



2020-12-18

公司点评报告

买入/维持

南大光电(300346)

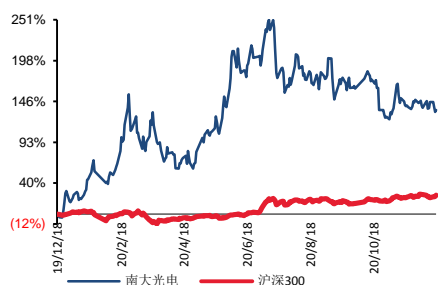
目标价: 50.6

昨收盘: 33.22

信息技术 半导体与半导体生产设备

ArF 光刻胶认证通过，国产替代龙头进阶在即

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	407/372
总市值/流通(百万元)	13,517/12,355
12 个月最高/最低(元)	49.72/13.53

相关研究报告:

南大光电(300346)《整合飞源完善平台布局，国产化替代需求持续成长》—2019/12/02

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

证券分析师: 杨钟

电话: 021-58502206-8026

E-MAIL: yangzhong@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520110002

事件: 2020 年 12 月 17 日, 南大光电发布公告称, 子公司宁波南大光电自主研发的 ArF 光刻胶产品近日成功通过客户的使用认证, 成为国内通过产品验证的第一款国产 ArF 光刻胶, 为全面完成 02 专项目标奠定了坚实的基础。

制程的关键, 光刻胶性能决定了工艺所能达到的高度。根据全球半导体行业协会 SEMI 最新数据, 2020 年全球半导体材料市场将达到 529.4 亿美元, 且 2021 年将增长至 563.6 亿美元, 同比增长 6%。而在众多半导体材料体系中, 制备难度和技术重要性首屈一指的, 非光刻胶莫属。作为 IC 光刻工艺中, 光刻胶扮演着电路图案载体的重要角色, 其品质好坏直接决定着光刻制程的成败, 此外, 光刻胶分辨率所能达到的极限指标, 便是光刻工艺的极限领域。

在工艺节点随摩尔定律演化至今的过程中, 光刻胶发展分别经历了 G/I 线光刻胶(非化学放大)、KrF 光刻胶(化学放大)、ArF 光刻胶(化学放大)、ArFi 光刻胶(化学放大)、EUV 光刻胶等品类。本次南大光电验证通过的光刻胶属于仅次于 EUV 光刻胶的 ArF 光刻胶, 线制程工艺可以满足 45nm-90nm 光刻需求, 孔制程工艺可满足 65nm-90nm 光刻需求。南大光电是国内首家通过关键客户产品验证的 ArF 光刻胶生产厂商, 虽然离全面替代尚需时日, 但这是一个非常好的开始, 再次验证了南大管理层与技术团队的领先技术水平, 以及扎实审慎的工作推进能力。

光刻胶作为核心战略性材料, 工艺制程壁垒极高。与高端核心光刻机一样, 我国 IC 产业界在高端光刻胶领域同样面临着受制于人的“卡脖子”困境。究其原因有如下几点: **首先是技术壁垒**, 虽然光刻胶的本质是“照相底片”原理, 但其所承载的电路图案几何尺寸仅有纳米级别, 其图案“分辨率”、“边缘粗糙度”、“化学放大敏感度”有着近乎严苛的要求; **其次是仓储物流**, 不同于其他半导体材料可以批量采购囤货以备不测, 光刻胶必须保存于低温避光场所, 对环境温度、湿度及光照度极为敏感, 且保质期短, 难以长期存储; **再次是地缘政治**, 目前全球光刻胶主流供应商皆源于日本美国, 中美贸易科技争端已然不必多言, 而 2019 年日本对韩禁运光刻胶令韩系面板及存储、芯片制程受到非常严重的影响。在当今复杂多变的国际形势下, 高端光刻胶的突破不仅具备重要的经济价值, 更为重要的是其对产业链安全

的战略价值。

需要看到，南大光电所推进的光刻胶自主自制，关键原材料同样受到日美竞争对手的遏制，用于前道制程的酚醛树脂以及很多中间体材料必须自主研制开发，决定光刻性能的诸多关键数据也只能靠自身不断探索与积累，这是近乎于从无到有的挑战。能够通过下游客户的使用与认证，不仅仅是公司在光刻胶这一单一产品上的成功，更是从上游原材到中间制程的全面进化。

光刻胶与前驱体、特气、MO 源协同共进，半导体材料多点开花。作为一家从 MO 源起家的电子级材料供应商，南大光电的半导体材料版图除光刻胶以外，亦有 MO 源、ALD 前驱体、磷烷、砷烷、含氟特气等多种 IC 核心材料，且诸多产品均已打入中芯国际、长江存储、台积电等国内外一线晶圆厂，此外在 LED、面板及光伏领域亦有诸多建树。此番 ArF 光刻胶产品认证通过，进一步完善了公司在半导体前端材料领域的全体系业务拼图，对于下游晶圆厂业务的推广与深入具有非常重要的意义。

盈利预测和投资评级：维持买入评级。由于年初疫情和中美贸易战的多重叠加，上半年公司主业 MO 源的下游销售与出海受到了相当的影响，对公司整体的业绩成长带来一定拖累，但下半年开始逐渐好转。随着中美贸易战的升级，以及美国对华为、中芯等科技企业的技术封锁层层加码，以光刻胶为代表的半导体关键技术的自主可控已经不是一个单纯的是否赚钱的经济问题，而是关乎产业生死存亡的战略要务。南大光电 ArF 光刻胶顺利通过客户验证，对企业发展来说，仅仅是一小步，但对半导体核心技术国产化来说，却是一大步，意义鲜明。预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 1.23、1.81、2.92 亿元，当前市值对应 PE 分别为 109.91、74.71、46.35 倍，维持公司买入评级。

风险提示：

1) 市场拓展不及预期；2) 半导体景气度持续的不确定性；3) LED 及光伏需求不及预期；4) 新产品研发推广进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	321	511	764	1083
(+/-%)	40.79	59.19	49.51	41.75
净利润(百万元)	55	123	181	292
(+/-%)	11.22	110.66	45.34	59.15
摊薄每股收益(元)	0.14	0.30	0.44	0.72
市盈率(PE)	245.70	109.91	74.71	46.35

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

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	201	648	392	799	1,020	营业收入	228	321	511	764	1,083
应收和预付款项	149	236	289	278	335	营业成本	109	180	284	422	596
存货	119	119	143	176	221	营业税金及附加	4	5	9	14	19
其他流动资产	574	178	195	217	248	销售费用	27	22	24	39	53
流动资产合计	1,043	1,181	1,019	1,470	1,824	管理费用	36	46	87	112	121
长期股权投资	115	0	0	0	0	财务费用	-8	-3	-8	-13	-20
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	8	-3	1	2	1
固定资产	224	517	635	586	542	投资收益	32	20	0	0	0
在建工程	20	211	50	60	40	公允价值变动	3	0	0	0	0
无形资产	43	245	236	229	222	营业利润	61	66	151	220	351
长期待摊费用	2	4	2	0	0	其他非经营损益	1	3	2	2	2
其他非流动资产	26	54	42	41	46	利润总额	63	69	153	222	354
资产总计	1,474	2,212	1,985	2,386	2,674	所得税	7	7	23	33	53
短期借款	0	124	0	0	0	净利润	55	62	130	189	301
应付和预收款项	73	241	134	317	270	少数股东损益	4	7	7	8	9
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	51	55	123	181	292
其他负债	185	475	360	404	453	预测指标					
负债合计	258	839	494	721	723		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	273	407	407	407	407	毛利率	52.23%	43.87%	44.50%	44.80%	45.00%
资本公积	490	347	347	347	347	销售净利率	24.31%	19.20%	25.44%	24.73%	27.76%
留存收益	423	466	577	744	1,021	销售收入增长率	28.76%	40.85%	59.00%	49.51%	41.75%
归母公司股东权益	1,187	1,220	1,331	1,498	1,774	EBIT 增长率	53.71%	16.41%	119.20%	44.54%	59.55%
少数股东权益	29	153	160	168	177	净利润增长率	54.99%	11.22%	110.66%	45.34%	59.15%
股东权益合计	1,216	1,373	1,491	1,666	1,951	ROE	0.04	0.05	0.09	0.12	0.16
负债和股东权益	1,474	2,212	1,985	2,386	2,674	ROA	0.04	0.03	0.07	0.09	0.12
现金流量表(百万)						ROIC	0.04	0.06	0.15	0.17	0.34
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS(X)	0.13	0.14	0.30	0.44	0.72
经营性现金流	128	278	33	438	225	PE(X)	263.78	245.70	109.91	74.71	46.35
投资性现金流	60	190	-152	-30	-9	PB(X)	11.39	11.08	10.16	9.03	7.62
融资性现金流	-78	-43	-137	-1	5	PS(X)	59.24	42.06	26.45	17.69	12.48
现金增加额	110	426	-257	407	221	EV/EBITDA(X)	103.02	121.64	51.57	39.27	27.66

资料来源: WIND, 太平洋证券

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@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
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。