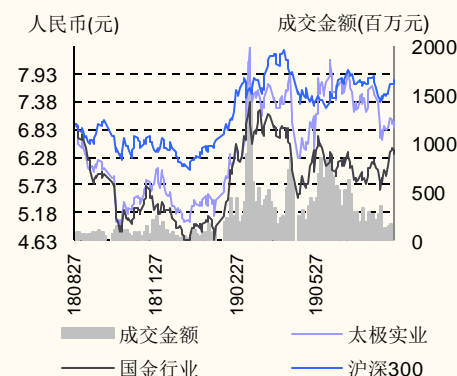


市场价格 (人民币): 6.85 元
 目标价格 (人民币): 11.70-11.70 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,191.27
总市值 (百万元)	14,427.40
年内股价最高最低 (元)	7.69/6.62
沪深 300 指数	3820.86
上证指数	2897.43



季度营收强势回归, 驱动全面预测上修

公司基本情况 (人民币)

项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.20	0.27	0.29	0.34	0.45
每股收益同比增长 (%)	44%	37%	7%	17%	33%
市盈率 (倍)	35	25	24	20	15
市净率 (倍)	2.3	2.2	2.0	2.0	1.8
净资产收益率 (%)	7%	9%	9%	10%	12%
资本支出/营收 (%)	12%	7%	8%	11%	11%
折旧摊销前净利率 (%)	9%	8%	8%	9%	11%

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩点评

- 太极实业公布高于我们预期的 2Q 营收, 达 45.6 亿人民币, 20% 环比增长 (vs. 封测行业 5% 环比增长), 10% 同比增长, 营业利润率从今年一季度及去年同期的 3.5-4.0%, 回升到二季度的 5.6%。因为二季度营收及利润率都高于预期, 二季度摊薄每股收益达 CNY\$0.09, 环比增长 99%, 同比增长 52%, 上半年摊薄每股收益达 CNY\$0.14, 占了我们上修预测之前全年摊薄每股收益预测的 57%。

经营分析

- 工程总包优于预期: 上半年工程总包营收达到 61.4 亿人民币, 18% 同比增长, 远高于我们营收上修前对工程总包预测同比衰退 11%。太极目前在手订单仍高达 201 亿人民币。最近, 紫光又宣布由高启全先生筹组全新的 DRAM 厂, 我们因此认为这一两年太极实业洁净室工程总包业务欲小不易。
- 海太半导体、太极半导体、存储器模组均优于预期: 太极实业公布 2019 年上半年存储器封装测试及模组业务营收达到 21.5 亿人民币, 11% 同比增长, 比我们营收上修前对这些业务预测同比衰退 5-10% 来得好很多。

盈利调整

- 我们把工程总包上修到同比增长 5-10%, 把海太及太极半导体营收上修到同比零增长, 把总营收上修到 5% 增长及把营业利润率上修到 5.4%。将 2019 年摊薄每股收益上修 23% 到 CNY\$0.29 (12% 高于 Wind 的整体分析师的平均预测)。

投资建议

- 我们认为以 A 股而言, 10-15% 的 ROE, 股价应保持在 3.0-4.0 倍的每股净资产。以我们的目标价 CNY\$11.7 (仍有 71% 上涨空间) 来看, 股价是处于 3.2 倍的 2021 年的每股净资产, 我们预估 ROE 从 2018 年的 8.9% 提升到 2021 年的 12%。

风险提示

客户集中度过高的经营风险, 存储器下行周期到现金成本价的风险, 国企管理机制不灵活的风险, 洁净室工程及设计业务后续订单乏力带来的业绩风险。

相关报告

1. 《去年获利强势增长, 短遇存储器下行逆风-太极实业 2018 年报点...》, 2019.01.08
2. 《五大优势突破, 引领存储封测-太极实业: 五大优势突破, 引领存储...》, 2018.11.21

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
 (8621)61038318
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

张纯 联系人
 zhang_chun@gjzq.com.cn

范彬泰 联系人
 fanbintai@gjzq.com.cn

2Q19 营收及获利强势增长

不同于大部分国内及全球半导体大厂及晶圆代工/封装测试厂，仍多少受到美国提升关税及华为禁售案的影响，太极实业公布高于我们预期的 2Q19（二季度）营收，达 45.6 亿人民币，20% 环比增长 (vs. 封测行业 5% 平均环比增长)，10% 同比增长，因为毛利率从今年一季度及去年同期的 11%，回升到二季度的 13%，营业利润率从今年一季度及去年同期的 3.5-4.0%，回升到二季度的 5.6%。因为二季度营收，毛利率，营业利润率都高于预期，二季度摊薄每股收益达 CNY\$0.09，环比增长 99%，同比增长 52%，上半年摊薄每股收益达 CNY\$0.14，占了我们上修预测之前全年摊薄每股收益预测的 57%（通常上半年获利占全年获利预测以 40% 为合理）。

各业务都优于预期

- **工程总包优于预期：**太极实业公布 2019 年上半年工程总包营收达到 61.4 亿人民币，18% 同比增长，远高于我们营收上修前对工程总包业务预测同比衰退 11%。以 2019 年上半年来看，太极实业目前在手订单虽然低于去年底的 231 亿人民币，但仍高达 201 亿人民币。在今年二季度紫光又宣布由台湾 DRAM 教父高启全董事长筹组全新的 DRAM 厂，我们因此认为这一两年，太极实业洁净室工程总包业务衰退不易。

图表 1：太极实业洁净室工程总包在手订单

CNY\$ bn	2017	2018	1H19
合肥长鑫	4.73	1.96	1.15
中环太阳能	0.27	0.14	0.14
上海华立 12"	3.76	2.46	1.97
上海和辉 G6 AMOLED	1.72	1.40	0.77
长江存储 基地工程	5.50	5.42	5.41
华虹无锡 12"		2.38	2.14
宜兴中环大硅片		0.38	0.27
中芯绍兴 MEMS/Power		1.11	0.96
上海积塔半导体		3.58	3.57
海辰 8"		1.91	1.81
青岛芯恩		1.80	1.50
新站高新区彩虹玻璃 G8.5		0.53	0.44
在手订单总结	16.34	23.06	20.14

来源：公司公告，国金证券研究所

- **海太半导体，太极半导体，存储器模组优于预期：**太极实业公布 2019 年上半年存储器封装测试及模组业务营收达到 21.5 亿人民币，11% 同比增长，高于我们营收上修前对这些业务预测同比衰退 5-10% 来得好很多。

驱动全面预测上修

在我们把太极实业洁净室工程总包业务（十一科技）预测从同比衰退 11%，上修到同比增长 5-10%。把海太半导体营收预测从同比衰退 5%，上修到同比零增长；把太极半导体营收预测从同比衰退 20%，上修到同比零增长；把总营收从同比衰退 8%，上修到 5% 增长及把营业利润率从 4.9%，上修到 5.4%。我们将 2019 年摊薄每股收益上修 23% 到 CNY\$0.29。我们的预测是 12% 高于 Wind 的整体分析师的平均预测。

图表 2：太极实业营收及获利率预测更新

旧预测	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (CNY\$bn)	15.65	14.40	16.74	19.63	22.64
同比 y/y (%)	30%	-8%	16%	17%	15%
总毛利率 (%)	13.3%	13.0%	14.3%	14.8%	15.4%
营业利润率 (%)	5.2%	4.9%	6.5%	7.1%	7.8%
净利润率 (%)	3.7%	3.5%	4.6%	5.3%	5.9%
摊薄每股收益	0.27	0.24	0.34	0.43	0.51
同比 y/y (%)	37%	-13%	43%	27%	19%
最新预测					
营业总收入 (CNY\$bn)	15.65	16.39	17.23	19.65	22.54
同比 y/y (%)	30%	5%	5%	14%	15%
总毛利率 (%)	13.3%	13.4%	14.1%	15.0%	15.5%
营业利润率 (%)	5.2%	5.4%	6.3%	7.3%	7.9%
净利润率 (%)	3.7%	3.7%	4.5%	5.5%	6.1%
摊薄每股收益	0.27	0.29	0.34	0.45	0.53
同比 y/y (%)	37%	7%	17%	33%	17%
Wind 每股收益	0.27	0.26	0.33	0.37	N/A
同比 y/y (%)	37%	-4%	27%	12%	N/A
更新比率 (%)					
营业总收入		14%	3%	0%	0%
摊薄每股收益		23%	1%	5%	3%
国金 vs. Wind		12%	3%	22%	N/M

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：太极实业营收预估更新

营业收入 (CNY\$bn)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
海太半导体	3.24	3.50	3.74	3.74	4.12	5.15	6.02
太极半导体	0.23	0.32	0.39	0.39	0.67	1.07	1.71
海太/太极半导体	3.48	3.82	4.14	4.14	4.79	6.22	7.73
光伏发电	0.16	0.25	0.32	0.37	0.42	0.48	0.56
设计和咨询	1.35	1.75	1.84	2.02	2.12	2.54	3.05
工程总包	4.04	5.47	8.56	9.07	9.10	9.56	10.30
探针及封测	1.67	1.92	1.99	2.07	2.39	3.11	3.87
存储器模组	1.75	1.89	2.14	2.07	2.39	3.11	3.87
其他	0.64	0.75	0.82	0.80	0.80	0.85	0.90
营业总收入	9.616	12.03	15.65	16.39	17.23	19.65	22.54

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示：

客户集中度过高带来的经营风险，存储器下行周期到现金成本价格的风险，国企管理机制不灵活的风险，洁净室工程及设计业务后续订单乏力带来的业绩风险。

附录：三张报表预测摘要

利润表						
Year-end 31 Dec (CNY\$bn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业总收入	12.03	15.65	16.39	17.23	19.65	22.54
营业成本	10.40	13.58	14.20	14.79	16.70	19.04
营业毛利	1.63	2.07	2.19	2.44	2.94	3.50
营业费用	1.00	1.27	1.31	1.35	1.52	1.71
营业利润	0.63	0.81	0.88	1.08	1.43	1.79
折旧	0.62	0.66	0.65	0.79	1.00	1.27
摊销	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
折旧前净利	1.29	1.51	1.57	1.92	2.47	3.10
利息	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-
其他	-0.07	-0.16	-0.05	-0.05	-	-
投资收入	0.07	0.12	0.00	0.00	-	-
特例	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-
税前利润总额	0.64	0.77	0.83	1.04	1.43	1.79
所得税/少数股东损益	0.22	0.20	0.22	0.26	0.34	0.42
净利润	0.42	0.57	0.61	0.77	1.09	1.37
Preferred dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-
净利润	0.42	0.57	0.61	0.77	1.09	1.37
获利能力比率(%)						
毛利率	14%	13%	13%	14%	15%	16%
营业利润率	5%	5%	5%	6%	7%	8%
折旧前净利率	11%	10%	10%	11%	13%	14%
税前利润率	5%	5%	5%	6%	7%	8%
净利率	3%	4%	4%	4%	6%	6%
净资产收益率	7%	9%	9%	10%	12%	13%
投入资本回报率	4%	6%	6%	6%	8%	9%
同比成长率(%)						
营业总收入	25%	30%	5%	5%	14%	15%
营业毛利	14%	27%	6%	11%	21%	19%
营业利润	21%	28%	9%	23%	32%	25%
折旧前净利	16%	17%	4%	22%	29%	26%
税前利润总额	29%	21%	8%	25%	38%	25%
净利润	80%	37%	7%	26%	40%	26%
收益评估 (CNY\$)						
每股营业收入	5.76	7.43	7.78	7.57	8.17	8.68
每股折旧前净利	0.30	0.38	0.42	0.48	0.59	0.69
每股利润	0.20	0.27	0.29	0.34	0.45	0.53
每股账面净值	3.49	3.40	3.35	3.44	3.71	3.96
每股经营现金流量	0.16	0.67	0.61	0.68	0.84	0.98
每股自由现金流量	(0.25)	0.54	(0.02)	(0.16)	(0.08)	0.02
资产负债表						
Year-end 31 Dec (CNY\$bn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
货币资金	3.17	4.16	3.41	3.42	3.67	4.2
应收票据及应收账款	2.61	2.87	3.00	3.16	3.60	4.1

存货	1.85	2.25	2.36	2.46	2.77	3.2
其他流动资产	2.02	1.69	1.77	1.86	2.12	2.4
流动资产合计	9.65	10.97	10.53	10.89	12.16	13.9
固定资产	5.60	5.31	5.93	7.03	8.19	9.4
其他非流动资产	1.35	1.27	1.27	1.27	1.27	1.3
长期股权投资	0.25	0.33	0.33	0.33	0.33	0.3
非流动资产合计	7.19	6.90	7.52	8.62	9.78	11.0
资产总计	16.84	17.87	18.06	19.52	21.95	24.9
短期借款	2.01	2.74	2.74	3.01	3.31	3.6
应付票据及应付账款	3.43	4.42	4.62	4.82	5.44	6.2
其他流动负债	2.26	1.86	1.95	2.05	2.33	2.7
流动负债合计	7.69	9.02	9.31	9.87	11.08	12.5
长期借款	1.31	1.19	1.19	1.31	1.44	1.6
其他长期借款	0.55	0.51	0.51	0.51	0.51	0.5
非流动负债合计	1.86	1.70	1.70	1.82	1.95	2.1
负债合计	9.55	10.72	11.01	11.69	13.03	14.6
实收资本(或股本)	2.11	2.11	2.11	2.11	2.11	2.1
资本公积金	3.26	3.17	3.17	3.17	3.17	3.2
未分配利润	0.80	1.16	1.77	2.55	3.64	5.0
少数股东权益	1.12	0.72	0.00	0.00	0.00	0.0
所有者权益合计	7.29	7.15	7.05	7.82	8.91	10.3
负债和所有者权益总计	16.84	17.87	18.06	19.52	21.95	24.9
流动资产比率(x)						
净营运资本	4	4	5	6	7	8
流动比率	4.3	4.5	5.0	5.4	5.7	5.9
速动比	2.7	3.0	3.5	4.0	4.2	4.4
现金比率	2.0	2.4	2.5	2.4	2.5	2.6
资本总额比率(%)						
负债比率	15%	14%	14%	14%	14%	13%
所有者权益比率	72%	77%	86%	86%	86%	87%
债务股本比	39%	30%	17%	17%	16%	15%
净债务股本比	2%	Net Cash	7%	11%	12%	10%
经营比率(x)						
应收账款月数	2.6	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
存货月数	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
存货周转率	5.6	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
固定资产周转率(x)	2.1	2.9	2.8	2.5	2.4	2.4
总资产周转率(x)	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
现金流量表						
Year-end 31 Dec (CNY\$bn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
净利润	0.4	0.6	0.6	0.8	1.1	1.4
折旧	0.6	0.7	0.7	0.8	1.0	1.3
摊销	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
联营企业收益/(亏损)	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
经营活动现金流	1.0	1.1	1.3	1.6	2.1	2.7
营运资本变动	-0.7	0.3	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1

经营活动现金流净额	0.3	1.4	1.3	1.6	2.0	2.6
资本支出-资产处置	-1.1	-0.4	-1.3	-1.9	-2.2	-2.5
其他资产变动	0.2	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
子公司及其他营业单位投资额变动	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流净额	-0.9	-0.3	-1.3	-1.9	-2.2	-2.5
债务变动	-0.6	0.6	0.0	0.4	0.4	0.5
其他长期负债变动	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
发行股份收到的现金	1.9	-0.7	-0.7	0.0	-0.0	-0.0
筹资活动现金净额	1.2	-0.1	-0.7	0.4	0.4	0.5
现金净流量	0.7	1.0	-0.8	0.0	0.2	0.5
自由现金流	-0.5	1.1	-0.0	-0.4	-0.2	0.0

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-11-21	买入	5.70	9.40~9.40
2	2019-04-08	买入	7.85	11.70~11.70

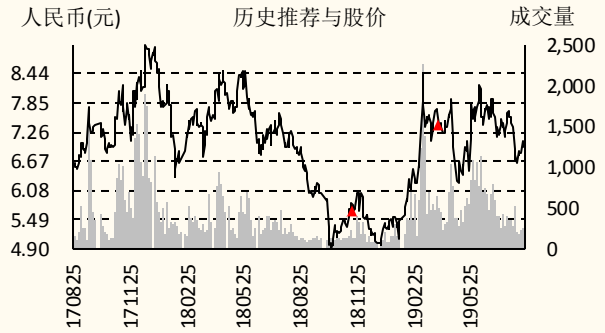
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH