

2016年01月25日

太极实业 (600667.SH)

深度分析

存储器与光伏，实现“太极”两仪拼图

投资要点

- ◆ **拟收购“十一科技”迎新业务发展机遇**：公司公告披露股东无锡产业集团旗下从事工程总包及光伏电站建设运营的子公司十一科技将会通过并购的方式注入上市公司，同时配套募集资金支持光伏电站业务的发展。十一科技在工程总包业务领域具备多年运作经验及相关资质，凭借工程方面的积累十一科技开始进军光伏电站的运维建设，上述业务都将会给太极实业带来新的发展机遇。
- ◆ **存储器国产化进程中的重要环节利好公司扩张**：中国半导体集成电路存储器的国产化进程在政府层面和市场层面均持续推进，并成为行业重点领域，作为从2009年起为全球第二大的存储器公司韩国海力士提供后端服务的主要供应商，公司积累了重要的技术储备和运营经验，伴随着存储器国产化的过程，公司作为重要环节之一，将会充分收益市场需求的扩张。
- ◆ **协议续签、厂房搬迁完成，基本业务平稳过渡**：公司半导体后端业务与韩国海力士续签合作协议至2020年，维持服务及盈利的模式，涤纶化纤业务完成了厂房的搬迁工作，目前生产线的开工率已经达到了正常的水平，作为公司收入及盈利主要来源的两项业务完成了平稳的过渡，继续成为公司业绩的基础保障。
- ◆ **投资建议**：我们公司预测2015年至2017年每股收益分别为0.02、0.18和0.20元。净资产收益率分别为0.6%、6.1%和6.2%，给予增持-A评级，6个月目标价为7.72元，相当于2015年-2017年428.9、41.7、和39.4倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：半导体集成电路存储器市场的波动影响下游市场需求规模；光伏电站的建设和运营存在不确定性；涤纶化纤业务受到市场竞争影响。

财务数据与估值

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	3,973.3	4,202.9	4,001.4	9,686.4	9,850.2
同比增长(%)	-4.4%	5.8%	-4.8%	142.1%	1.7%
营业利润(百万元)	100.5	106.9	114.2	562.7	604.3
同比增长(%)	-39.0%	6.4%	6.8%	392.8%	7.4%
净利润(百万元)	12.5	14.2	38.9	389.5	414.2
同比增长(%)	-75.4%	13.9%	174.2%	901.0%	6.3%
每股收益(元)	0.01	0.01	0.02	0.18	0.20
PE	639.8	561.5	362.6	36.2	34.1
PB	5.1	5.1	2.3	2.2	2.1

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

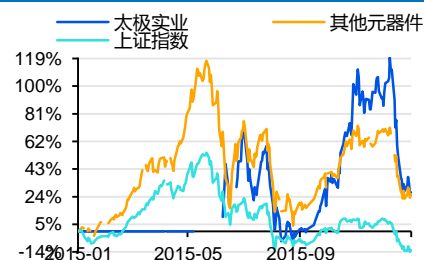
电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级	增持-A(首次)
6个月目标价	7.72元
股价(2016-01-25)	6.90元

交易数据

总市值(百万元)	7,969.62
流通市值(百万元)	7,969.62
总股本(百万股)	1,191.27
流通股本(百万股)	1,191.27
12个月价格区间	4.82/11.57元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.88	15.56	38.33
绝对收益	-32.01	2.14	26.56

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人

蔡景彦
caijingyan@huajinsc.cn
021-20655612

相关报告

内容目录

一、公司简介	4
(一) 续签海力士合作协议，公司基本业务稳健	5
(二) 收购“十一科技”，为公司开拓新的业务领域	5
二、收购“十一科技”，拓展新业务发展机遇	7
(一) 光伏行业装机量稳健成长	7
(二) 集成电路产业固定资产投资持续增长	8
(三) 进入新平台带来助推力	10
三、传统业务：存储器封测的领导者	12
(一) 存储器市场国产化大势所趋，公司成为产业链重要环节	12
(二) 中国半导体封测行业走向成熟	15
(三) 步步为营，公司封测业务迎来重要发展机遇	16
1、海太半导体二期协议签订，公司盈利保障	16
2、太极半导体/太极微电子有望走出困境	17
四、盈利预期及投资建议	19
五、风险提示	21

图表目录

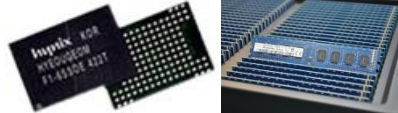
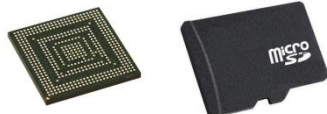

图 1：太极实业收入分布及增长率（2011 ~ 2015 H1）	4
图 2：太极实业盈利能力（2011 ~ 2015 H1）	4
图 3：十一科技收入分布（2013 ~ 2015 H1）	6
图 4：十一科技股权结构	6
图 5：2014 年末全球市场光伏装机量分布	7
图 6：中国太阳能光伏装机量及增长	7
图 7：十一科技光伏装机量（2013 ~ 2014）	8
图 8：十一科技 EPC 并网规模（2013 ~ 2015 H1）	8
图 9：中国集成电路市场规模及增长率（2008~2014）	9
图 10：中国集成电路固定资产投资及增长率（2008~2014）	9
图 11：全球半导体市场资本支出（2007~2015）	9
图 12：中国集成电路固定资产投资及增长率（2008~2014）	9
图 13：2015 年全球半导体销售收入分布预期	12
图 14：存储器产品分类	13
图 15：半导体集成电路产业链图	15
图 16：中国封测行业市场规模及增长率（2005~2014）	16
图 17：2014 年中国封测企业排名	16
图 18：公司获得的系统认证	16
图 19：公司获得的客户认证	16
图 20：太极半导体/微电子产品业务	17
表 1：公司基本业务及产品	4
表 2：近期台湾半导体企业在中国大陆投资/拟投资案例	10
表 3：2015 年前三季全球 DRAM 市场营收及占比	13

表 4：中国存储器行业重要事件梳理.....	14
表 5：集成电路封测企业可比公司估值表.....	19
表 6：涤纶化纤企业可比公司估值表.....	19
表 7：工程总包及光伏电站可比公司估值表.....	20

一、公司简介

无锡太极实业股份有限公司成立于 1987 年末，由原无锡市第一合成纤维厂和第二合成纤维厂合并而成，1993 年在上海证券交易所成功上市，成为江苏省首家上市公司。公司成立之初主要是在化纤行业，主要产品包括了聚酯纤维、帘子布、帆布等。2009 年，公司与韩国海力士合资成立海太半导体（无锡）有限公司，进入半导体集成电路后加工业务，主要包括了芯片的封装测试和模组装配测试，目前公司已经形成了以集成电路封装测试为主要收入及利润来源的业务模式，化纤业务的占比逐步减少。2012 年 12 月，公司通过设立子公司收购了 EEMS Italia S.p.A 旗下中国子公司新义半导体和新义微电子的全部资产和经营性负债，进一步加强了半导体后工序封装测试的业务规模。

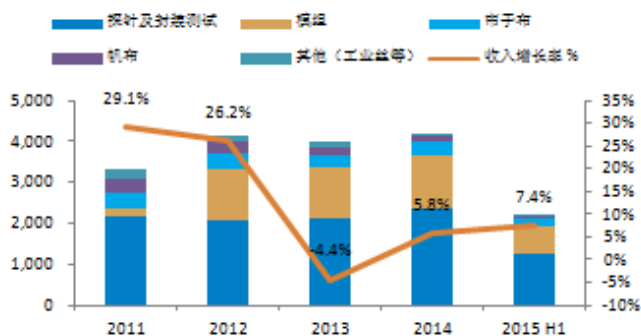
表 1：公司基本业务及产品

子公司	行业	主要产品业务	图示
海太半导体	半导体	半导体后工序业务, 封装测试、模组测试	
太极半导体/ 太极微电子	半导体	半导体后工序业务, 封装测试、模组测试	
太极实业新材	涤纶化纤料	聚酯工业丝、聚酯帘子布、帆布	
十一科技 (*拟收购)	工程总包	工程总包、施工、咨询、监理、光伏电站建设运营	

资料来源：公司网站，华金证券研究所

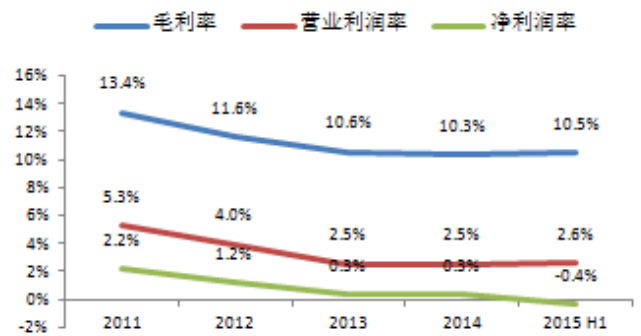
公司 2015 年上半年销售收入 22.0 亿元，同比实现增长 7.4%，归属母公司股东净利润亏损 862 万元，同比转亏。从业务分部看，半导体集成电路封装测试、模组是公司主要收入来源，分别占比 56.5%和 30.9%，化纤业务包括了帘子布、帆布、工业丝等，合计占比 12.6%。

图 1：太极实业收入分布及增长率（2011 ~ 2015 H1）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：太极实业盈利能力（2011 ~ 2015 H1）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2015年6月公司公告拟收购“信息产业电子第十一设计研究院科技工程股份有限公司”81.74%的股权，十一科技的主营业务为电子高科技、太阳能光伏及生物工程为主的工程设计咨询与工程总承包，以及光伏电站的项目开发、建设及运营，通过资本运作，公司有望开拓新的业务领域，形成新的盈利增长点。

（一）续签海力士合作协议，公司基本业务稳健

2015年4月，公司公告与韩国SK海力士签署“第二期后工序服务合同”，约定合同履行期限至2020年6月30日。公司子公司海太半导体（公司持股55%，SK海力士持股45%）继续向SK海力士提供半导体后工序服务，服务费用的仍然按照先前模式进行，即“服务费用=全部成本+约定收益”，其中成本不包括贷款利息和企业所得税，以及未经SK海力士书面的研发成本，而约定收益则为总投资额4亿美元的10%，即4,000万美元/年。

合同中同时规定了相关成本控制后的奖励措施，满足一定条件的情况下，海太半导体最多可以获得1,000万美元的激励奖励。在开拓第三方客户方面，根据协议，海太半导体可以向经营非内存产品的客户提供服务，或者在获得海太半导体董事会批准的情况下，可以向经营内存商品的客户提供服务。

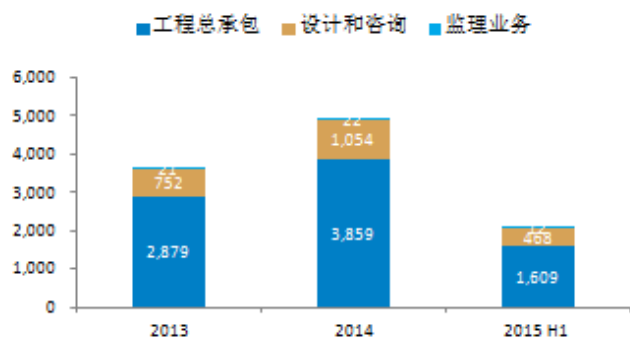
伴随着新的合同的达成，我们认为对于公司而言，首先保障了未来5年公司的基本业务收入规模及盈利水平，其次，在经过了过去5年的合作之后，海太半导体在半导体后工序业务方面积累了经验和技術储备，随着国内半导体行业对于存储器市场的关注持续提升，公司有望在第三方客户的开发方面获得进展。

（二）收购“十一科技”，为公司开拓新的业务领域

2015年6月，公司公告发行股份购买资产并募集配套资金的预案，拟分别向无锡产业集团、无锡金投、赵振元及成都成达发行股份购买其持有的十一科技81.74%股权，评估价22.95亿元，发行股份价格为4.61元/股，共计发行497,887,028股。同时，公司拟向十一科技员工资管计划、无锡创投、无锡建发及苏州国发按照发行价格5.00元/股，募集不超过21.00亿元，用于投资、建设、运营光伏电站以及补充标的公司运营资金等方面，以提高本次重组项目整合绩效，增强重组后上市公司持续经营能力。

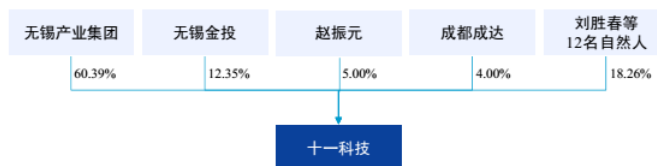
十一科技为一家专业从事工程咨询、工程设计和工程总承包业务的大型工程技术服务公司，工程项目包括高端电子制造、电力（含光伏电站）、市政路桥、生物医药、物流和民用建筑等。依托在光伏电站设计和EPC工程建设领域形成的品牌和技术优势，十一科技开始进入光伏电站投资运营业务，并已将子公司“江苏华信工程项目管理有限公司”更名为“江苏华信新能源管理有限公司”，专业从事光伏电站的运维工作。

图 3：十一科技收入分布（2013 ~ 2015 H1）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：十一科技股权结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司 2014 年销售收入 49.4 亿元，同比增长 35.1%，归属母公司股东净利润 2.1 亿元，同比增长 82.0%。从业务分部看，工程总包和设计咨询是公司主要收入来源，分别占比 78.2%和 21.4%，其他监理类业务占比 0.4%。

公司本次收购同时配套募集不超过 21 亿元人民币的资金，其中约 14.7 亿元用于 8 个光伏发电项目，2 亿元用于高新技术中心的建设，以及 4.3 亿用于补充公司运营资金。

十一科技作为一家大型的工程类公司，与公司现有业务之间存在显著的差异，十一科技在光伏建设、电子装备厂商工程建设方面具备了多年的项目及技术积累，在行业中的竞争力较强，如果完成收购后对于公司业务拓展到新的领域，未来形成新的盈利增长点起到积极正面的作用。

二、收购“十一科技”，拓展新业务发展机遇

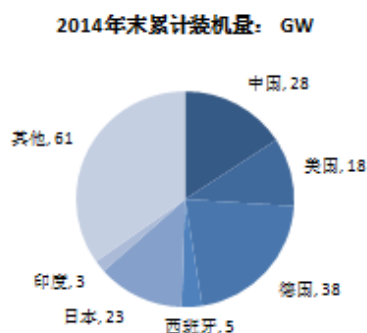
“十一科技”全称“信息产业电子第十一设计研究院科技工程股份有限公司”。由1964年成立的第四机械工业部十一设计院整体改制成立，1993年1月经机械电子工业部批准设立的机械电子工业部第十一设计研究院，公司拥有“工程设计综合资质甲级证书”，“房屋建筑工程施工总承包壹级资质”和“机电安装工程施工总承包壹级资质”。作为大型综合性工程技术服务公司，2011年建设部大型设计院排名31名。

（一）光伏行业装机量稳健成长

太阳能光伏行业作为新能源行业最重要的子行业之一，在发展初期凭借其能源资源的丰富性和易获取性被认为最有希望取代传统能源成为全球主要能源供应源的方式，在过去10多年的发展中，经历了几次的起伏，但是伴随着各国在该领域的持续投入，太阳能光伏行业仍然能够保持稳健的成长。

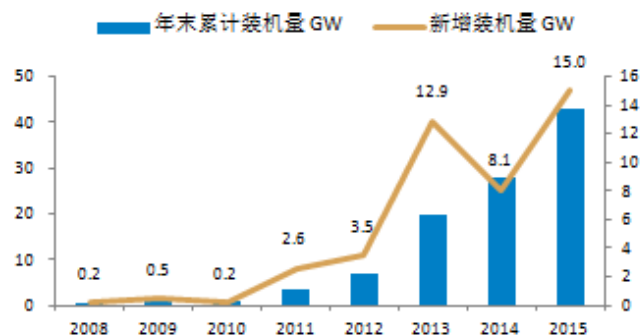
太阳能光伏行业产业链可以大致分为上游，中游和下游。上游主要是太阳能电池的原材料，以多晶硅为主，其他还包括多种化合物混合的太阳能薄膜，中游产业主要包括了电池片、组件的产品，下游产业主要是光伏电站的集成和运营。其中下游的光伏电站包括了大型的地面电站和小型的分布式光伏系统，产业数据资本密集型行业，依赖于持续的资本投入，但是相较于上游和中游的行业面临的产能过剩的风险，下游行业能够维持相对稳健的资本回报率，随着中上游的产品价格持续走低，光伏电站的建设成本降低，在国家上网电价补贴力度不变的情况下，光伏电站的盈利能力将会得到保持。

图5：2014年末全球市场光伏装机量分布



资料来源：Wind，华金证券研究所

图6：中国太阳能光伏装机量及增长



资料来源：华金证券研究所

从上述的数据可以看出，2014年末中国是仅次于德国的全球第二大太阳能光伏市场，而根据光伏市场联盟(PVMA)的数据显示，2015年中国市场的整体光伏新增装机容量达到了15GW，而德国仅为1.4GW，居第三位的日本为10GW，因此截止2015年末中国已经成为全球累计太阳能光伏装机量的第一位。

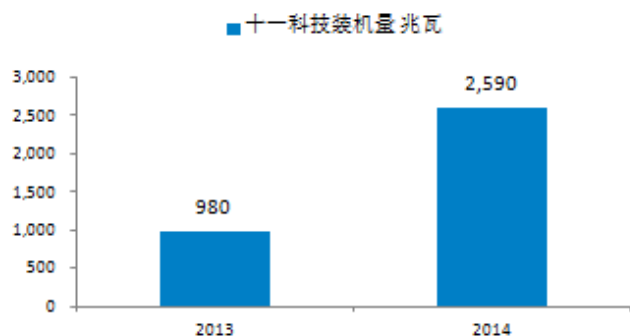
从目前我们看到的国家政策方向来看，光伏仍然将会是未来我们国家在新能源领域的重要发展方向，从近期国家能源局、工信部、发改委等不同部委在不同场合发表的演讲涉及太阳能光伏行业的“十三五”规划时的内容看，“十三五”期间光伏行业的整体装机容量将会较“十二五”

规划期间的规模有显著的提高。中国证券报官方网站报道的发改委能源局等有关部委下发的“太阳能利用十三五发展规划征求意见稿”中显示，到 2020 年末，太阳能光伏发电的总装机容量将达到 1.5 亿千瓦，比较“十二五”规划的 2015 年末装机容量 3,500 万千瓦的规模，在未来 5 年内的年平均装机容量将会超过 2,000 万千瓦。

光伏电站的运营从资本回报率的角度在整个行业中具备吸引力，但是由于其资本投入较大的行业特性，使得光伏电站投资主要还是资本实力较为雄厚的国有企业为主。伴随着光伏发电的累计装机规模的扩大，电站的后服务市场也在逐步发展，智能化运维、大数据分析、金融保险服务模式等各种服务模式的出现并扩张，为资本实力略弱的民营资本参与提供了可能。因此，太阳能光伏发电市场的发展动力除了过去主要来自于国家政府的政策补贴，转向了市场力量的推动，我们认为，这样的趋势变化对于整体行业的健康、有序、高效的发展无疑是利好的。

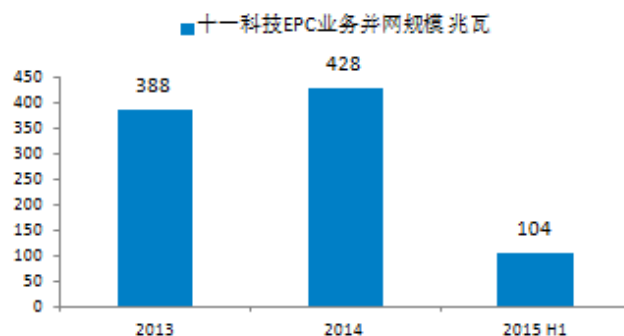
“十一科技”凭借其在光伏领域工程设计及工程总承包的经验优势，于 2014 年底进军光伏电站的项目开发、建设及运营行业。2013 年和 2014 年，十一科技光伏电站设计业务对应的装机容量分别达到 980 兆瓦和 2,590 兆瓦，其中 2014 年十一科技设计装机容量占当年国内实际并网装机容量的比例达到 24%，在国内光伏电站设计市场占有率方面居于领先地位。

图 7：十一科技光伏装机量（2013 ~ 2014）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：十一科技 EPC 并网规模（2013 ~ 2015 H1）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

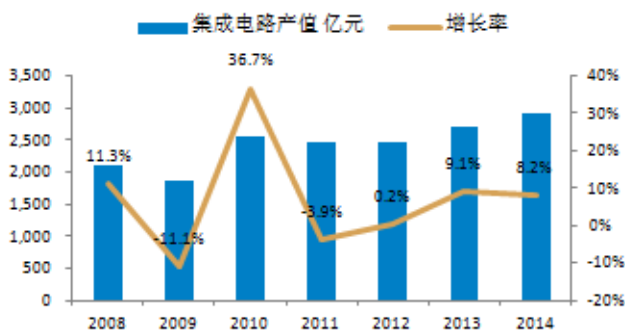
本次收购十一科技的同时，公司还配套募集不超过 21 亿人民币的资金，将用于投资、建设、运营光伏电站以及补充标的公司运营资金等方面，以提高本次重组项目整合绩效，具体的投资项目包括了在浙江、河南、内蒙古等光伏项目的投资，以及在成都建设高新技术工程中心的资本。相关配套资金的到位，为十一科技在太阳能光伏领域的持续发展提供了有效的支持。

（二）集成电路产业固定资产投资持续增长

集成电路产业的固定资产投资主要集中在代工生产以及封装测试部分，中国集成电路的起步凭借着在人力资源及资本的成本优势，在代工厂和封测厂进行建设投资，逐步积累了丰富的经验。随着技术研发的成熟，专业人才的丰富以及需求市场的扩张，以中芯国际、华虹半导体、长电科技、华天科技、通富微电、太极实业等为代表的中国集成电路企业开始在国际市场上形成了集团

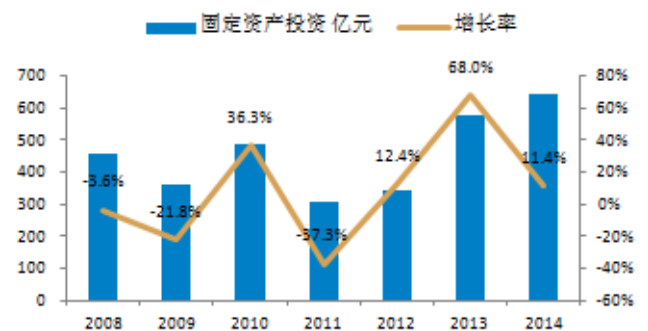
效应和显著的竞争力。伴随着这种竞争力的提升，无论是国内企业还是国外企业均在中国大陆市场加大了产业投资的力度，其中固定资产的投资规模也是持续走高。

图 9：中国集成电路市场规模及增长率（2008~2014）



资料来源：工信部网站，华金证券研究所

图 10：中国集成电路固定资产投资及增长率（2008~2014）



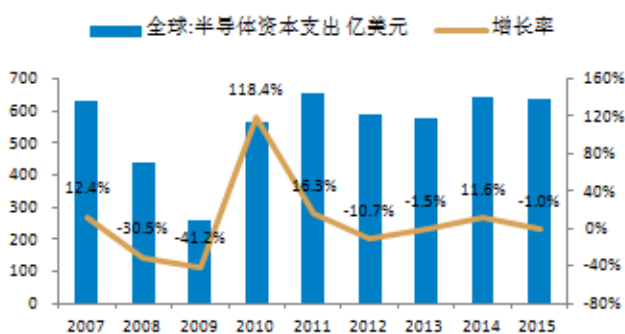
资料来源：工信部网站，华金证券研究所

从图中我们可以看到，在经历了 2008 年全球金融危机以及 2011 年欧美主权债务危机的低迷后，中国集成电路产业的无论是产值还是投资规模均呈现了显著的上升趋势，随着 2014 年“国家集成电路产业规划纲要”的发布以及配合的“国家集成电路产业投资基金”设立，国家对于集成电路产业国产化的诉求有助于加大在相关产业的投资力度。

另外一方面，尽管从全球半导体贸易统计组织（WSTS）的数据显示，全球半导体行业销售额增长处于较弱的状况，尤其是传统的成熟市场的欧洲、日本，但是行业整体的投资规模仍然保持了较为平稳的状态。

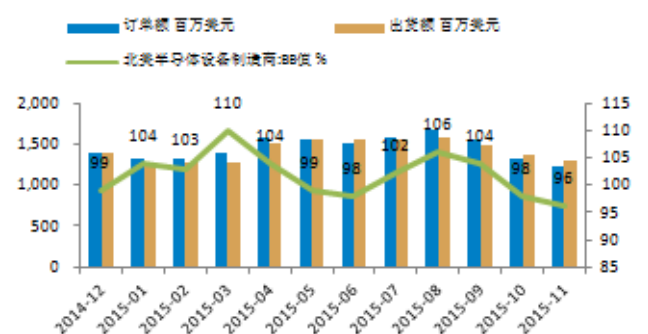
从全球半导体资本支出的规模来看，2015 年全年的支出规模达到了 639 亿美元，尽管相较于 2014 年有所下滑，但是仍然处于 2006 年以来的较高水平。我们还可以看到，体现半导体厂商设备采购需求景气度的北美半导体 BB 值也是维持在 100 的枯荣线附近，行业内厂商对于未来下游市场的预期并不悲观。

图 11：全球半导体市场资本支出（2007~2015）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：中国集成电路固定资产投资及增长率（2008~2014）



资料来源：Wind，华金证券研究所

作为集成电路市场销售额占全球近 6 成规模的市场而言，在中国大陆进行相关固定资产投资的企业包括了中国大陆的企业和来自海外的厂商，其中作为亚洲集成电路产业的重要组成，中国

台湾地区的集成电路企业在持续加大对于大陆的投资,从一个方面反应了市场对于中国大陆集成电路市场的信心。

表 2：近期台湾半导体企业在中国大陆投资/拟投资案例

时间	投资项目	主要内容
2014 年 9 月	看好 28 纳米 台积电大陆厂扩产	台积电财务长何丽梅 18 日表示,台积电 28 奈米制程持续保持领先地位,市占率有信心到明年都维持在 8 成以上水准。同时,为了因应客户对 8 寸晶圆厂强劲需求,台积电上海松江厂也将扩产,预计月产能将由现在的 9 万片扩增至 10 万片。
2014 年 12 月	台湾联电投资 7.1 亿美赴大陆与联芯合建 12 寸晶圆厂	台湾“经济部”2014 年 12 月 31 日“有条件”通过了联电赴大陆参股联芯科技,并投资 12 寸晶圆厂的计划,这是台湾芯片厂商首次赴大陆建 12 寸晶圆厂。台湾“投审会”指出,本次通过的投资金额为 7.1 亿美元,为近年上市公司对大陆投资金额的第二高。
2015 年 6 月	合肥投资 135 亿元力晶进大陆设 12 寸厂	2015 年 6 月,台湾半导体厂力晶宣布与安徽合肥有关方面签署合作协议,合资成立合肥晶合集成电路公司,在合肥新区设立月产能 4 万片的 12 英寸晶圆厂,投资金额达 135.3 亿元,初期锁定 LCD 驱动 IC 代工。力晶表示,将逐步以少量资金和技术作价方式参股,在当地投入 0.15、0.11 微米与 90 纳米制程,争取逻辑代工商机。
2015 年 12 月	台积电确定在南京建 12 寸芯片厂 投资 30 亿美元	据台湾“经济日报”报道,台积电今日确定在南京设立 12 寸芯片厂。台积电计划对该厂投资约 30 亿美元,其中包括来自台积电现有设备、以及大陆政府在集成电路产业上的政策优惠。

资料来源：公开市场信息，华金证券研究所

十一科技成立以来,承担的咨询,设计,监理,总承包工程近万项,对半导体集成电路,新型显示器件,生物制品,光伏新能源等高新技术产品生产环境所需要的净化空调系统,工业气体系统,纯水系统,化学品系统,自动控制系统的工程设计与建造具有良好的经验。

公司在集成电路产业的客户包括了中芯国际,英特尔, LG, 海力士, 西门子, 飞利浦, 朗讯, 摩托罗拉, 安生美, 三星, 富士康, IBM, DELL, 上海华力, 上海华虹, 上海先进, 上海贝岭等国内外知名企业,参与了从“九〇九”工程开始的国家第一条 8 英寸集成电路生产线项目到中芯国际、华力半导体、武汉新芯等多条先进的 12 英寸生产线的设计建设项目,在项目经验和客户关系方面均拥有显著的优势。

我们认为,随着国内外厂商在中国大陆集成电路产业的投资增加,十一科技在相关工程业务方面的所积累的多年优势将会有助于公司把握未来集成电路产业在中国大陆市场的大规模发展的有利时机,成为营收的重要增长点。

(三) 进入新平台带来助推力

“十一科技”从其历史沿革上看,之前隶属于“中国电子信息产业集团(CEC)”,经过了 2002 年改制成为有限责任公司并引入了股东成都爱华,之后进行了员工持股计划的引入高管职工持股,2010 年整体改制成为股份有限公司,到 2015 年 1 月 CEC 作为第一大股东将其持有的

35%股权转让给无锡产业集团。作为太极实业的第一大股东，本次无锡产业集团通过资产注入的方式将十一科技整体注入太极实业，使得十一科技间接实现了上市。

我们认为，对于十一科技而言，通过资产注入的方式间接实现上市可以说是进入了一个新的平台，而这个平台能够给十一科技带来以下有利其未来发展的重要方向。

- 资本市场平台带来融资优势：太极实业作为 A 股主板的上市公司，利用 A 股资本市场的平台能够快速有效的获得资本的支持，而十一科技进入光伏电站建设和运营的业务也是需要前期资金的投入，因此对于十一科技的发展而言将会是有利因素。
- 光伏产业链完备优势：无锡作为中国太阳能光伏行业的主要基地，有着丰富的产业链配套资源，作为太极实业股东的无锡产业集团参股子公司无锡德鑫太阳能电力有限公司目前电池片产能达到 1GW,组件产能 120MW，另外经历了产业繁荣到衰弱破产后再次低调崛起的无锡尚德，尽管无法达到过去行业龙头的风光，但是尚德在技术储备和渠道方面的积累依然非常具有价值。从光伏产业链上游的稳健供应商资源，对于十一科技在进入太阳能光伏电站的建设运营的业务提供保障。

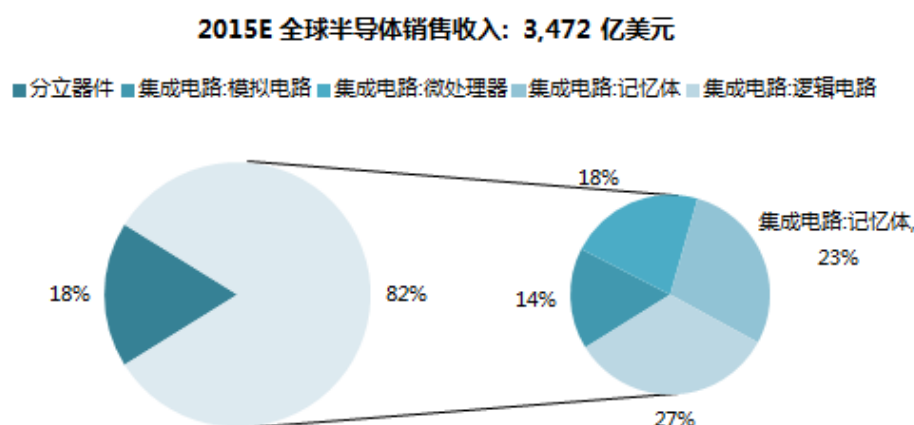
三、传统业务：存储器封测的领导者

作为电子行业上游，半导体集成电路是电子元器件行业的基础行业，随着国家信息安全政策的持续深入，“芯片国产化”由于能够从硬件层面实现安全自主可控的通信电子类产品，从而获得了从国家政策、行业厂商以及资本市场的多方面关注，成为近期的重要热点。

（一）存储器市场国产化大势所趋，公司成为产业链重要环节

半导体行业产品分为集成电路和分立器件两大部分，按照全球半导体贸易统计组织(WSTS)的统计数据显示，2015年半导体产业销售收入预计为3,472亿美元，同比上升3.4%，集成电路与分立器件分别占比82.3%和17.7%，其中集成电路产品根据其最终的功能实现可以大致分为逻辑器件、模拟器件、微处理器和存储器（或称为“记忆体”），太极实业目前所处的细分子行业是存储器。

图 13：2015 年全球半导体销售收入分布预期



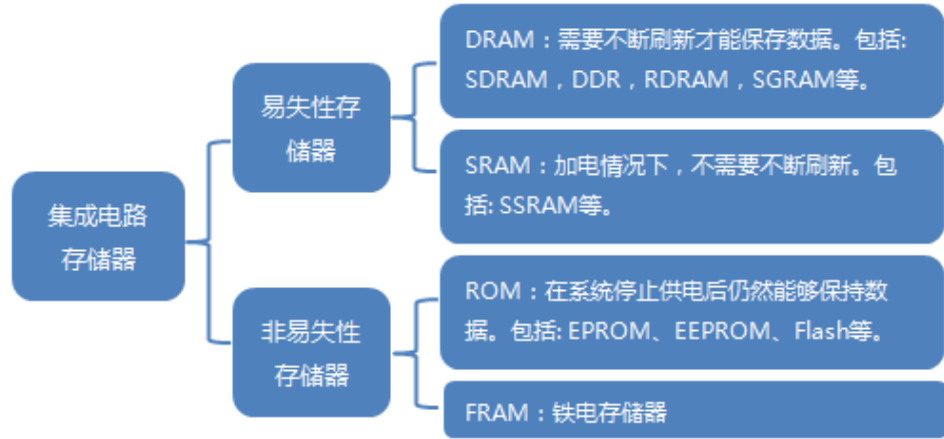
资料来源：Wind，华金证券研究所

从市场销售规模看，中国集成电路行业的销售收入2014年占到全球市场的59%，是全球最重要的市场，但是从中国企业的产值来看，仅占到全球市场的18%，因此从市场自身的角度看，存在着明显的国产化需求和空间。从国家层面的角度看，作为信息技术的基础行业，半导体集成电路的国产化是对国家信息安全自主可控的战略的核心关节之一，因此，从过去“十一五”、“十二五”规划，到近期出台的“国家集成电路产业规划纲要”，再到未来预期发布的“十三五”规划，对于集成电路的国产化诉求也是显而易见的。可以预期的是，在市场需求和国家诉求的持续推动下，集成电路“国产化”的进程将会是中长期的行业演进方向。

从细分市场看，集成电路存储器行业市场规模是仅次于逻辑电路行业的重要分支，WSTS预计2015年全球存储器市场的规模815亿美元，占全球集成电路市场规模28.5%，占整体半导体市场规模的23.5%。

集成电路存储器从存储内容的保存性来分主要分为易失性存储器和非易失性存储器两大类。目前市场上易失性存储器的主要产品代表是 DRAM，而非易失性存储器则主要是基于 NAND 结构的 Flash Memory。

图 14：存储器产品分类



资料来源：公开资料，华金证券研究所

作为集成电路产品中的基础器件，DRAM 是智能手机、平板电脑、台式机、笔记本电脑、服务器中核心器件之一，是核心处理器与外部存储器之间的桥梁，对于相关产品的性能具有非常重要的作用。根据 TrendForce 旗下记忆体储存事业处 DRAMeXchange 预估，2015 年全球 DRAM 市场的销售规模将达到 512 亿美元，年增长预期达到 12%。全球 DRAM 芯片的行业的竞争格局属于寡头垄断，前三大 DRAM 芯片厂商三星、海力士和美光占据了主要的市场规模，根据 DRAMeXchange 的数据显示，2015 年第三季度，三星、海力士、美光分别占全球 DRAM 芯片销售额的 46.7%、28.0%、19.2%，合计达到 93.9%。

表 3：2015 年前三季全球 DRAM 市场营收及占比

厂商	收入			市场占有率 %		
	2015 Q3	2015 Q2	2015 Q1	2015 Q3	2015 Q2	2015 Q1
三星	5,277	5,160	5,176	46.7%	45.1%	43.1%
海力士	3,159	3,172	3,281	28.0%	27.7%	27.3%
美光	2,173	2,359	2,697	19.2%	20.6%	22.5%
南亚	323	362	381	2.9%	3.2%	3.2%
华邦	150	152	166	1.3%	1.3%	1.4%
力晶	89	93	93	0.8%	0.8%	0.8%
其他	127	137	215	1.1%	1.2%	1.8%
合计	11,298	11,435	12,010	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：DRAMeXchange，华金证券研究所

根据 DRAMeXchange 的数据显示，中国存储器市场在宏观经济整体强势的情况下需求强劲。2014 年中国 DRAM 市场规模达到了 102 亿美元，占比约为 22%，NAND Flash 的市场规模达到了 63 亿美元，占比约为 21%。

尽管中国市场的存储器需求从全球市场看占据了相当的份额，但是，从核心芯片的国产化角度看，中国几乎没有自己的存储器生产厂商，目前基本依靠进口。作为集成电路产品中的重要部分，存储器极低的国产化率水平引起国家层面的重视，随着“国家集成电路产业规划纲要”的出

台,以及随后的“国家集成电路产业基金”的发起设立并开始投资,中国希望在存储器市场占据有效市场份额的态度和措施也逐步出台,存储器市场的国产化之路进入了实质性发展的阶段,主要的措施包括了资本层面的股权收购以及在产能方面的投资建设。

表 4 : 中国存储器行业重要事件梳理

时间	事件/项目	概述
2014 年 9 月	SK 海力士重庆封测厂投产 2015 年销售上看 6 亿美元	全球第二大存储器制造商 SK 海力士在重庆的芯片厂,于 2014 年 9 月 26 日正式投产,预计今年可带来 2 亿美元营收,明年销售额更将增至 6 亿美元。
2014 年 12 月	美光与力成封装项目落户西安高新区投资 2.5 亿美元建芯片封装厂	2014 年 12 月 3 日,美国美光与台湾力成封装项目共同投资 2.5 亿美元,在西安市高新区设立芯片封装厂。2016 年项目建成达产后,美光西安的半导体封装测试产能将占到美光全球产能的 97%以上。
2015 年 3 月	武岳峰资本收购芯成半导体	2015 年 3 月 16 日,大陆武岳峰资本宣布与在美国上市的芯成半导体 (ISSI) 达成收购协议,以每股 19.25 美元,总价格约 6.395 亿美元的收购价格并购芯成半导体。据了解,芯成半导体是一家产品为存储芯片的设计公司。目前设计的产品以利基型 DRAM 和 SDRAM 为主,其九成的营收都来源于此,而 NORFlash 闪存芯片的营收要低于一成。
2015 年 5 月	紫光收购新华三	2015 年 5 月 26 日,清华控股旗下紫光集团下属紫光股份有限公司,以不低于 25 亿美元收购“新华三”公司 51%的股权,成为该公司控股股东。“新华三”将包括原惠普子公司华三通信和惠普在中国的服务器、存储及技术服务业务,总估值约 45 亿美元。
2015 年 7 月	紫光集团计划 230 亿美元收购美光科技	据悉,紫光集团已经提交了收购要约,希望以美股 21 美元、总价 230 亿美元的价格全面收购美光,较后者周一收盘价溢价 19.3%。
2015 年 8 月	同方国芯收购西安华芯半导体,积极布局 DRAM 行业	2015 年 8 月 31 日,同方国芯电子股份有限公司通过竞标获得西安华芯半导体有限公司 51%股权,同时其前期通过香港全资子公司“香港同芯投资有限公司”收购公司 25%股权,合计持有公司 76%的股权,成为西安华芯半导体有限公司控股股东。
2015 年 9 月	紫光 38 亿美元入股西部数据 成第一大股东	2015 年 9 月 30 日,紫光股份有限公司与美国 NASDAQ 上市公司西部数据共同宣布,紫光旗下的香港全资子公司紫光联合信息系统有限公司将以每股 92.5 美元的价格认购西部数据公司新发行的 40,814,802 股普通股,投资总额约 38 亿美元。交易完成后,紫光将成为西部数据公司第一大股东,并将拥有 1 个董事会席位。
2015 年 10 月	武汉 240 亿美元以新芯集成电路为主题打造存储器基地	2015 年 10 月 16 日,由国家基金公司、武汉新芯集成电路制造有限公司、湖北基金公司、北京亦庄开发区,共同出资在武汉建设的国家存储器基地项目达成共识。项目总投资将达 240 亿美元,以武汉新芯集成电路制造有限公司为主体,组建存储器公司,实现每月 30 万片存储芯片的产能规模。
2015 年 10 月	西部数据 190 亿美元收购闪迪	2015 年 10 月 21 日西部数据官方宣布,已经与闪迪(SanDisk)达成最终协议,将收购其全部已发行股份。西部将以现金加股票的方式进行这笔收购,价格为每股 86.5 美元,总计约 190 亿美元,约合人民币 1200 亿元。
2015 年 10 月	英特尔在大连建全球非易	2015 年 10 月 21 日,世界最大的芯片生产商美国英特尔公司 21

失性存储器制造中心	日宣布,将其最先进的非易失性存储技术引入中国,计划斥资 55 亿美元,将其大连工厂升级成为全球范围内首屈一指的非易失性存储器产品制造中心。
2015 年 10 月 清华紫光集团收购力成科技 25%股份	2015 年 10 月 30 日,清华紫光集团策略结盟,以 6 亿美元收购台湾存储芯片下游封测厂商力成科技 25%的股份,并取得力成董事会中一席董事。
2015 年 12 月 紫光 24 亿入股南茂科技成 第二大股东	2015 年 12 月 11 日,紫光集团旗下公司以每股新台币 40 元(约合人民币 8 元)、总额共计新台币 119.7 亿元(约合 23.94 亿元)的价格认购本次私募股份。认购完成后,紫光集团将取得南茂科技增资后约 25%的股权,成为南茂科技第二大股东,并获得南茂科技董事会中的一个董事席位。

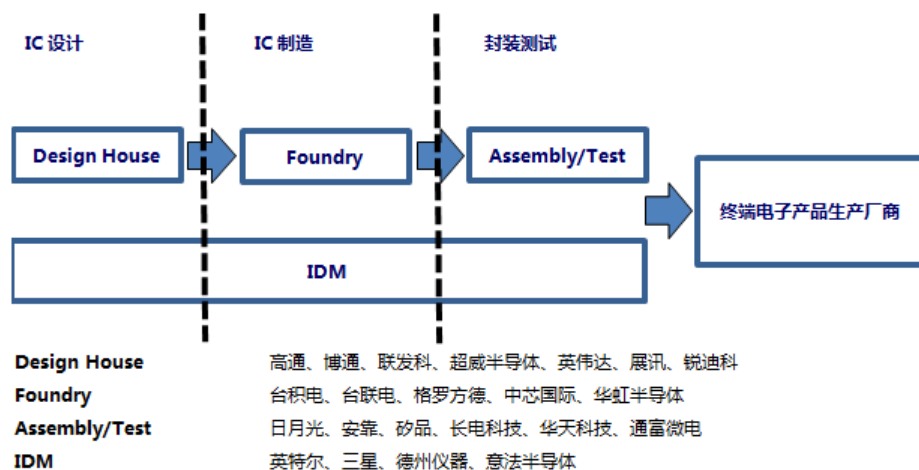
资料来源:华金证券研究所根据公开信息及相关上市公司公告整理

在国家政策驱动和市场下游需求的持续旺盛的环境下,我们认为中国的存储器行业有望迎来重要的发展机遇。

(二) 中国半导体封测行业走向成熟

从半导体集成电路行业的产业链划分来看,芯片的最终成品通常会经过三个主要环节:IC 设计、晶圆加工、封装测试。从商业模式的角度看,过去整合设计、加工、封测一体化的整合零配件供应商(IDM)是行业的主流。而随着行业的投资规模越来越大,上述三个环节由不同的供应商来实现的专业化分工商业模式,逐步成为了市场的主要力量,主要原因是规模效应带来的成本控制优势提升了相关企业的投资回报率,降低了业务风险。

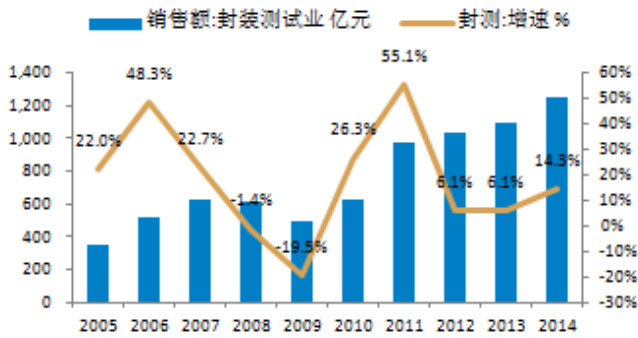
图 15: 半导体集成电路产业链图



资料来源:华金证券研究所整理

从中国半导体行业的发展状况看,由于起步时间较晚,中国选择了进入门槛相对较低的封装测试行业作为主要切入点,经过了 20 多年的发展,中国的封装测试行业成熟度显著提升,相较于 IC 设计和晶圆加工,封测在全球市场上也具备了较强的竞争能力。

图 16：中国封测行业市场规模及增长率（2005~2014）



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 17：2014 年中国封测企业排名

排名	公司名称	收入(亿元)	占比
1	江苏新瀚科技集团有限公司	84	6.8%
2	威讯联合半导体（北京）有限公司	63	5.1%
3	飞思卡尔半导体（中国）有限公司	54	4.4%
4	南通华达微电子集团有限公司	52	4.2%
5	英特尔产品（成都）有限公司	43	3.4%
6	天水华天电子集团	40	3.3%
7	海太半导体（无锡）有限公司	36	2.9%
8	安靠封装测试（上海）有限公司	33	2.6%
9	上海凯虹科技有限公司	29	2.4%
10	瑞萨半导体有限公司	29	2.3%
	其他	776	62.7%
	合计	1,239	100.0%

资料来源：中国半导体行业信息网，华金证券研究所

随着封装测试行业的逐步成熟，以及国内资本力量的持续增强，中国的集成电路封装测试行业在海外并购上的步伐持续推进，借助资本市场的力量，中国企业开始真正进入到全球市场的竞争格局中，未来我们认为在持续加大“走出去”的力度和国内整体集成电路国产化需求的双重有利因素的支持下，封装测试行业仍然将保持稳健的成长速度。

（三）步步为营，公司封测业务迎来重要发展机遇

太极实业旗下的半导体业务主要由位于无锡的海太半导体和位于苏州的太极半导体和太极微电子的组成。

1、海太半导体二期协议签订，公司盈利保障

海太半导体成立于 2009 年，是公司与全球存储器芯片市场的龙头企业之一韩国 SK 海力士共同成立的一家专注于 DRAM 存储器产品后端封装测试的厂商，公司与海力士的股权比例分别为 55%和 45%。海太半导体产能规模在 2014 年达到了封装、封装测试、模组最高产量分别达到 5.90 亿颗/月（1GEq）、4.66 亿颗/月（1GEq）、460 万条/月（unit），通过来自海力士的技术授权，目前公司的工艺水平已经达到了 12 英寸线 20 纳米级，无论是在国内还是在国际市场均具备了先进水平。

图 18：公司获得的系统认证



资料来源：海太半导体官网，华金证券研究所

图 19：公司获得的客户认证



资料来源：海太半导体官网，华金证券研究所

2015年4月，太极实业与韩国SK海力士签署“第二期后工序服务合同”，约定合同履行期限至2020年6月30日。协议维持了之前的盈利模式，即“服务费用=全部成本+约定收益”，同时协议还明确，在开发除海力士外的第三方客户方面，海太半导体可以向经营非内存产品的客户提供服务，或者在获得海太半导体董事会批准的情况下，可以向经营内存商品的客户提供服务，仅规定不管在任何情况下均不向三星和美光提供后工序服务。

我们认为，海太半导体在本次签订了二期合同后，尽管从盈利的模式上来看延续了一期合同的规模，但是经过了多年的发展后，公司整体的盈利潜力将会提升，主要原因包括：

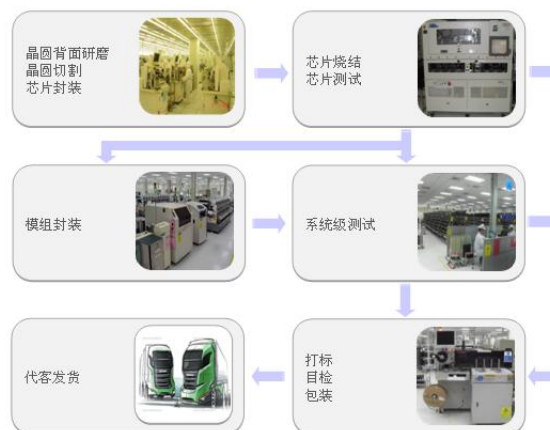
从技术水平方面看，在经过了与海力士合作的5年历程，海太半导体已经逐步吸收了海力士在后端工艺流程方面的技术能力，海太半导体的韩国技术人员数量从最初的300多人下降到了不足50人，中国技术人员已经能够实现对于工艺流程的有效控制。

从客户拓展的潜力看，尽管在内存产品客户的开拓方面受到了海力士的限制，但是我们认为其主要的限制是针对海力士的主要竞争对手三星和美光的，而未来中国集成电路内存厂商的逐步崛起将会给海太半导体带来潜在的机遇，并且作为海太半导体的股东，海力士在自身产能得到满足的情况下，允许向非核心竞争者提供部分海太半导体的产能，从而提升整体产能利用率水平和盈利能力，也符合海力士的核心利益。

2、太极半导体/太极微电子有望走出困境

太极半导体/太极微电子是公司在2012年收购意大利EEMS Italia S.p.A.的中国子公司新义半导体和新义微电子全部资产及经营性负债后，成为公司的控股子公司。EEMS的母公司最初是德州仪器（TI）在欧洲设立的存储器封测厂商，后向亚洲拓展其业务，成立了新义半导体和新义微电子，公司的主要业务半导体集成电路的产品研究、开发、封测及生产，并提供相应的服务。

图 20：太极半导体/微电子产品业务



资料来源：太极半导体官方网站，华金证券研究所

在完成收购正式开始运营后，原先在南亚的核心客户进行战略转型而出现市场变数，使得公司在经营层面面临较大的挑战，2013年及2014年分别出现了8,673万和4,865万人民币的亏

损。目前公司也在积极运作，在客户开拓方面和成本降低方面同时推进，以期尽快实现太极半导体/太极微电子。具体措施包括：

市场拓展：公司已实现量化的客户有 Sandisk、Spectek、Spreatrum 等，并在积极推进开拓其他国内外新客户并在现有客户基础上努力提高订单量；

成本控制、盘活资产：公司通过精简非生产管理人员，完成全部南亚设备处置回笼资金，并且通过在无锡产权交所公开挂牌太极微电子的闲置厂房出售，目前已经获得了意向受让方，具备了可转让性，如果完成交易后，除可以减少运维费用，提高运营效率外，还可以直接获得月 2,700 万元的收益；

我们认为，尽管由于经营层面的状况不佳，使得收购的 EEMS 苏州相关资产在过去 3 年始处于亏损的状态，但是从资产本身的技术水平来看具备了市场竞争的能力，从市场的状况看，尽管全球市场仍然是三大寡头垄断的局面，但是中国国内的企业和资本正在积极寻求相关领域的突破，太极半导体作为产业链中的主要环节之一，也将会顺应着这样的趋势而获得潜在的发展机会，从而改变目前经营亏损的状况。

四、盈利预期及投资建议

公司主要的业务由三部分构成涤纶化纤业务,半导体业务以及近期通过重大资产重组后预计将要收购的工程设计总包业务。

半导体业务方面,海太半导体的盈利模式在公司与韩国海力士方面协议中已经确定,年回报率为最初 4 亿美元总投资规模的 10%,即 4,000 万美元,太极实业控股 55%,对应的盈利水平为 2,200 万美元,约 1.43 亿人民币,所得税率按照高新技术企业 15%测算,净利润为 1.22 亿人民币。太极微电子/太极半导体 2014 年亏损额为 7,532 万人民币,在 2015 年我们预计仍然将会处于亏损状态,随着市场开拓和资产处置缩减成本双重措施的推进下,预计 2016 年逐步减亏,到 2017 年能够实现盈亏平衡。

表 5: 集成电路封测企业可比公司估值表

代码	名称	市值(亿元)	PE(TTM)	PE(2015E)	PE(2016E)
600584.SH	长电科技	228	124	81	43
002185.SZ	华天科技	111	33	29	22
002156.SZ	通富微电	93	59	51	32
平均			72	54	32

资料来源: Wind, 华金证券研究所

数据截止 2016 年 1 月 22 日收盘

从上表中测算半导体封测行业的 2015 年预期平均 PE 约为 54 倍,我们估算公司半导体业务 2015 年~2017 年的净利润约为 0.82 亿、1.02 亿、1.22 亿元,以 2015 年净利润为标准,行业平均 PE 作为乘数,对应相关业务的估值为 44.28 亿元。

涤纶化纤业务公司在经过了 2014 年的产能搬迁后,有望在成本方面有所控制,预计相关业务的盈利能力可以从盈亏平衡点向上获得提升。由于涤纶化纤业务的盈利变动幅度会较大,我们采取行业内可比公司的 PB 进行估值测算。

表 6: 涤纶化纤企业可比公司估值表

代码	名称	市值(亿元)	PB
002427.SZ	尤夫股份	58	2.7
000936.SZ	华西股份	79	3.0
601208.SH	东材科技	45	2.0
600871.SH	石化油服	877	3.8
300321.SZ	同大股份	28	5.0
平均			3.3

资料来源: Wind, 华金证券研究所

数据截止 2016 年 1 月 22 日收盘

从上表中测算涤纶化纤业务行业的平均 PB 为 3.3 倍,公司 2015 年半年报涤纶化纤业务的净资产规模为 6.05 亿元,以此为标准,行业平均 PB 作为乘数,对应相关业务的估值为 19.97 亿元。

对于预期注入的资产十一科技，主要业务为工程设计总包及光伏电站的运营，从公司公告中可以看到，十一科技 2014 年的营业收入规模为 50.0 亿人民币，净利润 2.05 亿人民币，净利润率为 4.1%，资产出售方对于十一科技的业绩承诺 2015 年~2017 年分别为 2.00 亿、2.53 亿和 2.86 亿人民币，CAGR 为 11.74%，我们认为在公司收入能够获得年化 10% 的增长，并且伴随着公司在生产成本已经经营费用方面的控制，公司的净利润水平得到提升，这样的业绩增长速度预计能够顺利实现。

表 7：工程总包及光伏电站可比公司估值表

代码	名称	市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2015E)	PE (2016E)
002116.SZ	中国海诚	54	25	24	20
002140.SZ	东华科技	71	30	39	41
600522.SH	中天科技	176	28	23	19
300111.SZ	向日葵	62	56	101	74
601727.SH	上海电气	1,163	44	55	44
	平均		37	49	39

资料来源：Wind，华金证券研究所

数据截止 2016 年 1 月 22 日收盘

从上表中测算工程总包及光伏电站类业务的 2016 年平均 PE 约为 39 倍，我们以十一科技 2016 年预期净利润 2.53 亿元为标准，行业平均 PE 作为乘数，对应相关业务的估值为 98.67 亿元。

综合上述分析，我们对于太极实业的市值的总体估值为 162.92 亿元，按照公司发行完成后的总股份数 21.09 亿股测算，目标价位 7.72 元，我们公司预测 2015 年至 2017 年每股收益分别为 0.02、0.19 和 0.20 元。净资产收益率分别为 0.6%、6.1% 和 6.2%，给予增持-A 建议，相当于 2015 年~2017 年 428.9、41.7、和 39.4 倍的动态市盈率。

五、风险提示

半导体集成电路存储器市场的波动有影响公司子公司海太半导体重大客户的韩国海力士的需求规模，公司在苏州的子公司太极微电子/太极半导体在市场开拓方面也存在不确定性。

公司预期新注入的资产十一科技在光伏电站的建设和运营方面需要资金的支持以及相关地方政府的各种审批，推进进度存在不确定性。

涤纶化纤业务在完成产能搬迁后，成本控制仍然存在风险，市场竞争激烈对于公司产品的盈利能力产生影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,973.3	4,202.9	4,001.4	9,686.4	9,850.2	年增长率					
减:营业成本	3,553.4	3,768.8	3,600.6	8,422.6	8,532.4	营业收入增长率	-4.4%	5.8%	-4.8%	142.1%	1.7%
营业税费	2.6	0.6	1.6	55.1	56.0	营业利润增长率	-39.0%	6.4%	6.8%	392.8%	7.4%
销售费用	25.2	23.4	23.9	51.8	52.7	净利润增长率	-75.4%	13.9%	174.2%	901.0%	6.3%
管理费用	199.9	193.2	198.1	612.6	622.9	EBITDA 增长率	-31.4%	3.0%	111.7%	98.3%	8.3%
财务费用	104.9	104.6	35.8	-30.1	-36.4	EBIT 增长率	-31.4%	3.0%	-29.1%	255.1%	6.6%
资产减值损失	-6.9	17.1	28.0	12.7	19.2	NOPLAT 增长率	-34.3%	2.4%	-29.9%	296.9%	6.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-11.8%	-13.0%	3.8%	58.0%	-18.1%
投资和汇兑收益	6.3	11.7	0.8	0.9	1.0	净资产增长率	-0.1%	0.4%	208.3%	6.2%	6.2%
营业利润	100.5	106.9	114.2	562.7	604.3	盈利能力					
加:营业外净收支	55.2	41.6	41.1	46.0	42.9	毛利率	10.6%	10.3%	10.0%	13.0%	13.4%
利润总额	155.7	148.6	155.3	608.6	647.2	营业利润率	2.5%	2.5%	2.9%	5.8%	6.1%
减:所得税	42.3	41.0	44.1	121.7	129.4	净利润率	0.3%	0.3%	1.0%	4.0%	4.2%
净利润	12.5	14.2	38.9	389.5	414.2	EBITDA/营业收入	5.2%	5.0%	11.2%	9.2%	9.8%
						EBIT/营业收入	5.2%	5.0%	3.7%	5.5%	5.8%
资产负债表						偿债能力					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	资产负债率	61.9%	61.9%	20.1%	28.8%	16.1%
货币资金	1,403.7	1,662.9	4,440.5	2,704.8	4,004.9	负债权益比	162.7%	162.4%	25.2%	40.4%	19.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.72	0.84	4.53	2.16	4.44
应收帐款	207.4	286.8	380.1	1,234.3	407.4	速动比率	0.62	0.74	4.27	1.75	4.15
应收票据	149.4	73.5	259.9	547.3	273.6	利息保障倍数	1.96	2.02	4.19	-17.67	-15.60
预付帐款	32.1	22.8	87.3	116.5	80.8	营运能力					
存货	288.8	281.3	318.9	1,084.9	337.1	固定资产周转天数	266	239	233	95	98
其他流动资产	28.8	26.5	22.1	25.8	24.8	流动营业资本周转天数	32	11	24	27	26
可供出售金融资产	-	48.6	16.2	21.6	28.8	流动资产周转天数	185	191	354	209	198
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	29	21	30	30	30
长期股权投资	48.6	-	-	-	-	存货周转天数	30	24	27	26	26
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	503	489	636	342	348
固定资产	2,842.4	2,729.5	2,445.3	2,681.1	2,687.6	投资资本周转天数	334	276	275	149	164
在建工程	231.1	81.1	81.1	1,173.3	786.1	费用率					
无形资产	141.4	137.5	123.8	110.0	96.3	销售费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
其他非流动资产	328.6	366.0	235.6	310.1	303.9	管理费用率	5.0%	4.6%	5.0%	6.3%	6.3%
资产总额	5,702.3	5,716.6	8,410.7	10,009.6	9,031.2	财务费用率	2.6%	2.5%	0.9%	-0.3%	-0.4%
短期债务	1,509.5	1,893.3	-	-	-	三费/营业收入	8.3%	7.6%	6.4%	6.5%	6.5%
应付帐款	402.0	439.7	511.5	1,703.6	533.6	投资回报率					
应付票据	49.8	94.5	23.2	255.4	40.6	ROE	0.8%	0.9%	0.6%	6.1%	6.2%
其他流动负债	987.6	371.1	681.5	690.1	580.6	ROA	2.0%	1.9%	1.3%	4.9%	5.7%
长期借款	574.6	232.6	304.0	-	-	ROIC	3.8%	4.4%	3.6%	13.7%	9.2%
其他非流动负债	8.3	506.6	174.0	229.6	303.4	分红指标					
负债总额	3,531.8	3,537.8	1,694.3	2,878.8	1,458.3	DPS(元)	0.01	0.01	0.00	0.04	0.04
少数股东权益	610.5	612.2	684.4	781.7	885.3	分红比率	95.6%	83.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,191.3	1,191.3	2,109.2	2,109.2	2,109.2	股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.6%	0.6%
留存收益	444.5	446.8	3,922.9	4,239.9	4,578.5						
股东权益	2,170.5	2,178.8	6,716.4	7,130.8	7,572.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.01	0.01	0.02	0.18	0.20
净利润	113.4	107.5	38.9	389.5	414.2	BVPS(元)	1.31	1.32	2.86	3.01	3.17
加:折旧和摊销	-	-	298.0	355.8	394.5	PE(X)	639.8	561.5	362.6	36.2	34.1
资产减值准备	-6.9	17.1	-	-	-	PB(X)	5.1	5.1	2.3	2.2	2.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	10.5	22.7	-7.5	-8.4	11.1
财务费用	127.7	119.3	35.8	-30.1	-36.4	P/S	2.0	1.9	3.5	1.5	1.4
投资损失	-6.3	-11.7	-0.8	-0.9	-1.0	EV/EBITDA	29.2	36.5	25.0	14.3	11.9
少数股东损益	100.9	93.3	72.2	97.4	103.5	CAGR(%)	62.5%	68.9%	-8.4%	62.5%	68.9%
营运资金的变动	9.6	58.5	-282.3	-568.6	503.4	PEG	10.2	8.2	-43.1	0.6	0.5
经营活动产生现金流量	1,187.9	940.3	161.7	243.1	1,378.3	ROIC/WACC	0.4	0.5	0.4	1.4	0.9
投资活动产生现金流量	-874.6	-357.3	33.2	-1,674.5	-6.2						
融资活动产生现金流量	166.2	-483.8	2,582.6	-304.3	-71.9						

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

谭志勇声明，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

华金证券有限责任公司（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有限责任公司（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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任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。

华金证券有限责任公司

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.huajinsec.com