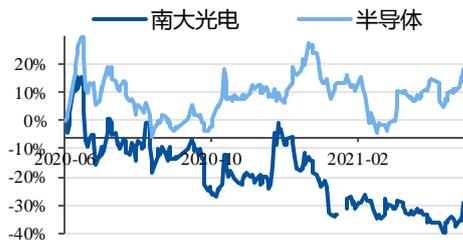


公司点评
南大光电 (300346)
电子 | 半导体
ArF 光刻胶两次通过客户认证，半导体材料多维布局形成
2021 年 06 月 29 日
评级 推荐

评级变动 首次

合理区间 39.1-44.3 元
交易数据

当前价格 (元)	37.45
52 周价格区间 (元)	25.70-52.11
总市值 (百万)	15596.13
流通市值 (百万)	11092.33
总股本 (万股)	40689.08
流通股 (万股)	28939.04

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
南大光电	24.96%	23.90%	-12.35%
半导体	19.11%	36.88%	36.44%

周策
分析师

 执业证书编号: S0530519020001
 zhouce@cfzq.com

0731-84779582

相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	321.38	594.96	934.97	1123.43	1243.55
净利润 (百万元)	55.01	87.02	128.55	130.03	153.29
每股收益 (元)	0.14	0.21	0.32	0.32	0.38
每股净资产 (元)	3.00	3.24	3.67	3.92	4.22
P/E	211.54	133.73	90.52	89.50	75.91
P/B	9.54	8.82	7.78	7.29	6.77

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资要点:

- 多维度布局半导体材料，三大板块协同效应日益凸显。**公司深耕半导体材料，不断扩宽业务范围，改变原有的单一 MO 源业务结构，将 MO 源和 ALD、CVD 前驱体业务整合成先进前驱体业务，并与电子特气、光刻胶及配套材料业务形成公司业务三大板块。MO 源、电子特气、ALD/CVD 前驱体和光刻胶及配套材料都属于高纯电子材料，在下游应用、安全管理、生产工艺、分析测试和客户群体等方面均有一定的相似性，三大板块业务的协同效应日益凸显，多轮驱动也将助力公司飞速发展。
- ArF 光刻胶两次通过客户认证，国产化大背景下公司成长空间巨大。**ArF 光刻胶材料是集成电路制造领域的重要关键材料，被广泛应用于 90nm-14nm 甚至 7nm 的高端芯片制造。目前全球的 ArF 光刻胶产品中，日本厂商占据了 93% 的市场份额，且由于 ArF 光刻胶自身技术壁垒高和保存时间短的特性，容易成为“卡脖子”的材料，国产化替代刻不容缓。公司成功自主研发出国内首支通过客户认证的 ArF 光刻胶产品，实现了国内 ArF 光刻胶从零到一的重大突破，公司目前已经建成 25 吨生产线 (5 吨干式和 20 吨湿式)，在光刻胶国产化的大趋势下，光刻胶业务将带动公司业绩迈入新的成长空间。
- 收购飞源气体进军含氟气体，电子特气种类不断丰富，业绩增长确定性强。**公司电子特气板块主要包括氢类电子特气产品和含氟电子特气产品，其中氢类电子特气产品主要包括磷烷、砷烷等，含氟气体主要包括三氟化氮和六氟化硫。磷烷、砷烷作为电子特气中技术壁垒最高的两种，公司成功实现突破并且纯度能够达到 6N 级别，达到世界先进水平，不仅在 LED 行业市场份额持续增长，在集成电路行业也快速实现了产品进口替代，得到了广大客户的高度认可，目前占据国内市场份额达 75% 以上。同时，公司在 2019 年收购飞源气体 57.97% 股权，成功进军含氟气体领域，公司电子特气种类不断丰富，业绩增长确定性强。
- 盈利预测:** 我们预计，公司 2021-2023 年实现归母净利润 1.29、1.30

和 1.53 亿元，EPS 为 0.32、0.32 和 0.38 元，考虑到光刻胶及电子特气行业国产化带动下的巨大成长性叠加公司是国产 ArF 光刻胶和磷烷、砷烷的龙头公司，我们给予公司 2024 年 MO 源业务 20 倍 PE，给予电子特气业务 60 倍 PE，给予光刻胶业务 15 倍 PS，公司 2024 年合理市值为 211.26 亿元，按 10% 折现率计算，2021 年给予 158.73 亿目标市值，预计下半年光刻胶国产化将加速，行业估值有望进一步上行，给与公司 2021 年 112-127 倍 PE，对应目标股价 39.11-44.35 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

- **风险提示：** 市场竞争加剧，项目投产不及预期，光刻胶研发、认证不及预期，原材料波动等。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	321.38	594.96	934.97	1123.43	1243.55	成长性					
减:营业成本	180.39	350.51	554.13	661.98	723.54	营业收入增长率	40.8%	85.1%	57.1%	20.2%	10.7%
营业税费	4.82	6.98	14.40	15.78	17.07	营业利润增长率	7.6%	60.3%	124.8%	1.2%	11.7%
销售费用	21.89	32.79	51.53	61.92	68.54	净利润增长率	7.4%	58.2%	47.7%	1.1%	17.9%
管理费用	45.91	113.79	153.09	186.43	215.94	EBITDA 增长率	23.4%	90.5%	20.1%	1.0%	9.3%
财务费用	-3.21	2.34	-	-	-	EBIT 增长率	16.2%	89.9%	37.6%	1.2%	11.7%
资产减值损失	-2.75	-7.30	-0.54	-3.53	-3.79	NOPLAT 增长率	18.8%	79.2%	112.6%	1.2%	11.7%
加:公允价值变动收益	-	-	33.43	-5.62	-7.40	投资资本增长率	-20.9%	42.3%	103.9%	-50.8%	78.1%
投资和汇兑收益	19.90	74.65	42.06	45.54	54.08	净资产增长率	12.9%	15.0%	16.8%	10.4%	10.6%
营业利润	66.02	105.82	237.85	240.77	268.94	利润率					
加:营业外净收支	2.93	10.93	4.00	4.00	4.00	毛利率	43.9%	41.1%	40.7%	41.1%	41.8%
利润总额	68.95	116.75	241.85	244.77	272.94	营业利润率	20.5%	17.8%	25.4%	21.4%	21.6%
减:所得税	7.25	8.07	24.18	24.48	27.29	净利润率	17.1%	14.6%	13.7%	11.6%	12.3%
净利润	55.01	87.02	128.55	130.03	153.29	EBITDA/营业收入	41.0%	42.2%	32.2%	27.1%	26.7%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	28.3%	29.0%	25.4%	21.4%	21.6%
货币资金	648.22	562.93	74.80	878.79	271.01	运营效率					
交易性金融资产	50.00	-	33.43	27.81	20.41	固定资产周转天数	415	439	351	277	236
应收账款	154.65	206.09	445.40	320.20	502.46	流动营业资本周转天数	538	115	249	217	187
应收票据	70.38	101.82	232.12	158.11	253.90	流动资产周转天数	1,246	683	525	537	513
预付账款	11.34	15.62	42.53	20.95	46.05	应收账款周转天数	133	109	125	123	119
存货	118.55	142.90	586.63	158.96	610.10	存货周转天数	133	79	140	119	111
其他流动资产	127.86	47.54	233.43	136.28	139.08	总资产周转天数	2,064	1,478	1,114	999	916
可供出售金融资产	-	-	3.33	1.11	1.48	投资资本周转天数	939	543	617	514	426
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.31	-	-	-	-	ROE	4.5%	6.6%	8.6%	8.1%	8.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.8%	4.1%	7.0%	7.1%	7.7%
固定资产	517.00	934.54	887.22	839.91	792.60	ROIC	6.0%	13.6%	20.3%	10.1%	22.9%
在建工程	211.24	91.64	91.64	91.64	91.64	费用率					
无形资产	146.73	336.00	319.87	303.74	287.62	销售费用率	6.8%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
其他非流动资产	155.85	233.96	163.66	182.70	191.42	管理费用率	14.3%	19.1%	16.4%	16.6%	17.4%
资产总额	2,212.14	2,673.04	3,114.08	3,120.21	3,207.77	财务费用率	-1.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	123.50	84.85	244.11	-	-	三费/营业收入	20.1%	25.0%	21.9%	22.1%	22.9%
应付账款	174.62	252.75	285.81	452.23	345.12	偿债能力					
应付票据	32.73	51.13	41.10	88.47	56.58	资产负债率	37.9%	40.9%	40.8%	34.8%	29.8%
其他流动负债	46.66	121.74	76.33	82.04	93.12	负债权益比	61.2%	69.3%	68.9%	53.3%	42.5%
长期借款	-	52.00	229.86	-	-	流动比率	3.13	2.11	2.55	2.73	3.72
其他非流动负债	461.93	531.80	392.99	462.24	462.35	速动比率	2.81	1.83	1.64	2.48	2.49
负债总额	839.44	1,094.27	1,270.20	1,084.97	957.17	利息保障倍数	-28.32	73.82			
少数股东权益	152.98	259.89	349.00	439.26	531.62	分红指标					
股本	406.89	406.89	406.89	406.89	406.89	DPS(元)	0.03	0.04	0.07	0.07	0.08
留存收益	880.77	982.78	1,087.99	1,189.08	1,312.09	分红比率	22.2%	18.7%	20.7%	20.5%	20.0%
股东权益	1,372.70	1,578.77	1,843.88	2,035.24	2,250.60	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	61.70	108.67	128.55	130.03	153.29	EPS(元)	0.14	0.21	0.32	0.32	0.38
加:折旧和摊销	41.76	79.06	63.44	63.44	63.44	BVPS(元)	3.00	3.24	3.67	3.92	4.22
资产减值准备	-1.44	9.48	-	-	-	PE(X)	211.54	133.73	90.52	89.50	75.91
公允价值变动损失	-	-	33.43	-5.62	-7.40	PB(X)	9.54	8.82	7.78	7.29	6.77
财务费用	7.86	10.55	-	-	-	P/FCF	30.03	-66.04	-17.68	15.44	-17.42
投资收益	-19.90	-74.65	-42.06	-45.54	-54.08	P/S	36.21	19.56	12.45	10.36	9.36
少数股东损益	6.69	21.66	89.11	90.26	92.36	EV/EBITDA	84.73	45.34	40.79	36.48	35.51
营运资金的变动	803.14	105.49	-1,088.19	1,008.36	-898.58	CAGR(%)	52.8%	31.2%	57.7%	52.8%	31.2%
经营活动产生现金流量	278.64	127.54	-815.72	1,240.94	-650.97	PEG	4.00	4.28	1.57	1.69	2.43
投资活动产生现金流量	189.53	-353.71	-28.13	59.00	68.50	ROIC/WACC	0.60	1.35	2.02	1.00	2.27
融资活动产生现金流量	-42.53	130.35	355.72	-495.94	-25.31	REP	25.29	7.99	2.84	10.48	2.76

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438