

2017年08月24日

太极实业 (600667.SH)

动态分析

工程业务光伏推动业绩，传统业务布局优化

投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 53.1 亿元，同比上升 29.5%，毛利率 14.4%，同比上升 1.7 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 1.67 亿元，同比上升 112.29%，每股收益 0.08 元，同比上升 526.9%。第二季度单季度实现销售收入 31.1 亿元，归属上市公司股东净利润 1.25 亿元。

◆ 点评：

➢ **工程业务成为推动收入增长的主要因素**：在经过 2016 年重大资产重组后公司完成了对于十一科技的收购工作，其工程总承包、工程设计、咨询收入增加等在近期半导体和面板行业投资建设规模持续增加的情况下，获得了可观的订单规模，使得公司上半年销售收入同比去年调整后的数据上升 29.5% 达到了 53.1 亿元。另外，传统的半导体和涤纶业务从各自产品的出货量规模看，也获得了 20% 以上的增长幅度，为公司的收入贡献了正面的推动作用。

➢ **规模效应产业结构变化带动盈利能力的有效提升**：中报公司上半年在销售收入获得有效增长的情况下，能力也获得了有效的提升，毛利率方面相较于调整后数据同比仍然获得了 1.7 个百分点的增长达到了 14.4%，尽管公司未披露具体的产品分布的毛利率数据，但是我们可以看到，半导体业务呈现了收入的显著增长，规模效应对于产业盈利增长有着积极的租用，而光伏发电和咨询服务的毛利率相较于传统产品毛利率高，收入规模的提升带来了产品结构推升综合毛利率。尽管三项费用率水平略有上升，但是整体的净利润增长幅度依然显著高于收入增速。

➢ **工程施工在手订单可观，传统业务持续优化布局**：截止报告期末，十一科技在手大额 EPC 项目订单累计已达 220 亿元，按照 1.5 年的平均周期，预计今年年底将会有大量回款入账。已经中标的项目中，包括了长江存储的 EPC 项目、和辉光电有限公司第 6 代 AMOLED 显示项目等重要的国家战略实施项目，因此未来的成长性值得期待。光伏电站领域公司 2016 年装机量占国内总装机量的 21.56%，占据了领先的市场份额。传统业务方面，海太半导体依然享受着存储器行业市场的高景气度订单，太极半导体也出现了单月正经营性现金流，涤纶化纤业务的客户结构逐步优化，因此公司的传统业务也出现了逐步恢复的局面，未来对于业绩有望逐步实现正面贡献。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.20、0.26 和 0.31 元。净资产收益率分别为 6.8%、8.2% 和 9.2%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 7.80 元，相当于 2017 年至 2019 年 39.0、30.0 和 25.2 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：工程建设及咨询设计订单落地存在不确定性；光伏电站的建设和运营存在不确定性；存储器市场周期性波动影响公司盈利能力。

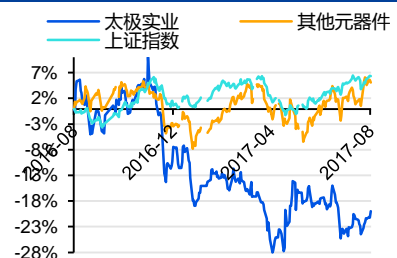
电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级	增持-A(维持)
6 个月目标价	7.80 元
股价(2017-08-24)	6.80 元

交易数据

总市值 (百万元)	14,322.09
流通市值 (百万元)	8,100.67
总股本 (百万股)	2,106.19
流通股本 (百万股)	1,191.27
12 个月价格区间	6.20/9.95 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.99	-12.65	-26.22
绝对收益	3.03	-5.81	-20.33

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号：S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

陈韵迷
 chenyunmi@huajinsec.cn
 021-20377060

相关报告

太极实业：2016 年第一季度营收小幅下滑，净利实现扭亏 2016-04-27
 太极实业：2015 年业绩稳健成长，期待“十一科技”整合 2016-04-12
 太极实业：存储器与光伏，实现“太极”两仪拼图 2016-01-25

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4,395.6	9,616.2	11,756.1	13,516.0	15,353.4
同比增长(%)	4.6%	118.8%	22.3%	15.0%	13.6%
营业利润(百万元)	146.4	443.8	659.7	817.4	1,003.6
同比增长(%)	36.9%	203.1%	48.7%	23.9%	22.8%
净利润(百万元)	23.6	232.5	424.4	542.8	658.9
同比增长(%)	66.1%	886.4%	82.5%	27.9%	21.4%
每股收益(元)	0.01	0.11	0.20	0.26	0.31
PE	620.1	62.9	34.4	26.9	22.2
PB	9.0	3.8	2.4	2.2	2.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：子公司业务规模大增，收入利润大幅增长	4
二、经营状况点评：十一科技业务稳健，传统业务逐步优化	5
（一）EPC 工程+光伏发电，带动业绩大幅增长	5
（二）优化传统业务，纤维及半导体业务分部业绩持续增长	5
（三）业绩指导：新增订单持续发力，业绩利润增长率提升可期	6
三、投资建议	7
四、风险提示	7

图表目录

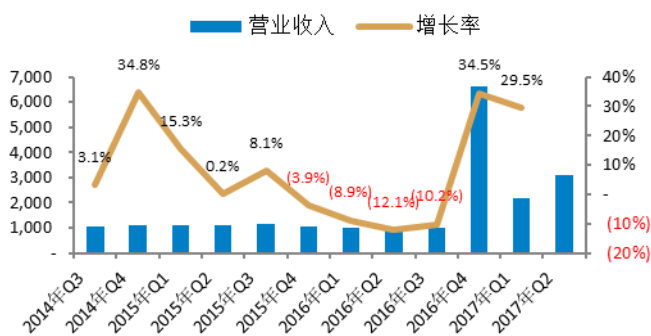
图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度净利润变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动	4

一、季度业绩点评：子公司业务规模大增，收入利润大幅增长

公司 2017 年上半年营业收入实现 53.1 亿元，由于公司 2016 年通过重大资产重组将十一科技纳入合并报表，按照企业会计准则对 2016 年半年度报告数据进行重述调整后，公司上半年同比上升 29.5%，其中第二季度的销售收入 31.1 亿元。本期营业收入较上期增加主要系子公司十一科技业务规模增大，工程总承包、工程设计和咨询收入增加导致。

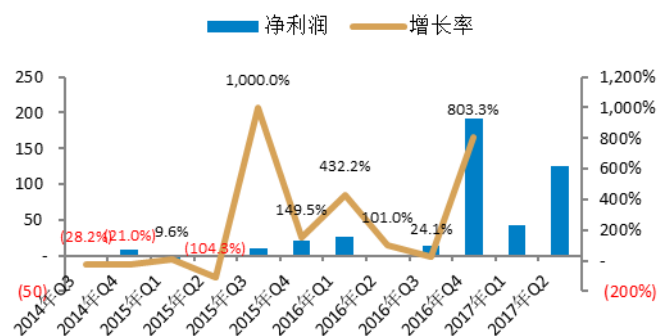
公司对于经营数据进行调整后，2016 第四季度和 2017 前两季度部分营业收入增长率与净利润增长率并不适用，以文字叙述为主。公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 1.67 亿元，同比上升 112.29%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 1.25 亿元。本期归属于上市公司股东的净利润较于上期增加主要系公司对控股子公司十一科技股权占比同比增加和子公司十一科技净利润同比增加导致。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度净利润变动

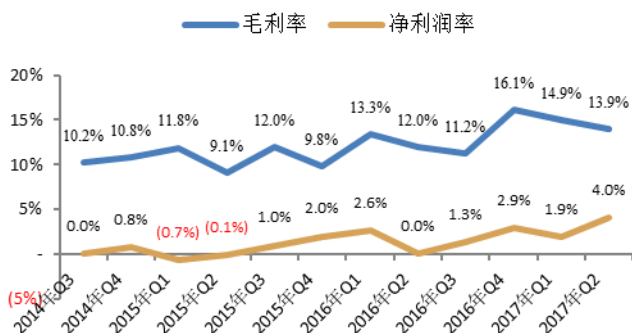


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 14.4%，同比上升 1.7 个百分点，其中第二季度的毛利率为 13.9%，同比上升 1.9 个百分点，公司在经过重大重组后业务模式发生了变化，光伏 EPC 和设计咨询的毛利率显著高于传统业务，而工程总包则略低。

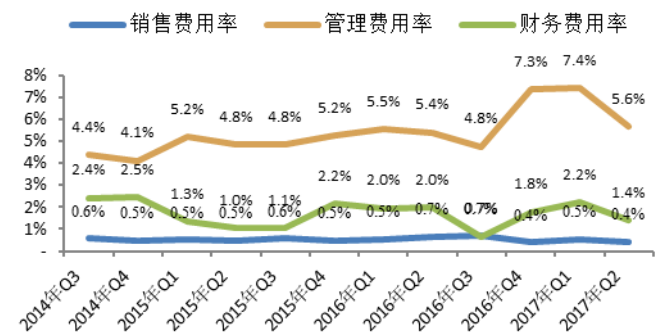
经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 0.5%、6.4%、1.7%，其中第二季度的分别为 0.4%、5.6%、1.4%。在上半年 3.38 亿的管理费用中，公司的研发投入达到 1.47 亿元，占据管理费用的 43.5%，占营业收入的 3%，研发费用同比增长 18.6%，保持了稳健的速度。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：十一科技业务稳健，传统业务逐步优化

（一）EPC 工程+光伏发电，带动业绩大幅增长

在子公司十一科技业务规模增大,股权占比同比增加和净利润同比增加的带动下,公司 2017 年上半年营业收入实现 53.1 亿元,与调整后上年同期相比上升 29.5%,公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 1.67 亿元,同比上升 112.29%。本次中报中公司将经营业务划分为化学纤维及半导体业务和工程技术服务业务两个分部,但并未披露业绩的数据,不过从披露的订单等信息看,十一科技业务处于稳健开拓的过程中。

作为在 EPC 行业领先地位的十一科技在工程领域服务数十年,拥有良好的市场品牌优势和行业资质,与长期服务的客户建立了良好互信合作基础,同时其数十家分院和子公司规模覆盖全国,业务开拓区域广泛。报告期内,十一科技斩获上海和辉光电有限公司第 6 代 AMOLED 显示项目工艺机电系统 EPC/TURNKEY 责任一体化项目(合同金额 21.6 亿元)和国家存储器基地工程(一期)厂区和综合配套区项目设计采购施工总承包项目(合同金额 58.74 亿元)两大订单。截至目前,公告的十一科技在手大额 EPC 项目订单累计已达 220 亿元。这将会继续强化和巩固十一科技在电子高科技行业 EPC 的领先地位。考虑到公司去年仍有多个承建项目,预计今年年底将有大量回款入账,将带动业绩大幅增长。

光伏发电业务方面,凭借拥有领先竞争优势十一科技实施,报告期内公司完成并网发电 138,991,090 kW·h,实现并网发电收入 1.01 亿元。根据国家能源局公布的数据,全国光伏发电累计装机从 2010 年的 86 万千瓦增长至 2016 年底的 7742 万千瓦,新增和累计装机容量均为全球第一。能源局指出到 2020 年底,我国光伏发电装机达到 1.05 亿千瓦以上,每年将保持稳定的发展规模。2016 年,十一科技光伏电站设计业务对应的装机容量占国内新增装机容量的比例达到 21.56%,在国内光伏电站设计市场占有率方面居于领先地位,未来将为公司带来更多业绩增长。

（二）优化传统业务，纤维及半导体业务分部业绩持续增长

作为全球第二大 DRAM 制造商海力士的供应商,公司获得的不仅是子公司海太半导体为海力士提供后工序服务每年的利润收益,更多的是依托海太半导体在半导体封装测试行业积累了运营经验,加快发展公司独立运营的控股子公司太极半导体的技术和经营水平。2017 年上半年,海太半导体实现封装和封装测试产量分别达到 49.57 亿颗(1GEq)、47.38 亿颗(1GEq),同比分别增长 25.6%、21.8%。同时,太极半导体持续的客户开发和降本增效策略的实施收效明显,单月营收创新高并突破 400 万美元。从 3 月份起,实现每月经营性现金流为正。

公司涤纶化纤业务主要由子公司江苏太极实施,主要包括涤纶浸胶帘子布、浸胶帆布和工业丝的生产、销售。报告期内,江苏太极通过对标同行先进,充分挖掘生产潜能,实现帘子布销量 11289 吨、帆布销量 4517 吨,均创出较好水平。其中,帘子布高端客户销量 2577 吨,同比增长了 21.77%,帆布外销 1325 吨,同比增长 176%,化纤客户结构得到进一步优化。

（三）业绩指导：新增订单持续发力，业绩利润增长率提升可期

去年至报告期今日，公司工程技术服务分部接连中标明星项目，公告的十一科技在手大额 EPC 项目订单累计已达 220 亿元，按照 1.5 年的平均周期，预计今年年底将会有大量回款入账。同时随着大陆半导体投资热潮，全球产能正向大陆转移，在制造景气提高同时也需要更高的标准与要求，十一科技作为该 EPC 行业领导者将会继续扩大业务规模。同时公司中标了国家存储器国产化战略重要承担者长江存储 EPC 项目，可以预期公司在未来将继续收益于国家的集成电路国产化战略。光伏电站方面，根据能源局对我国光伏发电装机每年保持稳定增长的发展规划，和公司在国内光伏电站设计市场占有率方面处于的领先地位，预计该业务未来将为公司带来更多业绩增长。公司的传统业务在新整合的纤维及半导体业务分部下得到了大幅优化，在稳定增长的同时，探索出更广泛的发展空间。

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.20、0.26 和 0.31 元。净资产收益率分别为 6.8%、8.2%和 9.2%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 7.80 元，相当于 2017 年至 2019 年 39.0、30.0 和 25.2 倍的动态市盈率。

四、风险提示

工程建设及咨询设计订单落地存在不确定性；

光伏电站的建设和运营存在不确定性；

存储器市场周期性波动影响公司盈利能力。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,395.6	9,616.2	11,756.1	13,516.0	15,353.4	成长性					
减:营业成本	3,925.4	8,185.9	10,089.3	11,536.6	13,072.8	营业收入增长率	4.6%	118.8%	22.3%	15.0%	13.6%
营业税费	1.8	55.8	68.2	78.4	89.1	营业利润增长率	36.9%	203.1%	48.7%	23.9%	22.8%
销售费用	22.4	45.7	60.4	67.5	76.2	净利润增长率	66.1%	886.4%	82.5%	27.9%	21.4%
管理费用	220.6	642.5	638.7	771.9	912.3	EBITDA 增长率	-21.2%	67.9%	22.4%	15.7%	12.2%
财务费用	61.2	163.1	192.8	187.0	129.2	EBIT 增长率	-1.9%	192.3%	40.5%	17.8%	12.8%
资产减值损失	18.6	107.9	47.8	58.1	71.3	NOPLAT 增长率	-1.3%	237.6%	42.1%	17.8%	12.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.1%	97.5%	27.5%	4.0%	-9.8%
投资和汇兑收益	0.8	28.6	0.8	0.9	1.0	净资产增长率	5.8%	116.4%	49.3%	8.3%	9.4%
营业利润	146.4	443.8	659.7	817.4	1,003.6	盈利能力					
加:营业外净收支	46.5	50.0	6.0	34.1	30.0	毛利率	10.7%	14.9%	14.2%	14.6%	14.9%
利润总额	192.9	493.8	665.7	851.5	1,033.6	营业利润率	3.3%	4.6%	5.6%	6.0%	6.5%
减:所得税	52.5	78.8	99.9	127.7	155.0	净利润率	0.5%	2.4%	3.6%	4.0%	4.3%
净利润	23.6	232.5	424.4	542.8	658.9	EBITDA/营业收入	16.2%	12.4%	12.4%	12.5%	12.3%
						EBIT/营业收入	4.7%	6.3%	7.3%	7.4%	7.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	59.0%	67.8%	43.6%	46.1%	40.7%
货币资金	1,594.5	2,462.3	2,939.0	3,379.0	3,838.4	负债权益比	144.1%	210.5%	77.4%	85.4%	68.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.39	0.97	1.55	1.55	1.55
应收帐款	242.9	2,420.3	518.7	2,860.3	978.1	速动比率	1.20	0.76	1.11	1.51	1.18
应收票据	81.7	598.9	380.8	745.5	533.9	利息保障倍数	3.39	3.72	4.42	5.37	8.77
预付帐款	21.3	1,125.5	279.0	515.7	636.0	营运能力					
存货	310.3	1,832.6	1,681.6	241.2	1,937.6	固定资产周转天数	217	134	147	132	112
其他流动资产	93.7	146.7	150.0	150.0	150.0	流动营业资本周转天数	7	5	17	34	31
可供出售金融资产	48.6	103.6	66.9	73.0	81.2	流动资产周转天数	192	205	223	184	187
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	22	50	45	45	45
长期股权投资	-	126.6	126.6	126.6	126.6	存货周转天数	24	40	54	26	26
投资性房地产	-	125.5	125.5	125.5	125.5	总资产周转天数	464	395	439	375	350
固定资产	2,572.1	4,561.4	5,010.4	4,882.3	4,677.0	投资资本周转天数	245	165	204	203	173
在建工程	115.9	451.3	451.3	451.3	451.3	费用率					
无形资产	171.1	589.5	531.6	473.7	415.8	销售费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
其他非流动资产	374.1	947.3	948.3	932.4	928.0	管理费用率	5.0%	6.7%	5.4%	5.7%	5.9%
资产总额	5,626.3	15,491.4	13,209.7	14,956.5	14,879.2	财务费用率	1.4%	1.7%	1.6%	1.4%	0.8%
短期债务	669.6	1,930.7	1,279.4	1,483.8	1,404.6	三费/营业收入	6.9%	8.9%	7.6%	7.6%	7.3%
应付帐款	444.8	4,194.1	1,423.3	1,918.9	2,010.7	投资回报率					
应付票据	67.7	239.0	154.7	298.3	206.1	ROE	1.5%	6.0%	6.8%	8.2%	9.2%
其他流动负债	508.8	2,484.8	981.2	1,381.3	1,593.7	ROA	2.5%	2.7%	4.3%	4.8%	5.9%
长期借款	1,124.0	581.4	1,230.0	1,049.0	-	ROIC	5.0%	17.2%	12.4%	11.4%	12.4%
其他非流动负债	506.4	1,072.8	695.3	758.2	842.1	分红指标					
负债总额	3,321.4	10,502.8	5,763.9	6,889.4	6,057.2	DPS(元)	0.01	0.04	0.04	0.05	0.06
少数股东权益	679.3	1,092.7	1,234.1	1,415.1	1,634.7	分红比率	50.5%	36.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,191.3	1,691.3	2,106.2	2,106.2	2,106.2	股息收益率	0.1%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%
留存收益	458.5	2,151.4	4,105.4	4,545.8	5,081.1						
股东权益	2,304.9	4,988.6	7,445.7	8,067.1	8,822.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.01	0.11	0.20	0.26	0.31
净利润	140.4	414.9	424.4	542.8	658.9	BVPS(元)	0.77	1.85	2.95	3.16	3.41
加:折旧和摊销	503.6	595.0	608.9	686.0	763.1	PE(X)	620.1	62.9	34.4	26.9	22.2
资产减值准备	18.6	107.9	-	-	-	PB(X)	9.0	3.8	2.4	2.2	2.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-89.8	-10.4	-9.2	41.6	39.8
财务费用	94.3	199.9	192.8	187.0	129.2	P/S	3.3	1.5	1.2	1.1	1.0
投资损失	-0.8	-28.6	-0.8	-0.9	-1.0	EV/EBITDA	20.6	12.6	10.9	9.3	7.6
少数股东损益	116.8	182.4	141.5	180.9	219.6	CAGR(%)	72.8%	28.4%	73.9%	72.8%	28.4%
营运资金的变动	-40.3	64.8	-1,224.7	-469.6	501.4	PEG	8.5	2.2	0.5	0.4	0.8
经营活动产生现金流量	799.7	513.0	142.0	1,126.2	2,271.4	ROIC/WACC	0.5	1.7	1.2	1.1	1.2
投资活动产生现金流量	-353.3	-655.4	-962.5	-505.2	-507.2	REP	9.6	1.5	1.5	1.8	1.6
融资活动产生现金流量	-141.2	168.8	1,297.3	-181.1	-1,304.8						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn