56	368.27
增长率(%)	74.90%	23.21%	27.58%	32.20%
净利润（百万元）	33.84	67.34	92.36	121.16
增长率(%)	348.31%	98.99%	37.15%	31.18%
摊薄每股收益（元）	0.124	0.246	0.338	0.443
ROE(%)	2.79%	5.26%	6.73%	8.11%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：南大光电盈利预测表

证券代码:	300346.SZ				股价:	8.99	投资评级:	买入	日期:	2018-12-21
财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017A	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	2.79%	5.26%	6.73%	8.11%	EPS	0.12	0.25	0.34	0.44	
销售毛利率	48.93%	54.50%	54.20%	54.90%	P/E	72.65	36.51	26.62	20.29	
销售净利率	20.20%	32.54%	34.52%	33.98%	P/B	2.03	1.92	1.79	1.65	
成长能力					P/S	13.87	11.26	8.83	6.68	
收入增长率	74.90%	23.21%	27.58%	32.20%						
利润增长率	583.83%	98.45%	35.35%	30.16%	资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	
营运能力					货币资金	88.04	40.91	157.73	340.27	
总资产周转率	0.13	0.16	0.19	0.23	应收和预付款项	124.04	189.64	176.34	152.30	
应收账款周转率	1.51	1.30	1.78	2.74	存货	86.80	110.50	120.20	124.70	
存货周转率	1.04	0.90	1.06	1.33	其他流动资产	643.72	650.00	680.00	690.00	
偿债能力					长期股权投资	115.37	115.37	115.37	115.37	
资产负债率	8.01%	3.03%	3.40%	3.62%	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
流动比	16.11	24.23	22.96	22.74	固定资产和在建工程	227.58	187.88	153.84	118.53	
速动比	14.62	5.64	6.76	8.57	无形资产和开发支出	34.58	30.15	25.72	21.29	
					其他非流动资产	25.27	25.09	25.00	25.00	
利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	资产总计	1345.41	1349.55	1454.20	1587.46	
营业收入	177.21	218.34	278.56	368.27	短期借款	0.00	0	0	0	
营业成本	90.50	99.34	127.58	166.09	应付和预收款项	36.47	32.40	40.40	48.50	
营业税金及附加	3.37	3.65	3.98	4.32	长期借款	0.00	0	0	0	
销售费用	7.61	9.60	12.30	13.30	其他负债	71.33	8.50	9.00	9.00	
管理费用	64.09	56.43	58.98	62.32	负债合计	107.80	40.90	49.40	57.50	
财务费用	1.50	-3.85	-0.93	-2.00	股本	160.86	273.47	273.47	273.47	
资产减值损失	7.88	7.89	2.23	3.50	资本公积	660.63	548.02	548.02	548.02	
投资收益	19.39	0	0	0	留存收益	391.40	458.74	551.10	672.25	
公允价值变动损益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	1212.89	1280.23	1372.59	1493.74	
其他经营损益	13.3	33	35	22	少数股东权益	24.71	28.41	32.21	36.21	
营业利润	34.95	78.28	109.42	142.74	股东权益合计	1237.61	1308.64	1404.80	1529.96	
其他非经营损益	3.17	5.30	3.70	4.50	负债和股东权益总计	1345.41	1349.54	1454.20	1587.46	
利润总额	38.12	83.58	113.12	147.24	现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	
所得税	2.32	12.54	16.97	22.09	经营性现金净流量	25.30	-2.90	112.44	173.11	
净利润	35.80	71.04	96.16	125.16	投资性现金净流量	-34.07	-45.68	2.15	3.83	
少数股东损益	1.96	3.70	3.80	4.00	筹资性现金净流量	-4.71	1.45	2.23	5.60	
归属母公司股东净利	33.84	67.34	92.36	121.16	现金流量净额	-14.87	-47.13	116.82	182.54	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电子元器件组介绍】

王凌涛，资深电子行业分析师，证券行业从业近 5 年，具有丰富的实业工作经历，熟悉电子行业供应链脉络，深入研究，扎实审慎。

杨钟，半导体物理本科，工商管理硕士，6 年半导体行业经验，2018 年加入国海证券研究所。

沈钱，电子科技大学光电工程学士，香港理工大学电子信息学博士，2018 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

王凌涛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。