



2020年04月22日

买入(维持)

当前价：10.51 元
目标价：11.18-12.22 元

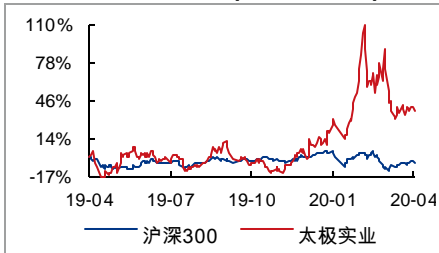
分析师：刘萍

执业编号：S0300517100001

电话：0755-83331495

邮箱：liuping_bf@y kzq.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	15.652	16.922	20.015	23.270
(+/-)	30.1%	8.1%	18.3%	16.3%
归母净利润	573	627	736	875
(+/-)	37.1%	9.4%	17.4%	18.9%
EPS(元)	0.27	0.30	0.35	0.42
P/E	38.6	35.3	30.1	25.3

资料来源：粤开证券研究院研究院

近期报告

《太极实业(600667)》【联讯建筑中报点评】太极实业(600667):上半年业绩增长稳定,半导体业务逆势上扬》
2019-08-25

太极实业(600667.SH)

【粤开建筑公司深度】太极实业(600667):受益于国产替代的半导体工程龙头

投资要点

半导体工程市场发展空间巨大

目前预估整个半导体工程建设的市场容量在 200 亿元-300 亿元左右。而其中半导体工程建设和设计和咨询业务市场容量在 30-40 亿元左右。但是用于政策支持发展规划和贸易摩擦影响,为国产半导体工程建设带来广阔的发展空间,如果出现 10%的出口替代,就能拉动 1500 亿美元的投资,因此半导体工程市场前景广阔。

光伏电站工程建设蓄势待发

随着电力改革不断深入、弃光限电问题逐步改善等推动光伏发电环境不断优化。预计 2020、2021 年国内新增光伏市场将保持一定规模。“十四五”期间不依赖补贴将使光伏摆脱总量控制束缚,新增装机市场将稳步上升。光伏电站工程建设投资也将进一步增加。

物流仓储工程建设强势崛起

虽然目前我国仓储建设面积总量很高,但是从人均水平来看,截止 2018 年我国人均物流地产空间仅为 0.7 平米/人,显著低于日本(4 平米/人)和美国(3.7 平米/人),而且我国电子商务发展水平相比日本、美国来说并不落后,所以对于物流仓储的需求也应与其相当,所以我国的仓储建设还是有很大的发展空间。

仓储业的固定资产投资额从 2005 年开始到 2015 年呈现爆发式增长,年平均增长率超过 30%,到 2015 年开始稳定维持在高位,目前年固定资产投资额 6500 亿元左右。因此目前对于仓储建设工程的需求非常广阔。

公司建筑资质优质,合作伙伴优秀,重视人才研发

公司同时拥有《工程设计综合资质甲级证书》和《房屋建筑工程施工总承包壹级资质》,在各大高新电子、生物医药、光伏、物流仓储工程建设中,承接该行业中龙头企业订单,并优秀地完成项目,多次获得国家和省级的建筑设计奖项,同时公司拥有国家设计大师 4 名,四川省设计大师 8 名,享受政府特殊津贴专家 23 人,研究员级高工 18 名,300 多名国家注册工程师为主体的技术雄厚的专业队伍。每年投入大量的研发费用为公司发展保驾护航。

公司各项业务保持增长

公司工程技术业务在 2018 年、2019 年营业收入增速分别为 44%和 16%,实现了业绩的大幅跨越;半导体业务在 2019 年实现营收 43.07 亿元,同比增长 4.40%;光伏业务在 2018 年总装机量达到 311.82 兆瓦,同比增长 10.89%,实现营业收入 3.18 亿元,同比增长 26.6%,2019 年实现营收 4.05 亿元,同比增长 27.3%。



盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 169.22、200.15 和 232.70 亿元，同比分别增加 8.1%、18.3%和 16.3%，净利润分别为 6.27、7.36 和 8.75 亿元，同比分别增长 9.4%、17.4%和 18.9%。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.30、0.35 和 0.42 元，对应的 PE 分别为 35/30/25x。

公司工程业务依靠高新电子工程、物流仓储工程、光伏电站工程三大支柱能保持未来三年收入较快增长，同时公司半导体封测业务订单量稳定，保持稳定增长。我们预计公司营业收入总体在未来三年还能保持一定增长，扣非后利润和收入也能保持同步稳定增长。结合工程建筑行业 and 半导体行业估值水平，我们给予公司 2020 年 32-35 倍 PE，对应合理估值区间 11.18~12.22 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、新业务订单签订不理想导致收入确认低于预期；
- 2、工程质量和工程安全风险；
- 3、光伏工程政策风险；



目 录

投资案件	6
投资评级与估值	6
关键假设点：	6
主要投资逻辑	6
股价上涨的催化剂：	7
核心风险提示：	7
一、太极实业：上市以来历经三次创业征程	8
（一）公司简介：从化纤到半导体再到高科技工程服务、光伏发电	8
（二）公司股权：国有控股，股权结构比较稳定	9
（三）公司业务结构：突出主营，双轮驱动	9
（四）发展周期：进入三次创业后的新上升周期	10
二、行业发展：搭上半导体产业转移的顺风车	10
（一）半导体行业发展带动半导体工程腾飞	10
1、半导体行业的三次产业转移	10
2、国家政策支持，行业迎发展东风	11
3、半导体行业国产替代有望进入加速期	14
4、半导体工程市场年需求约 200-300 亿元	15
（二）光伏工程市场广阔	17
1、光伏市场依旧前景向好	17
2、光伏工程市场容量超过 700 亿	18
（三）物流仓储工程还有发展空间	19
1.全国物流仓储面积稳定增长	19
2.我国仓储建设依旧有很大发展空间	19
3.仓储建设工程市场规模庞大	20
三、公司亮点：工程设计优质品牌，半导体紧跟国际大厂	21
（一）优质品牌助力订单增长	21
1.过硬的建筑资质	21
2.优秀的合作伙伴	21
3. 优质的已完成项目	23
（二）行业内领先人才、渠道和研发优势	24
1. 雄厚的人才团队	24
2. 突出的渠道优势	25
3. 大力的研发投入	25
四、太极实业业务基本面向好	26
（一）工程技术服务业务量猛增	26
（二）半导体业务稳中有升	28
（三）光伏发电业务发展平稳	29
五、主要财务指标	30
六、盈利预测与投资评级	31
相关假设	31
盈利预测及估值：	31
风险提示	32



图表目录

图表 1：公司发展历程	8
图表 2：公司股权结构	9
图表 3：近五年营业收入构成（单位：百万元）	9
图表 4：近五年国内外收入占比	9
图表 5：近十年营业收入复合增速 39.25%	10
图表 6：近十年归母净利润复合增速 37.39%	10
图表 7：半导体产业转移	11
图表 8：国家部委推出的鼓励半导体行业发展的文件或政策	11
图表 9：各个地方政府出台的鼓励半导体行业政策（部分）	12
图表 10：国家集成电路发展推进纲要	14
图表 11：中国集成电路进出口额及增长率	15
图表 12：半导体行业的进口替代情景分析	15
图表 13：近五年电子器件制造投资构成	15
图表 14：集成电子制造固定资产投资完成额及增速	15
图表 15：某上市公司一半导体投资项目预算	16
图表 16：半导体工程建设产业链毛利率	17
图表 17：2011-2025 年光伏发电实际新增装机量和预计装机量	17
图表 18：2012-2018 年太阳能发电固定资产投资完成额	18
图表 19：某一光伏电站建设费用比例	18
图表 20：全国物流园区数量	19
图表 21：全国营业性通用仓库面积	19
图表 22：主要国家人均物流地产面积对比	19
图表 23：每年仓储业固定资产投资额	20
图表 24：某上市公司物流园区建设费用情况	20
图表 25：十一科技建筑资质	21
图表 26：十一科技合作公司	21
图表 1：太极实业和 SK 海力士的关系	22
图表 27：台积电（南京）有限公司 12 吋晶圆厂项目	23
图表 28：华兰生物工程项目(疫苗、血液制品等)	23
图表 29：乐高（嘉兴）玩具有限公司中国嘉兴工厂项目	23
图表 30：中芯国际集成电路制造有限公司 12 英寸集成电路芯片 Fab8、9、10 项目（国家设计金奖）	23
图表 31：普洛斯成都双流物流园项目	23
图表 32：内蒙古中环光伏材料有限公司太阳能电池用硅单晶材料产业化项目	23
图表 33：十一科技人才团队	24
图表 34：十一科技分公司分布图	25
图表 35：太极实业研发支出和增长率	25
图表 36：太极实业研发支出占营业收入比重	25



图表 37 : 工程技术服务业务发展	26
图表 38 : 截至 2019 年上半年公司在建项目	26
图表 39 : 公司 2019 年新签重大合同	27
图表 40 : 工程技术服务重大订单量和订单额	27
图表 41 : 海太半导体营业收入和净利润	28
图表 42 : 太极半导体营业收入和净利润	28
图表 43 : 太极半导体营业状况情景分析	29
图表 44 : 光伏电站总装机量和营业收入。	29
图表 45 : 光伏电站毛利率	30
图表 46 : 太极实业毛利率	30
图表 47 : 太极实业净利率	30
图表 48 : ROE	30
图表 49 : 期间费用率	30
图表 50 : 经营净现金/营业收入	31
图表 51 : 资产负债率	31
图表 52 : 存货周转率	31
图表 53 : 总资产周转率	31
图表 54 : PE-BAND 太极实业 (600667.SH)	33
图表 55 : 附录 : 公司财务预测表 (百万元)	34



投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 169.22、200.15 和 232.70 亿元,同比分别增加 8.1%、18.3%和 16.3% ,净利润分别为 6.27、7.36 和 8.75 亿元 ,同比分别增长 9.4%、17.4%和 18.9%。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.30、0.35 和 0.42 元,对应的 PE 分别为 35/30/25x。

公司工程业务依靠高新电子工程、物流仓储工程、光伏电站工程三大支柱能保持未来三年收入较快增长,同时公司半导体封测业务订单量稳定,保持稳定增长。我们预计公司营业收入总体在未来三年还能保持一定增长,扣非后利润和收入也能保持同步稳定增长。结合工程建筑行业 and 半导体行业估值水平,我们给予公司 2020 年 32-35 倍 PE,对应合理估值区间 11.18~12.22 元,维持“买入”评级。

关键假设点:

根据公司公布的 2019 年新签重大订单情况及目前在建重大工程情况,我们预计公司 2019-2021 年收入增速分别为 8.1%、18.3%和 16.3% ;

预计 2019-2021 年综合毛利率分别为 12.75%、12.61%和 12.43% ;

主要投资逻辑

从行业层面看,半导体工程或迎来战略机遇期,光伏、仓储物流工程也有较大发展空间

目前预估整个半导体工程建设的市场容量在 200 亿元-300 亿元左右。而其中半导体工程建设的设计和咨询业务市场容量在 30-40 亿元左右。但是用于政策支持发展规划和贸易摩擦影响,为国产半导体工程建设带来广阔的发展空间。如果出现 10%的出口替代,就能拉动 1500 亿美元的投资,因此半导体工程市场前景广阔。

随着电力改革不断深入、弃光限电问题逐步改善等推动光伏发电环境不断优化,预计 2020、2021 年国内新增光伏市场将保持一定规模。“十四五”期间不依赖补贴将使光伏摆脱总量控制束缚,新增装机市场将稳步上升。光伏电站工程建设投资也将进一步增加。

过去十年,国内物流业快速发展,物流仓储设施建设持续推进。据中国仓储协会统计,截止 2018 年,我国拥有物流园数量达到 1638 个,2015 到 2018 年复合增长率达 10.6%。截止 2018 年,全国营业性通用仓库面积达到 10.6 亿平米,同比增速 2.1%。

仓储业的固定资产投资额从 2005 年开始到 2015 年呈现爆发式增长,年平均增长率超过 30%,到 2015 年开始稳定维持在高位,目前年固定资产投资额 6500 亿元左右。因此目前对于仓储建设工程的需求非常广阔。

从公司层面看,人才和品牌优势助推公司业务订单增加,收入快速增长

公司同时拥有《工程设计综合资质甲级证书》和《房屋建筑工程施工总承包壹级资质》,在各大高新电子、生物医药、光伏、物流仓储工程建设中,承接该行业中龙头企业订单,并优秀地完成项目,多次获得国家和省级的建筑设计奖项,同时公司拥有国家设计大师 4 名,四川省设计大师 8 名,享受政府特殊津贴专家 23 人,研究员级高工 18 名,



300 多名国家注册工程师为主体的技术雄厚的专业队伍。每年投入大量的研发费用为公司发展保驾护航。

公司工程技术业务在 2018 年、2019 年营业收入增速分别为 44%和 16%，实现了业绩的大幅跨越；半导体业务在 2019 年实现营收 43.07 亿元，同比增长 4.40%；光伏业务在 2018 年总装机量达到 311.82 兆瓦，同比增长 10.89%，实现营业收入 3.18 亿元，同比增长 26.6%，2019 年实现营收 4.05 亿元，同比增长 27.3%。

股价上涨的催化剂：

- 1、新签重大合同：**从公司历史订单签订情况看，存在明显的大小年，2020 年公司有望迎来订单大年，结合新基建政策导向及公司在半导体工程领域的竞争实力，我们认为公司 2020 年公司在订单签订上或将有更多斩获。
- 2、自主半导体公司扭亏为盈：**目前公司的半导体业务主要集中在海太半导体和太极半导体，海太半导体各类产品唯一销售客户为 SK 海力士，2018 年海太半导体实现营业收入 37.44 亿元，净利润 2.07 亿元，2019 上半年实现营收 19.54 亿元，净利润 1.10 亿元。太极半导体则定位是公司继续积极拓展在半导体业务领域的范围和规模，打造公司新的半导体业务增长点，为公司半导体业务的独立开展做出积极探索。在 2018 年实现了扭亏为盈，为公司独立发展半导体业务打下了坚实的基础。2018 年太极半导体实现营业收入 3.92 亿元，同比增长 22.88%，净利润 1134 万元；2019 上半年实现营收 1.77 亿元，同比增长 4.2%，净利润 209 万元。
- 3、光伏电站设计市场领先：**2018 年，公司光伏电站设计业务对应的装机容量达到 5673 兆瓦，占 2018 年国内新增装机容量的比例达到 13%，在国内光伏电站设计市场占有率方面居于领先地位。2020 年光伏新增装机有望恢复增长，公司相关工程业务也将受益。

核心风险提示：

- 1、新业务订单签订不理想导致收入确认低于预期；
- 2、工程质量和工程安全风险；
- 3、光伏工程政策风险；



一、太极实业：上市以来历经三次创业征程

(一) 公司简介：从化纤到半导体再到高科技工程服务、光伏发电

无锡市太极实业股份有限公司（简称：太极实业）坐落于美丽的太湖之滨，是无锡产业发展集团下属的国有控股上市公司。公司成立于 1966 年，前身系无锡市合成纤维厂，1987 年与无锡市第二合成纤维厂合并组建无锡市合成纤维总厂，1993 年改名为无锡市太极实业股份有限公司并在上海证券交易所成功上市，成为江苏省首家上市公司。

目前主营业务包括半导体业务、工程技术服务业务、光伏电站投资运营业务和材料业务。半导体业务主要涉及 IC 芯片封装、封装测试、模组装配及测试等；工程技术业务主要服务于电子高科技与高端制造，生物医药与保健，市政与路桥，物流与民用建筑，电力，综合业务等 6 大业务领域；光伏电站的投资和运营业务于 2014 年开始逐步形成；

太极实业自成立以来发展几经潮起潮落，有辉煌，也有沉寂，有徘徊，也有加速，但无论企业发展形势如何起伏，发展环境如何变化，企业始终没有停下脚步，历经三次创业，也实现了自我的跨越。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，粤开证券研究院

1966 年到 2008 年，在 1988 年，共有两只国家级重大新产品问世：一个是在国内首创的烟用过滤材料——聚丙烯丝束；另一个是填补当时国家空白的涤纶帘子线。新产品的出现，使企业的产值成倍增长，在 1990 年，企业完成产值达 2.8 亿。并于 1993 年成功登陆上交所，成为江苏第一家上市的企业，并且到 2008 年前一直从事化纤行业；

2008 年到 2016 年，随着全球金融危机蔓延，国际经济形势不断恶化，太极实业做出果断转型的决策，大力推动产业转型升级。2009 年太极实业与韩国海力士合资成立了海太半导体（无锡）有限公司，从事半导体 IC 封装和测试业务，从传统化纤行业一举踏入新兴高科技产业，并迅速站稳了脚跟；

2016 年至今，公司开始三次创业的征程，面对国家出台的新政策，太极实业嗅到了壮大集成电路、布局新能源的机遇期已经来临，并与正在谋求上市的十一科技“一拍即

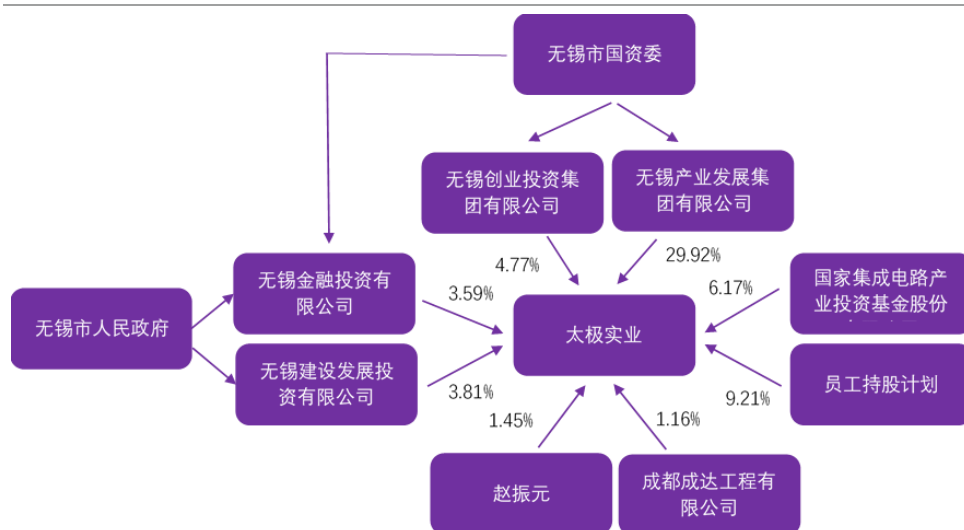


合”，双方的重组计划成功落地，公司成功进入工程技术服务领域，太极实业的资产重组项目还被评为 2016 年度无锡市上市公司最佳资本运作奖。

（二）公司股权：国有控股，股权结构比较稳定

太极实业为国有控股公司，实际控制人为无锡国资委。无锡国资委通过无锡产业发展集团有限公司、无锡投资创业集团有限公司等公司直接持有、间接持有太极实业股份总和占比 34.69%；公司第二大股东为公司员工，其通过公司持股计划持有公司股份 9.21%，第三大股东为国家集成电路产业投资基金股份有限公司，持有公司股份占比 6.17%，最大个人股东为董事长赵振元，其股份占比为 1.45%。

图表2：公司股权结构



资料来源：公司年报，粤开证券研究院

（三）公司业务结构：突出主营，双轮驱动

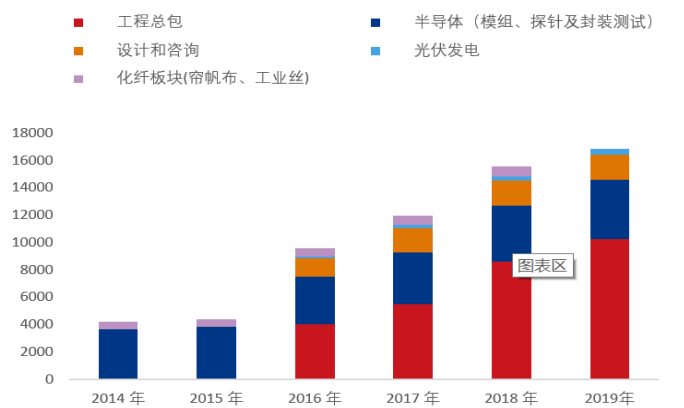
太极实业目前的营业收入主要来自工程总包业务，2018 年，工程总包营业收入 85.6 亿元，占总营业收入 54.67%，其次是半导体业务，实现营业收入 41.3 亿元，占总营业收入的 26.36%。2019 年上半年，工程总包营业收入 51.25 亿元，占总营业收入的 61.22%，而半导体业务实现营业收入 21.26 亿元，占总营业收入的 25.39%。

公司已经实现突出工程总包业务，工程总包和半导体双轮驱动的格局。与此同时，公司还希望抓住新能源发展的先发优势，大力发展以光伏发电为主体的清洁能源产业，2018 年光伏发电业务完成营业收入 3.18 亿元，占公司年度营业收入的 2.03%；2019 年上半年光伏发电业务完成营业收入 1.83 亿元，占半年营收的 2.19%。

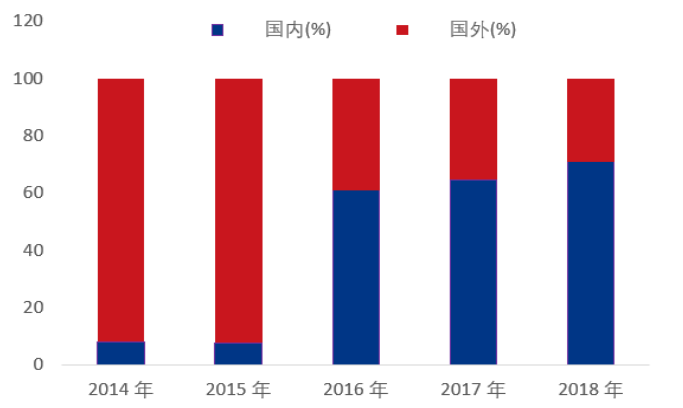
同时公司业务区域结构也从 2016 年以前的以国外为主向以国内为主转变，截至 2018 年末国内营业收入已经达到已经能够占到总营业收入的 70%。国内这部分业务增长基本来源公司在 2016 年与十一科技重组后，在工程总包、设计和咨询业务的发展。

图表3：近五年营业收入构成（单位：百万元）

图表4：近五年国内外收入占比



资料来源: wind, 粤开证券研究院

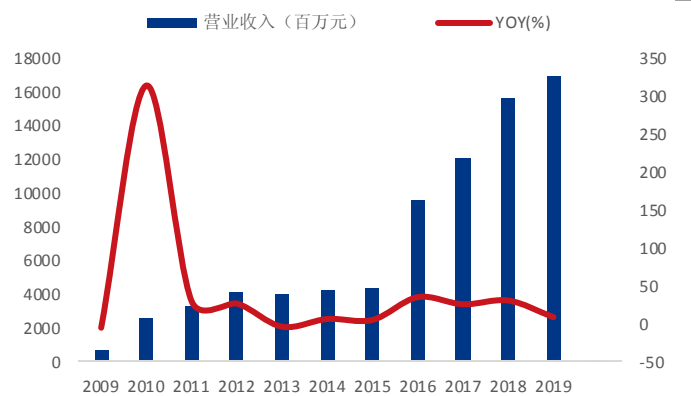


资料来源: wind, 粤开证券研究院

(四) 发展周期：进入三次创业后的新上升周期

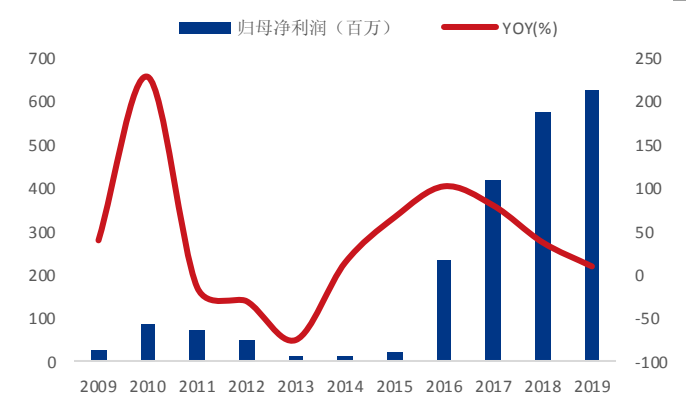
从公司过去的营业收入和利润增长情况来看,公司的收入和利润经历了三个阶段,第一阶段是公司从上市以来至2009年,业绩有一定波动但是总体趋于稳定,在2009年之后,公司开始发展半导体行业,并迅速站稳脚跟,公司的收入和利润均迈上一台阶,在经历了2年的高增长之后,业绩也开始趋于稳定,但是在2016年,公司开启第三次创业征程之后,公司的收入和利润又实现了跨越式发展,三年内太极实业营业收入和净利润平均增长速度均超过30%。公司在2018年实现营业收入156.52亿元,同比增长30.07%;归母净利润5.73亿元,同比增长37.13%。2019年公司营业收入及利润增速放缓,全年实现营收169.22亿元,同比增长8.11%;归母净利润6.27亿元,同比增长9.40%。

图表5：近十年营业收入复合增速 39.25%



资料来源: wind, 粤开证券研究院

图表6：近十年归母净利润复合增速 37.39%



资料来源: wind, 粤开证券研究院

二、行业发展：搭上半导体产业转移的顺风车

(一) 半导体行业发展带动半导体工程腾飞

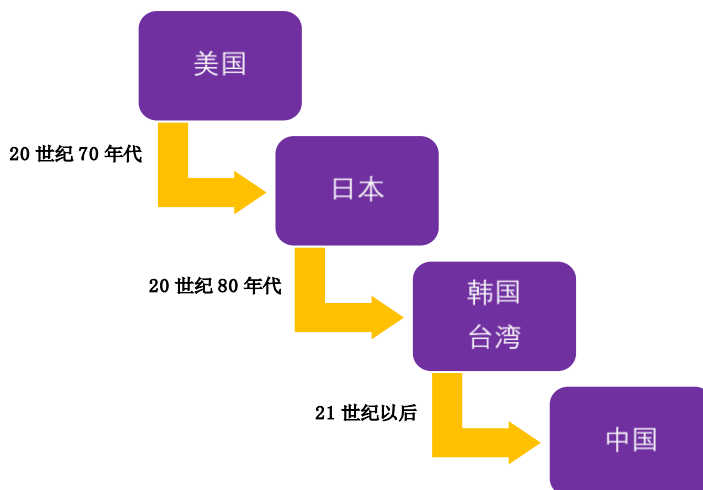
1、半导体行业的三次产业转移

全球半导体产业过去已经完成了两次产业转移,一次是从美国转向日本,另一次是



从日本转向韩国、台湾。这两次产业转移均产生了“巨无霸”级别的国际巨头，在 20 世纪 70 年代，半导体产业开始从美国向日本转移，在日本诞生了向东芝、日立、富士通这样的半导体巨头。到了 20 世纪 80 年代中后期，韩国、台湾成为集成电路产业的主力军，三星、台积电等企业应运而生。

图表7：半导体产业转移



资料来源：《全球半导体产业转移路径及主要驱动因素分析》，粤开证券研究院

而如今，中国已经成为第三次半导体产业转移的核心地带，巨大的半导体消费市场，廉价的劳动力因素和丰富的资源，吸引了一大批的资本力量在中国布局半导体行业。目前几乎所有大型半导体公司在中国均有投资。

2、国家政策支持，行业迎发展东风

国家从 2011 年开始就出台《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》，通过政策促进半导体相关行业发展。2014 年，由工信部牵头成立了集成电路领导小组和国家集成电路产业基金，首期募资 1387.2 亿元，预计总投资额将超万亿，尝试国际并购、资本市场介入等多种方式投资中国半导体产业链，并发布了《国家集成电路产业发展推进纲要》。到了 2015 年，国家发布《中国制造 2025》计划中提出，2020 年中国芯片自给率要达到 40%，2025 年要达到 70%。同年出台的《集成电路产业“十三五”发展规划》中又提出，到 2020 年，集成电路产业与国际先进水平的差距逐步缩小，全行业销售收入年复合增长率为 20%，达到 9300 亿元。到了 2016 年、2017 年，还相继成立中国高端芯片联盟和中国半导体投资联盟，进一步加强对国内半导体行业的支持。

图表8：国家部委推出的鼓励半导体行业发展的文件或政策

时间	国家级文件或会议	相关要求
2011 年	《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》	为集成电路企业提供相应的税收优惠、投融资扶持、进出口政策优待等措施。
2014 年	成立集成电路领导小组和国家集成电路产业基金	通过成立产业基金的方式，利用资产市场运作，来支持中国完善和发展半导体产业链。
2015 年	《中国制造 2025》	2020 年中国芯片自给率要达到 40%，2025 年要达到 70%。
2015 年	《集成电路产业“十三五”发展规划》	到 2020 年，集成电路产业与国际先进水平的差距逐步缩小，全行业销售收入年复合增长率为 20%，达到 9300 亿元。
2016 年	中国高端芯片联盟	中国高端芯片联盟旨在围绕高端芯片领域，以建立产业生态为目标，



时间	国家级文件或会议	相关要求
		以重点骨干企业为主体，整合各方资源，建立产、学、研、用深度融合的联盟，推动协同创新攻关，促进核心技术和产品应用推广，探索体制机制创新，打造“架构-芯片-软件-整机-系统-信息服务”的产业生态体系，推进集成电路产业快速发展。
2017年	中国半导体投资联盟	联盟旨在通过构建高效的合作平台，有效组织国内各类半导体产业投资基金，促进产业资本间的协同、资源整合和信息共享，实现资源优化、优势互补、信息互通、区域布局合理并避免恶性竞争，进一步支撑中国半导体产业发展。
2018年	《扩大和升级信息消费三年行动计划(2018-2020)》	进一步落实鼓励软件和集成电路产业发展若干政策，加大现有支持中小微企业税收政策落实力度。
2019年	《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》	依法成立且符合条件的集成电路设计企业和软件企业，在2018年12月31日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照25%的法定税率减半征收企业所得税，并享受至期满为止。
2020年	《商务部等8部门关于推动服务外包加快转型升级的指导意见》	将企业开展云计算、基础软件、集成电路设计、区块链等信息技术研发和应用纳入国家科技计划(专项、基金等)支持范围。

资料来源：工信部，粤开证券研究院整理

此后各个地方政府陆续出台了鼓励发展当地半导体产业的政策，通过税收优惠、研发补贴等方式刺激半导体企业的发展，半导体行业迎来了较好发展机遇。

图表9：各个地方政府出台的鼓励半导体行业政策（部分）

省市	时间	政策名称	主要内容
北京	2014年2月	《北京市进一步促进软件产业和集成电路产业发展的若干政策》	促进北京市集成电路产业的新发展，在产业用地和公共租赁住房等方面提供支持，另外还提供研发支持、给予代建厂房和贴息支持。
天津	2016年7月	《滨海新区加快发展集成电路设计产业的意见》	到2020年，集成电路产业集群发展格局基本形成。建成三个产业集聚载体，打造两个重点公共服务平台，培养一批骨干龙头企业，形成一批特色优势产品，吸引、培育一批高端产业人才，创建优质产业发展环境。
上海	2017年4月	《关于本市进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》	对符合条件的项目，由市、区两级财政根据相关规定，给予一定支持；设立产业基金；给予企业核心团队分级奖励；给予企业研发资助。
上海	2017年11月	《上海市集成电路设计企业工程产品首轮流片专项支持办法》	给予符合条件的企业安排专项资金扶持，专项支持资金采用后补贴方式安排使用。
浙江	2017年12月	《关于加快集成电路产业发展的实施意见》	提出力争到2020年，全省集成电路及相关产业业务收入突破1000亿元，把我省打造成国内领先的集成电路设计强省和国家重要的集成电路产业基地。
北京	2017年12月	《北京市加快科技创新发展集成电路产业的指导意见》	到2020年，建成具有国际影响力的集成电路产业技术创新基地。
无锡	2017年12月	《无锡市加快集成电路产业发展的政策意见》	力争在“十三五”期间，全市集成电路产业产值突破1000亿元，其中，设计业120亿、制造业250亿、封测业350亿、配套支撑300亿。
无锡	2018年2月	《无锡市进一步支持集成电路产业发展的政策意见(2018-2020)》	包括鼓励做大做强、支持技术研发、加强人才支撑、完善产业生态等4各方面15个政策。



省市	时间	政策名称	主要内容
安徽	2018年2月	《安徽省半导体产业发展规划(2018-2021)》	到2021年,安徽省半导体产业规模力争达到1000亿元,半导体产业链相关企业达到300家,芯片设计、制造、封装和测试、装备和材料龙头企业各2-3家。
成都	2018年3月	《成都市进一步支持集成电路产业项目加快发展若干政策措施》	提出对该市IC设计企业、制造企业、封装测试企业、设备材料企业、配套服务企业、高校、科研机构等企业(单位)在集成电路流片、封测、IP核采购等重要环节给予适度补贴。
广东	2018年3月	《广东省2018年重点建设项目计划》	包括中芯国际深圳生产线项目等均在名单上。
昆山	2018年4月	《昆山市半导体产业发展扶持政策意见(试行)》	将通过项目招商落地、特色产业聚集、研发创新投入等方面大力支持该市的半导体产业发展。
厦门	2018年4月	《厦门市加快发展集成电路产业实施细则》	涵盖了厦门市发展集成电路的投融资政策、支持领域、人才补助和科研扶持等各类标准,并将设立规模不低于500亿元的厦门市集成电路产业投资基金,通过母基金引导社会资本、产业资本和金融资本等跟进。
江西	2018年4月	《关于印发2018年全省工业投资预期项目和“三百”重大工业项目计划的通知》	公布众多集成电路相关项目。
安徽	2018年4月	《2018年省重大前期工作项目推进计划》	2018年该省重大前期工作项目中,也有集成电路相关项目。
陕西	2018年4月	《陕西省2018年重点建设项目计划》	包含有集成电路项目。
合肥	2018年4月	《合肥市加快推进软件产业和集成电路产业发展的若干政策》	合肥市将设立集成电路产业投资基金和软件产业发展基金,集中支持重点企业发展和重大项目建设,进一步加快推进软件产业和集成电路产业发展,把合肥建设成为国内外具有重要影响力的软件和集成电路产业集聚区和创新高地。
芜湖	2018年7月	《芜湖市加快微电子产业发展政策规定(试行)》	安排重点公共创新平台建设专项资金支持微电子产业发展,尤其是第三代半导体产业(包括原材料、设计、生产、设备制造等)发展。
杭州	2018年7月	《进一步鼓励集成电路产业加快发展专项政策》	对集成电路产业研发投入超过300万元(含)以上项目,给予其实际研发投入的20%,最高不超过1000万元的补助。
深圳	2018年8月	《关于促进集成电路第三代半导体产业发展若干措施(征求意见稿)》	主要包括产业资金支持、有效保障产业空间、大力引进和培育集成电路优质企业、建立集成电路多层次人才队伍、支持产业研发和核心技术攻关、完善集成电路产业链、其他扶持政策等内容。
重庆	2018年8月	《重庆市加快集成电路产业发展若干政策》	包括平台支持、研发支持、投资支持、企业培育、人才支持、服务保障。
合肥	2018年8月	《合肥高新区促进集成电路产业发展政策》	提供落户支持、研发支持、人才支持、高成长激励、金融支持等。
长沙	2018年11月	《长沙经济技术开发区促进集成电路产业发展实施办法》	包括场地补贴、财政奖励、鼓励企业吸纳人才、给予人才所得税财政奖励。
南京	2019年2月	《南京市打造集成电路产业地标行动计划》	促进本地集成电路生产、设计类龙头企业建设及技术人才、团队培养;积极争取国家集成电路设计服务产业创新中心落地并加快建设,推动集成电路核心技术达到国内领先水平,初步建成国内著名的千亿级集成电路产业基地。
深圳	2019年5月	《深圳市人民政府关于印发进一步推动集成电路产业发展行动计划(2019—2023年)的通知》	目标到2023年,建成具有国际竞争力的集成电路产业集群,提高设计水平和制造工艺水平,提升自主创新能力,突破一批关键核心技术,形成一批骨干企业和创新平台,在重点产品和技术上形成突出的比较优势



省市	时间	政策名称	主要内容
上海	2020年1月	《关于进一步加强投资促进工作推动经济高质量发展的若干意见》	上海将围绕重点产业集群建设、布局一批特色园区，主要集中在集成电路、人工智能、生物医药等重点领域。
重庆	2020年1月	《重庆市引进科技创新资源行动计划（2019—2022年）》	重庆将围绕大数据、人工智能、高端装备、集成电路、生物医药等重点领域，与国内外知名高校、科研院所、企业以及国家级科研平台深入合作，壮大高端创新主体，吸引“高精尖缺”团队和人才落户，形成高端创新资源聚集。
北京	2020年1月	《北京市第十五届人民代表大会第三次会议政府工作报告》	2020年，北京将重点发展集成电路产业，以设计为龙头，以装备为依托，以通用芯片、特色芯片制造为基础，打造集成电路产业链创新生态系统。
广东	2020年2月	《广东省加快半导体及集成电路产业发展的若干意见》	加大财政支持力度：设立省半导体及集成电路产业投资基金，鼓励产业基金投向具有重要促进作用的制造、设计、封装测试等项目；对于半导体及集成电路领域的的重大研发项目，省级财政给予持续支持；鼓励有条件的地市设立集成电路产业投资基金，出台产业扶持政策。

资料来源：各个地方政府网站，粤开证券研究院

这些政策的提出完善了半导体产业发展的政策环境，国家大基金的设立和各地不断设立的集成电路基金则为产业发展解决了资本瓶颈，国内集成电路发展面临着前所未有的机遇。

图表10：国家集成电路发展推进纲要

		对应半导体产业链	政策目标		政策支持	最终目标	
			2020年	2025年			
四基	核心基础零部件	IC设计	自制率40%	自制率70%	1.加强监督，严惩市场垄断与不正当竞争 2.运用PPP模式，引入社会资本参与IC制造重大专项建设 3.由直接补贴改为入股投资 4.深化科技专项，包括基金和专项支持 5.政府采购支持 6.针对研发费用，推动增值税优惠 7.加强海外并购	由中国制造迈向中国创造	
	先进制造工艺	IC制造	支持产能扩充			↓	在终端市场打造中国国际品牌
	关键基础材料	半导体材料与设备	提高设备与材料的供应能力				
	产业基础技术	IP与设计工具	不断丰富设计工具				

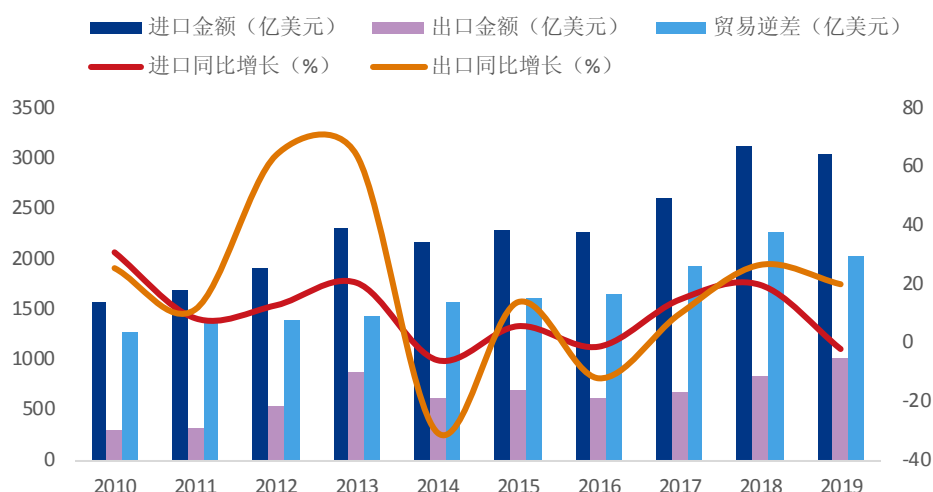
资料来源：《中国集成电路发展白皮书》，粤开证券研究院

3、半导体行业国产替代有望进入加速期

中国的集成电子产业存在长期的贸易逆差，但2019年在贸易摩擦及利好政策密集出台等因素的影响下，贸易逆差额近十年来首次出现下降。2019年全年我国集成电路进口金额为3055.5亿美元，相比2018年同期的3120.6亿美元下降2.1个百分点；集成电路出口金额达1015.8亿美元，相比2018年同期的846.4亿美元，增长20.0%；集成电路贸易逆差额为2039.7亿美元，相比2018年同期的2274.2亿美元下降10.3%。我国集成电路贸易逆差逐年扩大后首次迎来下降，国产替代开始加速推进。



图表11：中国集成电路进出口额及增长率



资料来源：wind，粤开证券研究院

虽然贸易摩擦已经和解，但是借助贸易摩擦的东风，顺势大力发展集成电路国产化，减少对于国外进口的依赖，逐步实现国产化，对于国内半导体行业来说，就会拥有广阔的发展空间和美好的发展前景。

目前半导体投资的投资回收期在 5-8 年之间，也就是说每一元的投资可能在每年带来 0.125-0.2 元的收益，如果我们假设由于贸易摩擦，半导体行业开始走向国产化，如果出现一部分的进口替代，而国内半导体进口规模为 3000 亿美元，我们可以通过情景分析来计算出半导体行业所需要的投资额。

图表12：半导体行业的进口替代情景分析

投资收益/进口替代 (亿美元)	10%	20%	30%	40%
0.125	2400	4800	7200	9600
0.15	2000	4000	6000	8000
0.175	1714.29	3428.57	5142.86	6857.14
0.2	1500	3000	4500	6000

资料来源：wind、粤开证券研究院

通过情景分析我们可以发现，如果半导体行业出现进口替代，那么对于整个行业的投资需求是非常大的，哪怕只出现 10%的进口替代，而投资收益也非常高的情况下，依然需要 1500 亿美元的投资来满足市场需求。这也为半导体工程市场留下了广阔的发展空间。

4、半导体工程市场年需求约 200-300 亿元

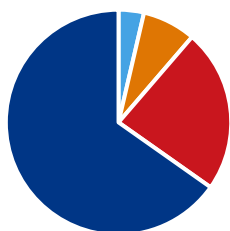
国内半导体行业的发展需求带动了半导体领域投资的增长，根据国家统计局的数据显示，2017 年我国电子器件制造固定资产投资完成额达到 4746 亿元，其中集成电路制造固定资产投资完成额达到 1113 亿元，占比达到 23.46%。而且集成电路制造的固定资产投资完成额从 2013 年以来呈现出高速增长的阶段，年复合增长率达到 17.87%。

图表13：近五年电子器件制造投资构成

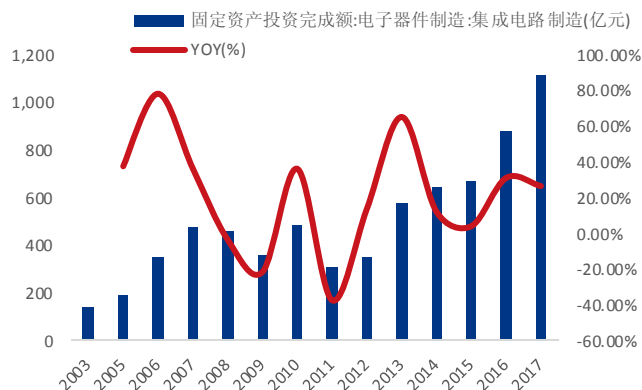
图表14：集成电子制造固定投资完成额及增速



- 固定资产投资完成额:电子器件制造:电子真空器件制造
- 固定资产投资完成额:电子器件制造:半导体分立器件制造
- 固定资产投资完成额:电子器件制造:集成电路制造
- 固定资产投资完成额:电子器件制造:光电子器件及其他电子器件制造



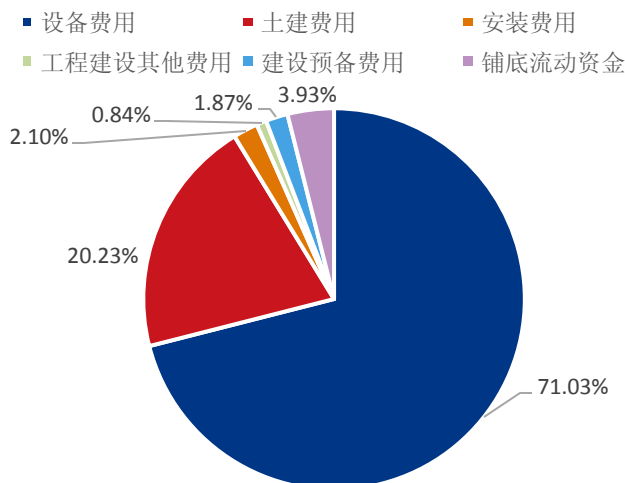
资料来源:wind, 粤开证券研究院



资料来源:wind, 粤开证券研究院

另外,根据部分上市公司的公开信息来看,目前在集成电路固定资产投资里,占总投资额大部分为设备的购买,这个比例占到了70%以上,用于工程建设的比例只有25%左右。但是由于集成电路行业投资数额巨大,我们目前预估整个半导体工程建设的市场容量在200亿元-300亿元左右。而其中半导体工程建设的设计和咨询业务市场容量在30-40亿元左右。

图表15:某上市公司一半导体投资项目预算

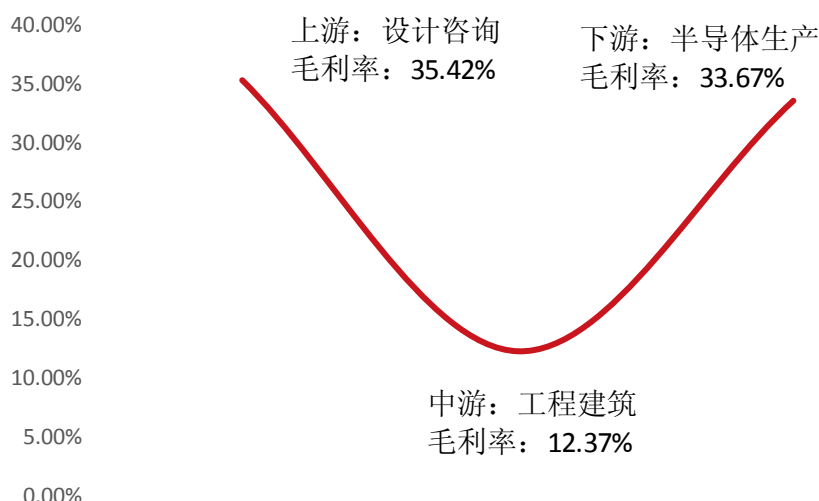


资料来源:wind, 粤开证券研究院

在半导体工程建设的产业链中,我们可以将整个工程建设分为前期的设计咨询过程,中期的工程建设过程和后期的半导体生产过程。目前工程建设的行业毛利率不是很高,2018年工程建设行业平均毛利率为12.37%,而2018年设计咨询行业平均毛利率为35.42%,毛利率远高于工程建筑行业。



图表16：半导体工程建设产业链毛利率



资料来源：wind，粤开证券研究院

（二）光伏工程市场广阔

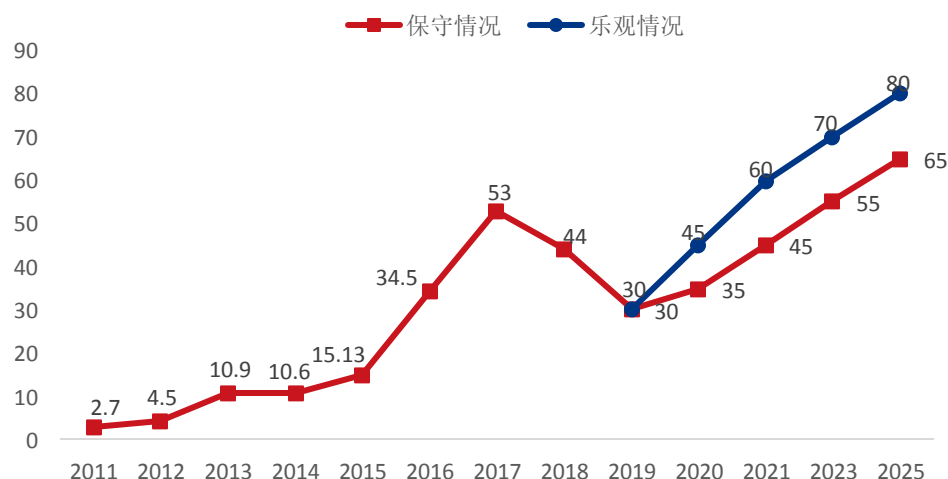
1、光伏市场依旧前景向好

光伏发电在很多国家已成为清洁、低碳、同时具有价格优势的能源形式。不仅在欧美日等发达地区，在中东、南美等地区国家也快速兴起。2018年，全球光伏新增装机市场预计达到110GW，创历史新高。

但是根据中国光伏行业协会统计，2018年受“531光伏新政”政策影响，国内光伏新增装机下滑至44GW，同比下降17%，2019年新增装机继续下滑至30.1GW，同比下降32%，虽然同比有所下降，我国新增和累计光伏装机容量仍继续保持全球第一。

随着电力改革不断深入、弃光限电问题逐步改善等推动光伏发电环境不断优化。根据协会的预计，2020、2021年国内新增光伏市场将新增装机容量有望恢复增长，且将在资源良好、电价较高地区出现平价项目。“十四五”期间不依赖补贴将使光伏摆脱总量控制束缚，新增装机市场将稳步上升。

图表17：2011-2025年光伏发电实际新增装机量和预计装机量



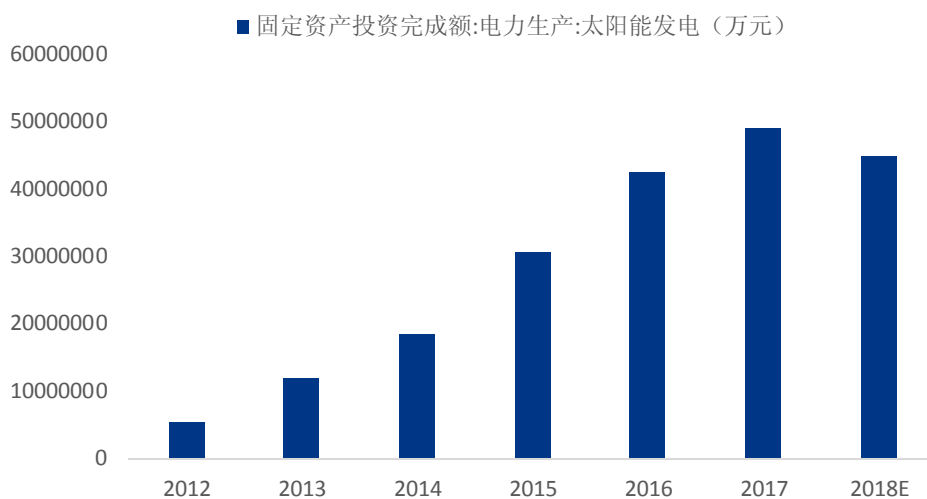


资料来源：中国光伏行业协会，粤开证券研究院

2、光伏工程市场容量超过 700 亿

根据国家统计局数据显示，2017 年太阳能发电固定资产投资完成额达到 4913 亿元，我们预计 2018 年太阳能发电固定资产投资完成额能到达 4500 亿元。

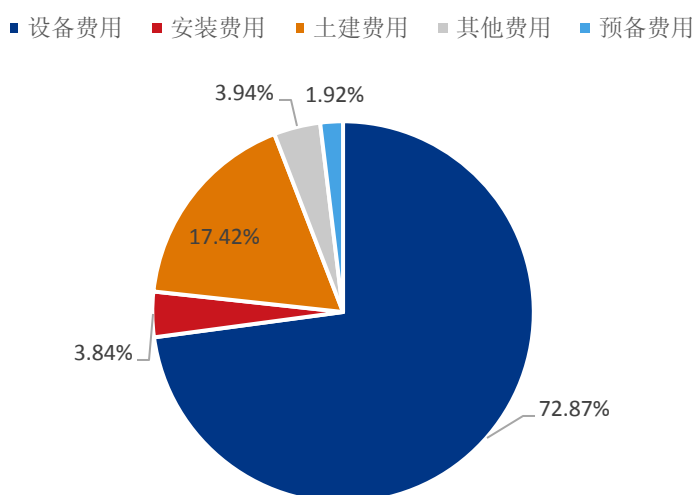
图表18：2012-2018 年太阳能发电固定资产投资完成额



资料来源：wind，粤开证券研究院

光伏工程随着光伏电站建设而兴起，目前在光伏投资中，土建的比例大约为 20%不到，设计占比大约在 3%，我们以目前 4500 亿的每年投资额估算，整个光伏工程建设的市场规模大约在 700-900 亿元左右，光伏工程设计咨询类业务的市场规模在 100-150 亿元左右。

图表19：某一光伏电站建设费用比例



资料来源：wind，粤开证券研究院

2018 年，十一科技光伏电站设计业务对应的装机容量达到 5673 兆瓦，占 2018 年国内新增装机容量的比例达到 13%，在国内光伏电站设计市场占有率方面居于领先地位。

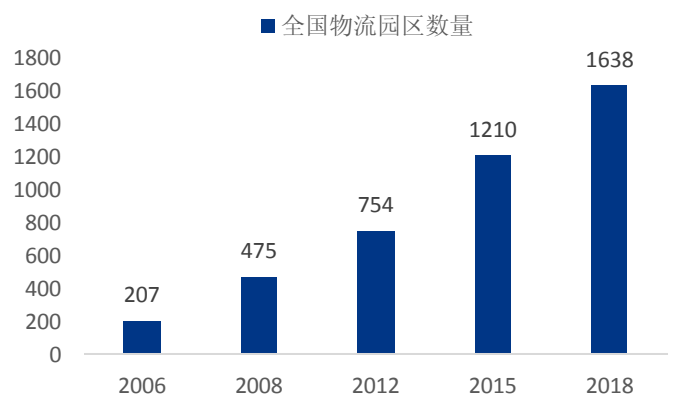


(三) 物流仓储工程还有发展空间

1. 全国物流仓储面积稳定增长

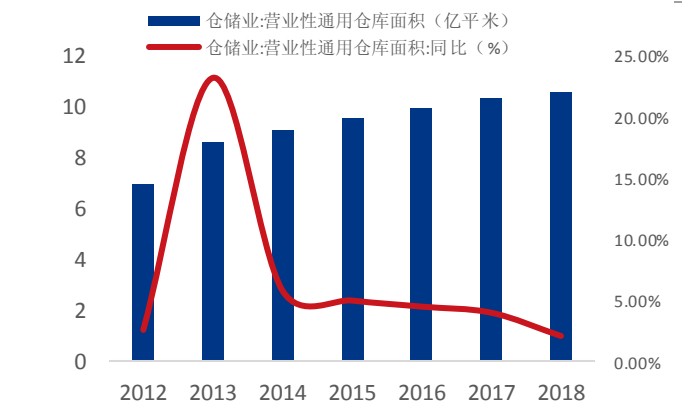
过去十年,伴随我国经济腾飞,国内物流业快速发展,物流仓储设施建设持续推进。据中国仓储协会统计,截止2018年,我国拥有物流园数量达到1638个,2015到2018年复合增长率达10.6%。截止2018年,全国营业性通用仓库面积达到10.6亿平米,同比增速2.1%。

图表20: 全国物流园区数量



资料来源: 中国物流与采购联合会, 粤开证券研究院

图表21: 全国营业性通用仓库面积

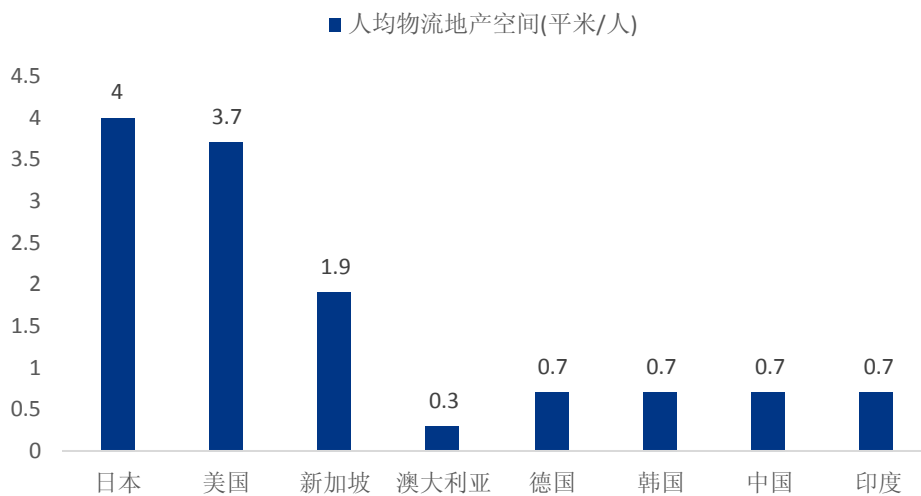


资料来源: wind, 粤开证券研究院

2. 我国仓储建设依旧有很大发展空间

虽然目前我国仓储建设面积总量很高,但是从人均水平来看,截止2018年我国人均物流地产空间仅为0.7平米/人,显著低于日本(4平米/人)和美国(3.7平米/人),而且我国电子商务发展水平相比日本、美国来说并不落后,所以对于物流仓储的需求也应与其相当,所以我国的仓储建设还是有很大的发展空间。

图表22: 主要国家人均物流地产面积对比



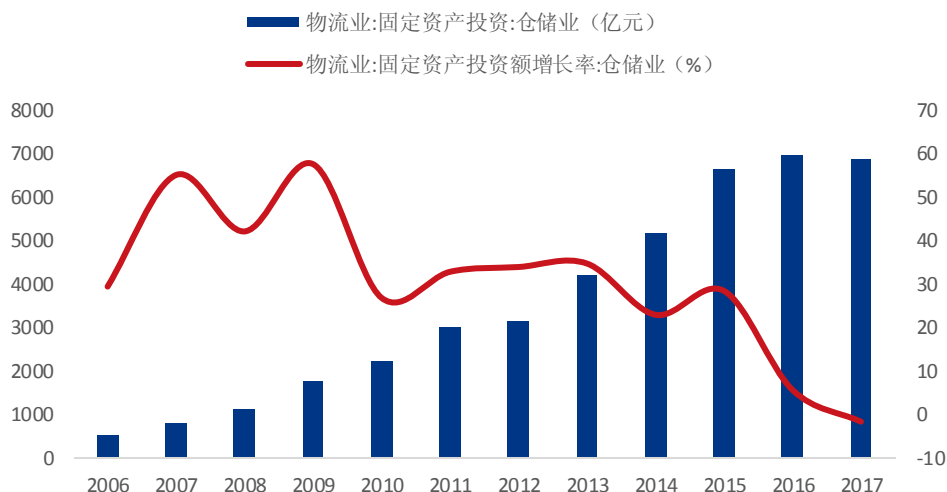
资料来源: wind, 粤开证券研究院



3.仓储建设工程市场规模庞大

仓储业的固定资产投资额从 2005 年开始到 2015 年呈现爆发式增长，年平均增长率超过 30%，到 2015 年开始稳定维持在高位，目前年固定资产投资额 6500 亿元左右。

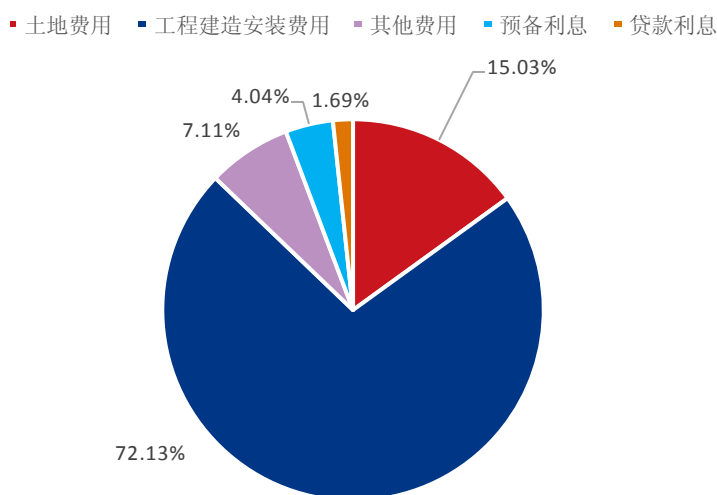
图表23：每年仓储业固定资产投资额



资料来源：wind，粤开证券研究院

目前从部分公开资料来看，仓储工程建设与半导体工程建设、光伏工程建设不同，半导体工程建设和光伏工程建设投资中，设备费用是占大比例的，但是仓储工程建设中，占投资比例最大的是工程建设安装费用，这部分占到了总投资的 60%-70%。所以对于工程建设企业来说，这部分的市场容量非常广阔，大约在 4000 亿元-4500 亿元左右。而设计占比依旧按照总投资额的 3%来估算，设计咨询业务的市场容量在 200 亿元左右。

图表24：某上市公司物流园区建设费用情况



资料来源：wind，粤开证券研究院



三、公司亮点：工程设计优质品牌，半导体紧跟国际大厂

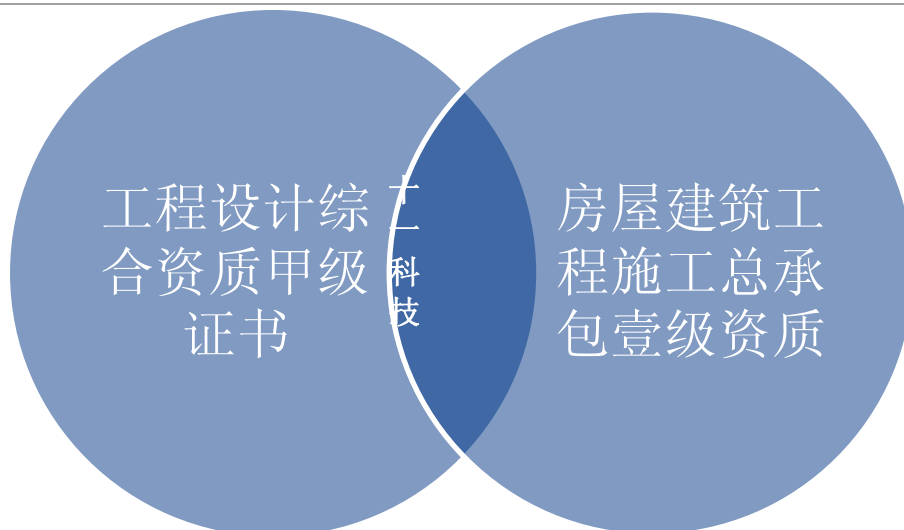
(一) 优质品牌助力订单增长

1. 过硬的建筑资质

十一科技作为国内的综合甲级设计院，拥有住建部颁发的《工程设计综合资质甲级证书》(证书编号为“A151000523”)和《房屋建筑工程施工总承包壹级资质》(证书编号为“A1014151010163”),设计业务可以覆盖全国所有 21 个行业。

目前全国拥有《工程设计综合资质甲级证书》的企业只有 75 家，同时拥有《工程设计综合资质甲级证书》和《房屋建筑工程施工总承包壹级资质》以上证书的企业更是少之又少。同时，十一科技拥有良好的市场品牌优势，在电子高科技、太阳能光伏、生物制药等细分领域的设计和 EPC 市场具备市场领先优势。

图表25：十一科技建筑资质



资料来源：公司公告，粤开证券研究院

2. 优秀的合作伙伴

在工程领域，公司和多家优秀的公司合作，建造了一大批优质的工程项目，目前和十一科技合作的公司主要是电子高科技行业、物流行业、生物医药行业、太阳能发电行业等，合作公司囊括了如中芯国际、台积电、华兰生物、喜力、普洛斯、苏宁、中环等。与这些行业内领先的公司合作，有助于公司建立各行业 EPC 领先企业形象，帮助公司吸引更多客户。

图表26：十一科技合作公司

合作公司	建设项目	所属行业
华虹	华虹无锡项目	电子高科技
中芯国际	中芯绍兴 MEMS 和功率器件芯片制造及封装测试生产基地项目 EPC 总承包工程	电子高科技
鑫晶	徐州鑫晶半导体科技有限公司硅片项目	电子高科技
彩虹集团公司	彩虹(合肥)液晶玻璃有限公司 G8.5 液晶基板玻璃建设项目	电子高科技



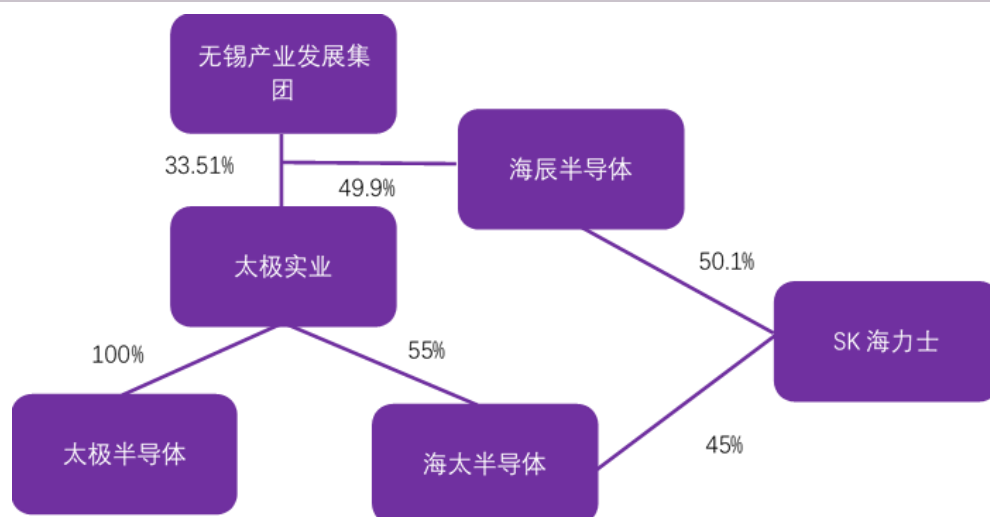
合作公司	建设项目	所属行业
台积电	台积电（南京）有限公司 12 吋晶圆厂项目	电子高科技
中电熊猫、夏普	南京夏普中电熊猫液晶显示科技有限公司 G6 TFT LCD 项目	电子高科技
华兰生物	华兰生物单克隆药物生产车间项目	生物医药
杨森制药	西安杨森制药有限公司西安生产基地项目	生物医药
喜力	喜力酿酒（浙江）有限公司新建年产 15 万吨啤酒项目	生物医药
先声生物	先声生物抗体工厂	生物医药
国美	国美（宁波）电商运营基地项目	物流仓储
普洛斯	普洛斯成都新都仓储项目	物流仓储
苏宁	苏宁成都 B2C 自动分拣中心	物流仓储
海尔	南京海尔物流双层库项目	物流仓储
日日顺	南昌日日顺物流产业园建设项目	物流仓储
大唐国际	内蒙古大唐国际锡林浩特胜利 20MWp 光伏发电项目	电力
中环	内蒙古中环光伏材料有限公司太阳能电池用硅单晶材料产业化项目	电力

资料来源：wind、粤开证券研究院

公司在半导体行业最大的合作伙伴是 SK 海力士，SK 海力士是全球第二大内存芯片制造商，是以生产 DRAM、NAND Flash 和 CIS 非存储器产品为主的半导体厂商，苹果是海力士最大的客户。

目前公司和 SK 海力士在无锡成立的海太半导体主要从事是为 SK 海力士的 DRAM 产品提供后工序服务。与 SK 海力士结成紧密的合作关系有助于公司降低进入半导体行业的风险，以较低的成本分享中国半导体市场的发展。而且公司与 SK 海力士形成紧密的、难以替代的合作关系，有助于公司在优质平台上开展半导体业务。同时，依托在海太半导体的在半导体封装测试行业积累了运营经验，有利于加快发展公司独立运营的控股子公司太极半导体。近期，公司控股股东无锡产业集团还与 SK 海力士加大合作，投资建立了海辰半导体，目前项目正在建设之中。

图表1：太极实业和 SK 海力士的关系



资料来源：粤开证券研究院



3. 优质的已完成项目

近两年，太极实业旗下的全资子公司十一科技与多家知名企业合作，打造了一批优质的工程项目，其中中微半导体设备（上海）有限公司二期厂房工程项目、乐高玩具中国嘉兴工厂项目等获得了由四川省住房和城乡建设厅颁发的相关奖项，中芯国际集成电路制造有限公司 12 英寸集成电路芯片 Fab8、9、10 项目更是获得国家设计金奖，为十一科技在行业留下了良好的口碑和优质的形象，也帮助十一科技这两年获得了更多的订单。

图表27：台积电（南京）有限公司 12 吋晶圆厂项目



资料来源：十一科技，粤开证券研究院

图表28：华兰生物工程项目(疫苗、血液制品等)



资料来源：十一科技，粤开证券研究院

图表29：乐高（嘉兴）玩具有限公司中国嘉兴工厂项目



资料来源：十一科技，粤开证券研究院

图表30：中芯国际集成电路制造有限公司 12 英寸集成电路芯片 Fab8、9、10 项目（国家设计金奖）



资料来源：十一科技，粤开证券研究院

图表31：普洛斯成都双流物流园项目

图表32：内蒙古中环光伏材料有限公司太阳能电池用硅单晶材料产业化项目



资料来源：十一科技，粤开证券研究院



资料来源：十一科技，粤开证券研究院

（二）行业内领先人才、渠道和研发优势

1. 雄厚的人才团队

十一科技经过多年的培养及行业经验，积累了一批优秀的工程技术服务专业人才。十一科技的核心技术人员拥有丰富的从业经验、良好的专业技术，主持或参与了多项行业国家规范的编写。目前，十一科技拥有国家设计大师 4 名，四川省设计大师 8 名，享受政府特殊津贴专家 28 人，研究员级高工 18 名，300 多名国家注册工程师为主体的技术雄厚的专业队伍，高级工程师 914 人。优秀的人才和专业的队伍成为十一科技在行业内提供优质服务的有力保障。

图表33：十一科技人才团队

职称	数量	员工占比
国家级设计大师	4 名	0.06%
四川设计大师	8 名	0.11%
享受国家津贴的专家	28 名	0.39%
研究员级高工	19 名	0.27%
高级工程师	914 名	12.78%
工程师	790 名	11.05%
一级注册建造师	142 名	1.99%
一级注册建筑师	33 名	0.46%
二级注册建筑师	9 名	0.13%
一级注册结构师	69 名	0.97%
注册造价师	17 名	0.24%
注册监理工程师	49 名	0.69%
注册公用设备工程师	71 名	0.99%
注册电气工程师	60 名	0.84%
注册安全工程师	21 名	0.29%
注册化工师	13 名	0.18%
环境与评价执业工程师	20 名	0.28%

资料来源：wind、粤开证券研究院

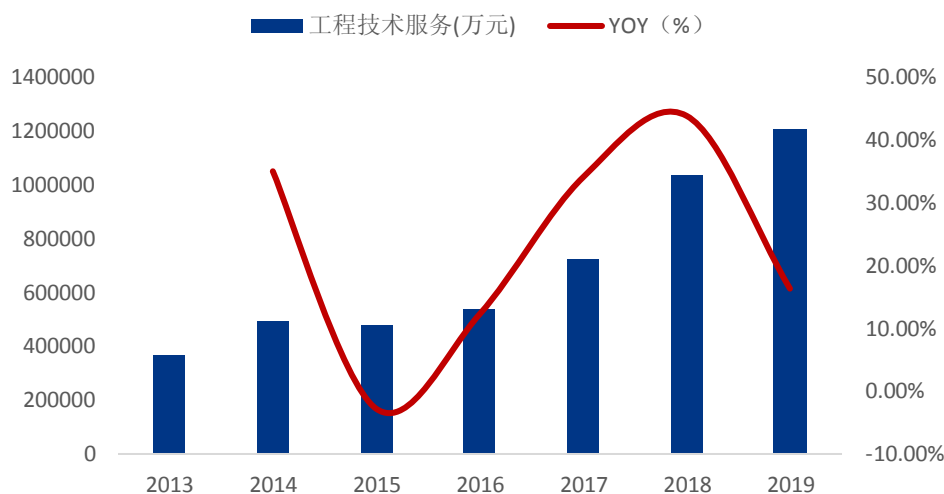


四、太极实业业务基本面向好

(一) 工程技术服务业务量猛增

十一科技凭借着自身出色的技术和能力，完成了一大批优质的工程项目，形成了公司在集成电路产业和单晶硅材料工程领域的 EPC 领先地位，因此从公司重组以来，十一科技的业务量快速增长。2017 年、2018 年工程技术服务营业收入增速分别为 34% 和 44%，实现了业绩的大幅跨越，2019 年工程技术服务营收有所放缓，但仍保持两位数增长，目前工程技术服务占营业总收入的比重已经从 2016 年的 56% 增加到了 2019 年上半年的 71.5%。

图表37：工程技术服务业务发展



资料来源：公司年报，粤开证券研究院

截至 2019 年 6 月 30 日，公司目前还有不少大型在建项目，这些项目的推进和收入确认也将为公司带来大量的未来营业收入。同时，公司在 2019 年也签下了几笔大型工程服务合同，将对公司的经营业绩产生积极影响。

图表38：截至 2019 年上半年公司在建项目

项目名称	项目模式	项目金额 (万元)	工期	项目进度
长鑫 12 吋存储器晶圆制造基地项目建设工程 EPC 总承包	EPC	629530.00	500 天	81.66%
内蒙古中环可再生能源太阳能电池用单晶硅材料和超薄高效太阳能电池用硅单晶切片产业化工程四期项目总承包	EPC	105499.87	2016.11.5-2019.6.30	86.81%
上海华力集成电路制造有限公司 12 英寸先进生产线项目勘察设计施工一体化工程	EPC	387899.00	550 天	49.17%



项目名称	项目模式	项目金额 (万元)	工期	项目进度
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	EPC	215988.86	2017.4.18-2019.12.31	64.38%
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	EPC	587386.62	1190 天	7.83%
华虹半导体 (无锡) 有限公司华虹无锡项目	EPC	242991.98	2018.2.28-2020.3.28	11.73%
宜兴中环集成电路用大直径硅片厂房配套 (EPC 总承包)	EPC	42000.00	429 天	48.70%
中芯绍兴 MEMS 和功率器件芯片制造及封装测试生产基地项目 EPC 总承包工程	EPC	122597.74	450 天	21.38%
上海积塔半导体有限公司特色工艺生产线建设项目	EPC	359713.70	700 天	0.89%
海辰半导体(无锡)有限公司 8 英寸非存储晶圆厂房建设项目	EPC	277000.00	2018.5.21-2020.03.20	34.53%
青岛芯恩集成电路研发生产一期项目 (工程总承包) EPC 总承包工程	EPC	179807.12	501 天	16.72%
新站高新区彩虹 (合肥) 液晶玻璃有限公司 G8.5 液晶基板玻璃建安工程	EPC	52879.99	405 天	17.58%

资料来源：公司年报，粤开证券研究院

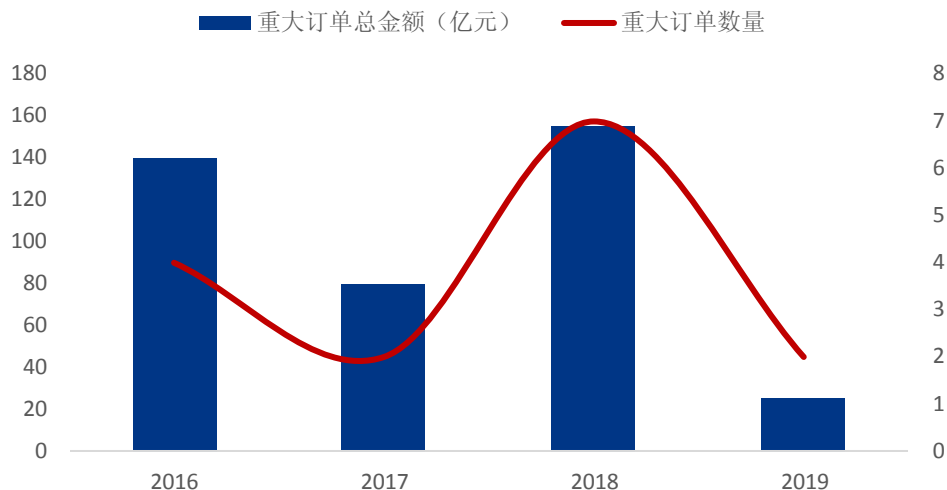
图表39：公司 2019 年新签重大合同

项目名称	项目模式	项目金额	工期	中标情况
济南富元电子科技有限公司高功率芯片生产项目 (一期一阶段工程) EPC 项目	EPC	13.51 亿元	640 天	与中铁十四局联合中标
可再生能源太阳能电池用单晶硅材料产业化工程五期项目	EPC	11.88 亿元	24 个月	与华仁建设联合中标
无锡市苏南学校食材配送基地改造设计、施工一体化项目	EPC	4750 万元	45 天	单独中标

资料来源：公司公告，粤开证券研究院

根据公司公告的重大订单统计，我们发现公司的订单量和订单额呈现大小年交替的态势，从历史规律看，2020 年公司有望迎来订单大年。

图表40：工程技术服务重大订单量和订单额



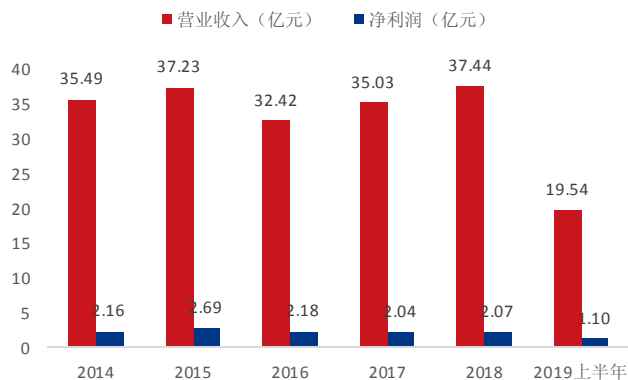
资料来源：公司年报，粤开证券研究院

（二）半导体业务稳中有升

目前公司的半导体业务主要集中在海太半导体和太极半导体，海太半导体各类产品唯一销售客户为 SK 海力士，海太半导体根据 SK 海力士的实际订单要求进行生产销售，故对于海太半导体来说，产量即销量，海太半导体目前没有开拓市场压力。因此海太半导体近几年营业收入和净利润均保持稳定。2018 年海太半导体实现营业收入 37.44 亿元，净利润 2.07 亿元；2019 年上半年实现营收 19.54 亿元，净利润 1.10 亿元。

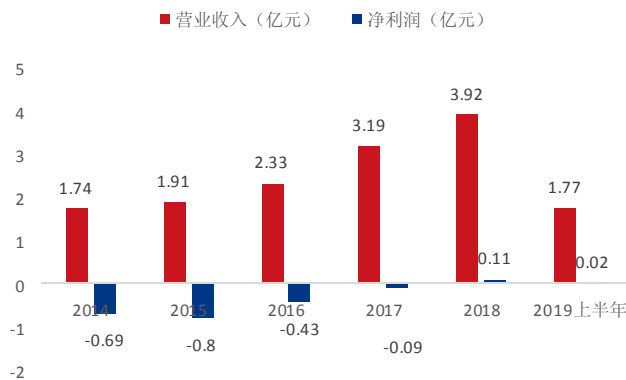
太极半导体则定位是公司继续积极拓展在半导体业务领域的范围和规模，打造公司新的半导体业务增长点，为公司半导体业务的独立开展做出积极探索。目前太极半导体一步一个脚印，通过这几年的发展，营业收入逐年增长，在 2018 年实现了扭亏为盈，为公司独立发展半导体业务打下了坚实的基础。2018 年太极半导体实现营业收入 3.92 亿元，同比增长 22.88%，净利润 1134 万元；2019 年上半年实现营收 1.77 亿元，同比增长 4.2%，净利润 209 万元。

图表41：海太半导体营业收入和净利润



资料来源：wind，粤开证券研究院研究院

图表42：太极半导体营业收入和净利润



资料来源：wind，粤开证券研究院研究院

太极半导体 2018 全年来看净利率只有 2.8%，但是随着和原有客户的合作加深以及公司不断开拓现客户，公司的营业收入和客户订单量稳步提升，公司会出现规模效应，



使得太极半导体的净利率也不断攀升，公司可以从中获得更多的利润。我们对公司未来的发展做了情景分析。预计公司业务规模做大之后，有望贡献更大规模利润。

图表43：太极半导体营业状况情景分析

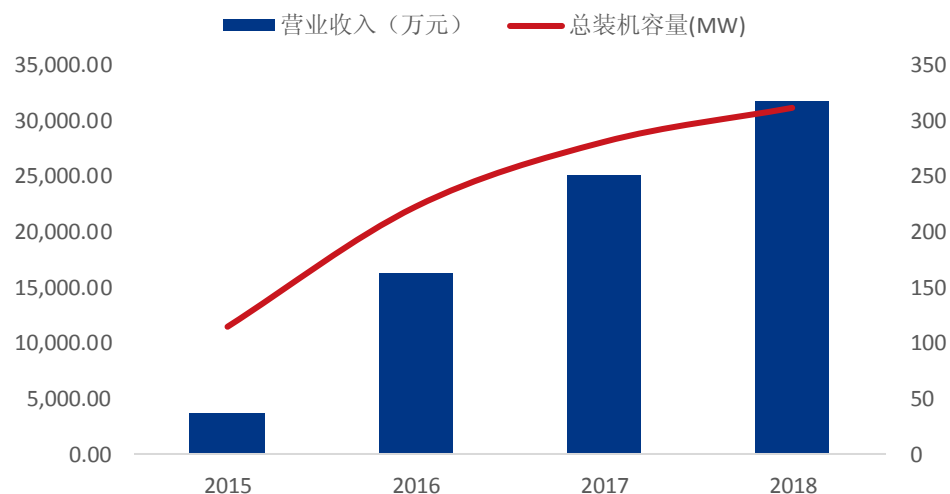
营业收入（亿元）\净利率（%）	3%	3.50%	4.00%	4.50%	5.50%	6.50%	7%
5	0.15	0.175	0.2	0.225	0.275	0.325	0.35
10	0.3	0.35	0.4	0.45	0.55	0.65	0.7
15	0.45	0.525	0.6	0.675	0.825	0.975	1.05
20	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1	1.3	1.4
25	0.75	0.875	1	1.125	1.375	1.625	1.75
30	0.9	1.05	1.2	1.35	1.65	1.95	2.1
35	1.05	1.225	1.4	1.575	1.925	2.275	2.45

资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）光伏发电业务发展平稳

光伏发电是十一科技自 2014 年开始发展的新型业务，依托其已经在光伏电站设计和总包（EPC）领域建立起来的品牌、技术等方面的优势，十一科技逐步形成了提供光伏电站上游材料和电池组件制造的工程技术服务、光伏电站设计总包服务和光伏电站投资运营的一站式解决方案的能力，公司的光伏电站总装机容量和营业收入都实现了快速增长，由于 2018 年受“531 光伏新政”影响，公司在光伏电站业务上放缓了发展，公司在 2018 年光伏业务总装机量达到 311.82 兆瓦，同比增长 10.89%，实现营业收入 3.18 亿元，同比增长 26.6%。而 2019 年光伏业务恢复迅猛发展，全年共实现营收 4.05 亿元，同比增长 27.29%

图表44：光伏电站总装机量和营业收入。

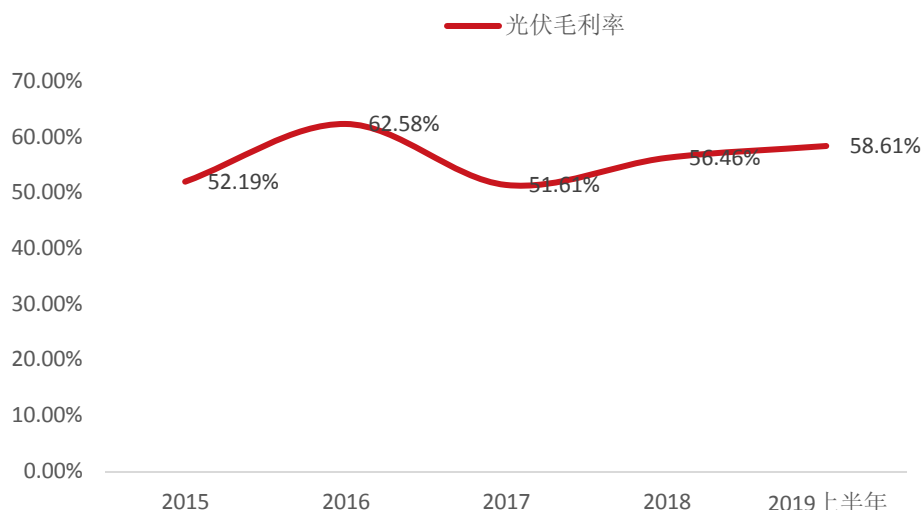


资料来源：公司年报，粤开证券研究院

光伏电站是高毛利行业，自公司开展光伏发电业务以来，该业务毛利率一直维持在 50%以上，2018 年光伏业务毛利率达到 56.46%，2019 年上半年光伏业务毛利率继续升高至 58.61%。目前由于政策影响，公司可能不会加大对光伏业务的投入，但是目前在运营的业务依旧可以为公司带来不菲的收入和利润。



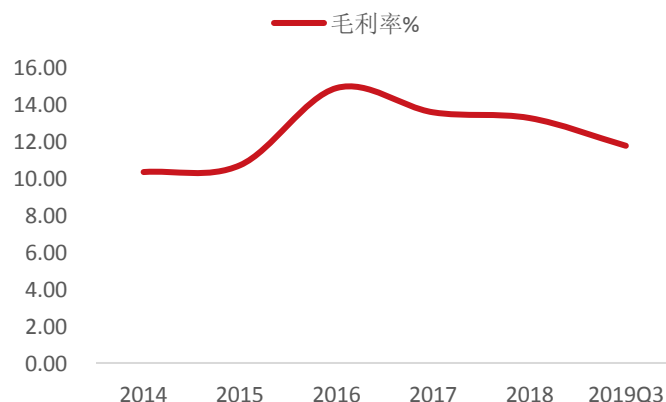
图表45：光伏电站毛利率



资料来源：公司年报，粤开证券研究院

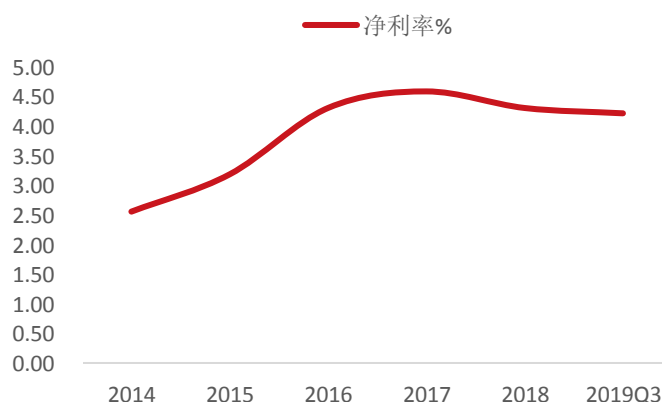
五、主要财务指标

图表46：太极实业毛利率



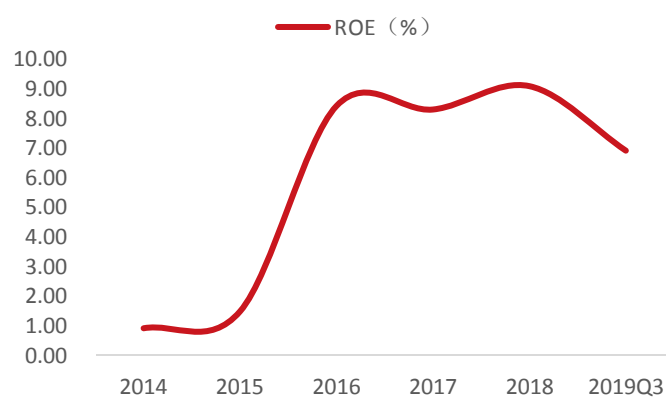
资料来源：wind，粤开证券研究院研究院

图表47：太极实业净利率

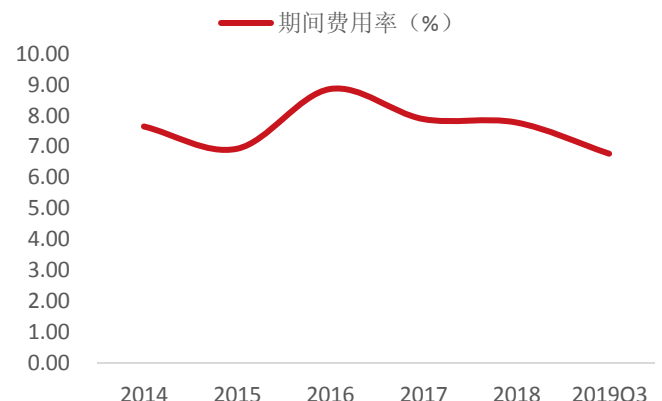


资料来源：wind，粤开证券研究院研究院

图表48：ROE



图表49：期间费用率

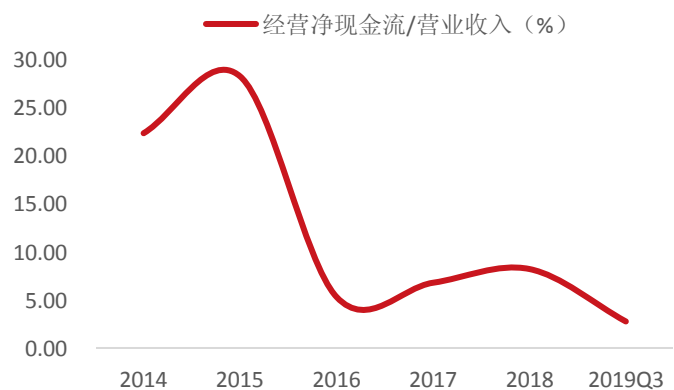




资料来源：wind，粤开证券研究院研究院

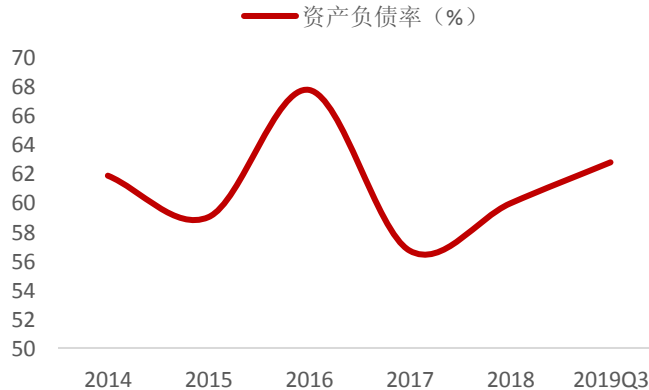
资料来源：wind，粤开证券研究院研究院

图表50：经营净现金/营业收入



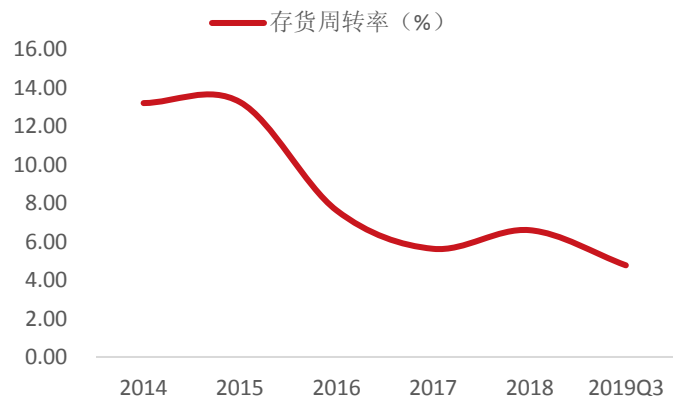
资料来源：wind，粤开证券研究院研究院

图表51：资产负债率



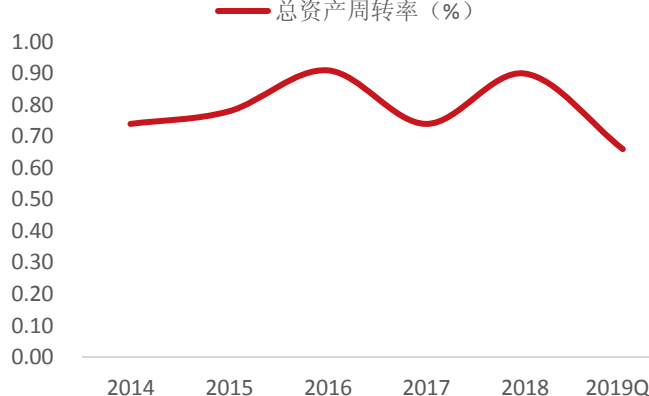
资料来源：wind，粤开证券研究院研究院

图表52：存货周转率



资料来源：wind，粤开证券研究院研究院

图表53：总资产周转率



资料来源：wind，粤开证券研究院研究院

六、盈利预测与投资评级

相关假设

根据公司公布的 2019 年新签重大订单情况及目前在建重大工程情况，我们预计公司 2019-2021 年收入增速分别为 8.1%、18.3%和 16.3%；

预计 2019-2021 年综合毛利率分别为 12.75%、12.61%和 12.43%；

盈利预测及估值：

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 169.22、200.15 和 232.70 亿元，同比分别



增加8.1%、18.3%和16.3%，净利润分别为6.27、7.36和8.75亿元，同比分别增长9.4%、17.4%和18.9%。预计2019-2021年EPS分别为0.30、0.35和0.42元，对应的PE分别为35/30/25x。

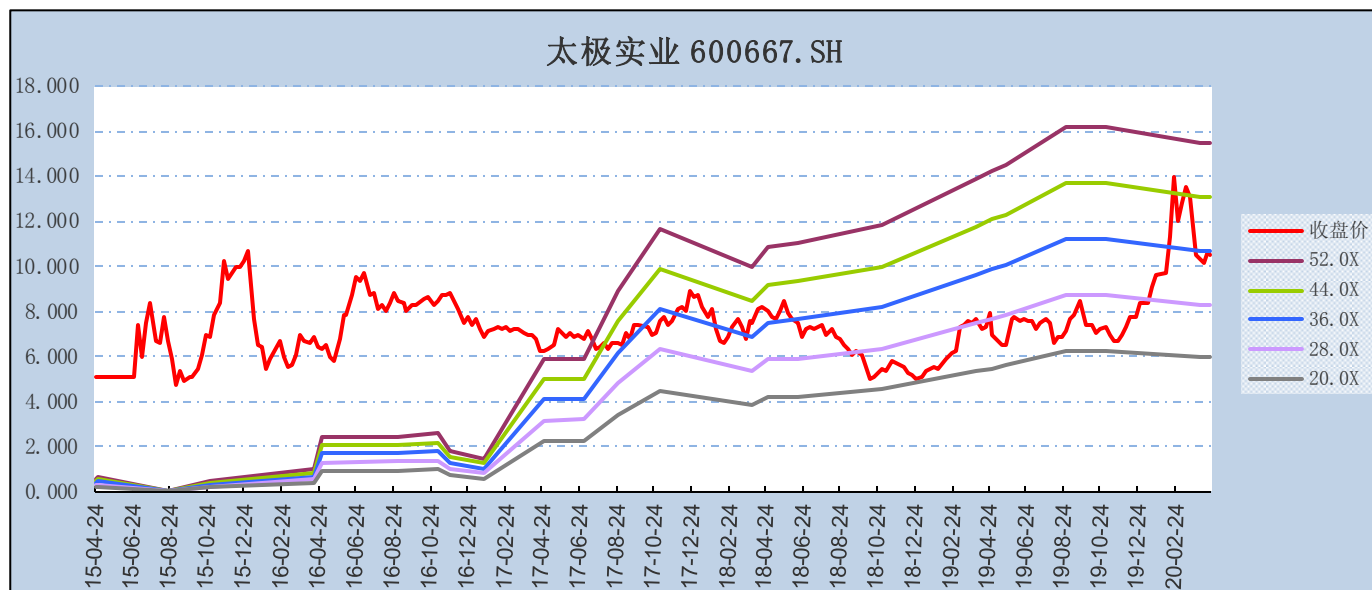
公司工程业务依靠高新电子工程、物流仓储工程、光伏电站工程三大支柱能保持未来三年收入较快增长，同时公司半导体封测业务订单量稳定，保持稳定增长。我们预计公司营业收入总体在未来三年还能保持一定增长，扣非后利润和收入也能保持同步稳定增长。结合工程建筑行业 and 半导体行业估值水平，我们给予公司2020年32-35倍PE，对应合理估值区间11.18~12.22元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、新业务订单签订不理想导致收入确认低于预期；
- 2、工程质量和工程安全风险；
- 3、光伏工程政策风险；
- 4、员工持股减持拖累股价



图表54 : PE-BAND 太极实业 (600667.SH)



资料来源:wind , 粤开证券研究院研究院


图表55：附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	4158	5646	6308	7152	营业收入	15652	16922	20015	23270
应收款项	3333	3570	4222	4909	营业成本	13578	14764	17491	20378
存货净额	2254	2465	2930	3426	营业税金及附加	51	54	64	74
其他流动资产	1222	1354	1601	1862	销售费用	53	58	68	79
流动资产合计	10967	13034	15061	17348	管理费用	516	852	976	1133
固定资产	5139	4922	4696	4367	财务费用	195	253	243	235
无形资产及其他	471	455	439	424	投资收益	101	70	0	0
投资性房地产	1085	1085	1085	1085	资产减值及公允价值变动	(165)	(169)	(200)	(233)
长期股权投资	209	209	209	209	其他收入	(428)	0	0	0
资产总计	17871	19705	21491	23432	营业利润	767	842	973	1138
短期借款及交易性金融负债	2736	2740	2740	2740	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	4420	4852	5769	6744	利润总额	769	842	973	1138
其他流动负债	1859	2990	3548	4147	所得税费用	94	104	120	140
流动负债合计	9015	10582	12057	13631	少数股东损益	102	112	118	123
长期借款及应付债券	1189	1189	1189	1189	归属于母公司净利润	573	627	736	875
其他长期负债	514	514	514	514					
长期负债合计	1703	1703	1703	1703	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	10718	12285	13759	15333	净利润	573	627	736	875
少数股东权益	718	734	751	768	资产减值准备	89	86	(18)	(19)
股东权益	6436	6686	6981	7330	折旧摊销	700	778	859	932
负债和股东权益总计	17871	19705	21491	23432	公允价值变动损失	165	169	200	233
					财务费用	195	253	243	235
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	营运资本变动	309	1071	91	112
每股收益	0.27	0.30	0.35	0.42	其它	(75)	(70)	35	37
每股红利	0.23	0.18	0.21	0.25	经营活动现金流	1762	2660	1903	2169
每股净资产	3.06	3.17	3.31	3.48	资本开支	(306)	(800)	(800)	(800)
ROIC	12%	10%	13%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	9%	11%	12%	投资活动现金流	(370)	(800)	(800)	(800)
毛利率	13%	13%	13%	12%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	7%	7%	7%	负债净变化	213	0	0	0
EBITDA Margin	14%	12%	11%	11%	支付股利、利息	(491)	(376)	(441)	(525)
收入增长	30%	8%	18%	16%	其它融资现金流	155	4	0	0
净利润增长率	37%	9%	17%	19%	融资活动现金流	(401)	(372)	(441)	(525)
资产负债率	64%	66%	68%	69%	现金净变动	991	1488	662	844
息率	2.2%	1.7%	2.0%	2.4%	货币资金的期初余额	3167	4158	5646	6308
P/E	38.6	35.3	30.1	25.3	货币资金的期末余额	4158	5646	6308	7152
P/B	3.4	3.3	3.2	3.0	企业自由现金流	1980	2096	1392	1652
EV/EBITDA	15.2	17.4	15.8	14.8	权益自由现金流	2348	1878	1179	1446

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院研究院



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入粤开证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券研究院具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券研究院股份有限公司（以下简称“粤开证券研究院”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券研究院事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券研究院认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券研究院可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究院研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券研究院（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com