

# 太极实业 (600667. SH)

高科技工程设计和总包龙头，充分受益于行业成长

买入

## 核心观点

### 公司主营工程技术服务、半导体制造和光伏发电业务，工程收入占比 86%。

公司是无锡产业发展集团有限公司下属的国有控股上市公司，2016 年公司收购高科技工程设计和总承包龙头十一科技，并入其工程技术服务和光伏发电业务。2022 年公司工程技术服务业务实现营业收入 303.8 亿元，实现毛利 19.7 亿元，分别占比 86.3% 和 75.2%，为公司盈利的主要来源。

**高科技工程行业未来成长空间大。** 随着 5G、AI、云计算以及汽车电子等新兴领域崛起，市场对先进工艺半导体产品的需求有望增加，半导体销售额逐步企稳回升，行业有望走出下行周期，而中国半导体国产化空间巨大，未来行业资本开支有望持续增加；光伏产业链阶段性产能过剩，但持续扩张先进产能仍然是龙头企业保持竞争优势的核心手段。预测 2023 年洁净室工程（高科技工程的核心环节）市场规模 2686 亿元，且未来能够保持 10% 以上的增速。

**高端市场盈利空间大，设计企业牵头工程总包。** 电子、生物医药、光伏工程等高端市场盈利空间较大，对参与者要求较高，其中设计环节进入壁垒更高，毛利率可达到约 50%。工程设计企业通常负责牵头工程总承包，承接利润率最高的设计环节，再将安装施工部分分包给相应的专业分包企业。

**公司聚焦高科技工程技术服务，占据前端高毛利环节。** 公司在高科技工程前端设计环节积累了多年的项目实施经验，拥有较强的品牌力，持续推动 EPC 转型，依靠技术和渠道优势建立起了较高的竞争壁垒，在高端洁净室设计领域市占率估算可达到 60%-70%。2022 年设计和咨询业务以 7.7% 的营收创造了公司 57.8% 的毛利。

**半导体和光伏发电业务稳定发力。** 公司与 SK 海力士深入合作，成立合资公司切入半导体制造行业，并同步开发自有半导体业务，经营业绩稳中有升；公司在手光伏电站 40 座，总装机容量 436.78MW，预计能够持续贡献收入和稳定的现金流。

**估值与投资建议：** 预测公司 2023-2025 年归母净利润 8.01/10.42/13.63 亿元，每股收益 0.38/0.49/0.65 元，对应当前股价 PE 为 17.0/13.0/10.0X。综合绝对估值和相对估值，确定公司合理估值区间 8.08-9.12 元，较当前股价有 28.3%-44.8% 的空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：** 宏观经济形势变化的风险、政策变化的风险、市场竞争的风险、子公司海太半导体对单一客户依赖的风险、工程总包业务中设备供应商议价能力提升的风险、核心技术人员流失的风险、应收账款减值的风险。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,289	35,195	41,491	49,325	59,673
(+/-%)	36.1%	44.9%	17.9%	18.9%	21.0%
净利润(百万元)	909	-743	801	1042	1363
(+/-%)	9.1%	-181.7%	-	30.1%	30.9%
每股收益(元)	0.43	-0.35	0.38	0.49	0.65
EBIT Margin	4.9%	1.7%	2.5%	2.7%	2.8%
净资产收益率(ROE)	11.3%	-10.4%	10.4%	12.4%	14.6%
市盈率(PE)	14.9	-18.3	17.0	13.0	10.0
EV/EBITDA	15.3	25.8	22.1	20.7	19.7
市净率(PB)	1.69	1.91	1.77	1.62	1.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·深度报告

### 建筑装饰·工程咨询服务 II

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

联系人：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

联系人：卢思宇

0755-81981872

lusiyu1@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级

买入(首次评级)

合理估值

8.08 - 9.12 元

收盘价

6.30 元

总市值/流通市值

13269/13269 百万元

52 周最高价/最低价

8.38/5.13 元

近 3 个月日均成交额

389.83 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

# 内容目录

<b>太极实业：资本运作助力“三次创业”</b> .....	6
历史沿革：背靠无锡国资委，2016年收购十一科技优质资产 .....	6
业务简介：工程服务+半导体+光伏运营三轮驱动 .....	7
<b>行业：高科技工程蓄力待发，龙头优势凸显</b> .....	10
下游需求：洁净室工程市场持续扩容，光伏电站加速并网 .....	10
竞争格局：高端市场盈利空间大，设计企业牵头工程总包 .....	14
<b>公司：高科技工程龙头，半导体和光伏稳定发力</b> .....	16
工程技术服务：聚焦高科技工程技术服务，占据前端高毛利环节 .....	16
半导体：与海力士稳定合作，同时探索自有业务 .....	18
光伏发电：在手电站仍有望稳定贡献业绩 .....	20
<b>财务分析：轻重资产结合，ROE 稳步回升</b> .....	22
盈利能力：“低毛利”的总承包业务推动整体盈利能力提升 .....	22
营运能力：商业模式转变，周转速度筑底回升 .....	23
偿债能力：债务压力边际下降，经营性现金流持续增长 .....	24
<b>盈利预测</b> .....	25
核心假设 .....	25
未来3年业绩预测 .....	28
<b>估值与投资建议</b> .....	29
绝对估值：8.08-11.10元 .....	29
相对估值：7.03-9.12元 .....	30
投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 .....	32
<b>风险提示</b> .....	33
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	35

# 图表目录

图1: 公司历史沿革 .....	6
图2: 公司股权结构和控股子公司持股情况 .....	7
图3: 公司承建中芯绍兴 MEMS 和功率器件芯片基地项目 .....	7
图4: 公司承建甬慈能源 13.9MWp 牛隔离场光伏发电 EPC 项目 .....	7
图5: 2022 年公司营收结构 (单位: %) .....	8
图6: 2022 年公司毛利结构 (单位: %) .....	8
图7: 公司历年营业收入及增速 (单位: 亿元, %) .....	8
图8: 公司历年归母净利润及增速 (单位: 亿元, %) .....	8
图9: 集成电路制造领域资本开支结构 .....	10
图10: 洁净室工程的受控因素 .....	10
图11: 各行业对洁净室洁净等级的要求 .....	11
图12: 2019 年中国洁净室工程行业下游需求占比 (单位: %) .....	11
图13: 全球半导体行业销售额及增速 (单位: 亿美元, %) .....	11
图14: 全球和中国半导体销售额累计同比增速 (单位: %) .....	11
图15: 全球半导体行业资本开支及增速 (单位: 亿美元, %) .....	12
图16: 中国电子行业洁净室工程规模及增速 (单位: 亿元, %) .....	12
图17: 硅片和光伏组件价格变化 (单位: 元/片, 元/W) .....	12
图18: 光伏龙头企业 TOPCon 电池产能规划 (单位: GW) .....	12
图19: 中国洁净室工程市场规模及增速 (单位: 亿元, %) .....	13
图20: 光伏累计新增装机量与同比增速 (单位: 万千瓦, %) .....	13
图21: 中国新增光伏装机预测 (单位: GW) .....	13
图22: 洁净室工程行业竞争格局 .....	14
图23: 洁净室工程价值链各环节毛利率 (单位: %) .....	14
图24: 高科技工程设计市场竞争格局 (单位: %) .....	15
图25: 高科技工程总承包及施工市场竞争格局 (单位: %) .....	15
图26: 光伏电站 EPC 市场规模及增速 (单位: 亿元, %) .....	15
图27: 光伏电站 EPC 市场 CR5 (单位: %) .....	15
图28: 公司分产品业务收入情况 (单位: 亿元) .....	16
图29: 公司分产品业务毛利情况 (单位: 亿元) .....	16
图30: 公司整体毛利率和工程总包、设计咨询毛利率变化 (单位: %) .....	16
图31: 公司工程技术服务业务对应下游结构 (单位: %) .....	17
图32: 公司光伏电站设计业务并网规模及以并网规模衡量的市占率 (单位: MW, %) .....	17
图33: 公司工程新签合同额和营业收入 (单位: 亿元) .....	17
图34: 公司 2023 年重大项目中标或签约公告整理 .....	17
图35: 公司研发费用及研发费用率 (单位: 亿元, %) .....	18
图36: 海太半导体营收及增速 (单位: 亿元, %) .....	18
图37: 海太半导体净利润及净利率 (单位: 亿元, %) .....	18

图38: 太极半导体营收及增速（单位: 亿元, %） .....	19
图39: 太极半导体净利润及净利率（单位: 亿元, %） .....	19
图40: 公司半导体业务营收及增速（单位: 亿元, %） .....	19
图41: 公司半导体业务毛利及增速（单位: 亿元, %） .....	19
图42: 公司半导体业务收入及毛利占比（单位: %） .....	20
图43: 公司半导体业务毛利率与整体毛利率对比（单位: %） .....	20
图44: 公司光伏电站装机容量（单位: MW） .....	20
图45: 公司光伏发电收入（剔除补贴收回影响）（单位: 亿元） .....	20
图46: 公司光伏电站装机容量结构（单位: MW） .....	21
图47: 公司光伏电站发电量结构（单位: 万千瓦时） .....	21
图48: 公司光伏发电业务营收及增速（单位: 亿元, %） .....	21
图49: 公司光伏发电业务收入及毛利占比（单位: %） .....	21
图50: 公司及子公司十一科技 ROE 变化与同业对比（单位: %） .....	22
图51: 公司核心子公司 ROE 变化（单位: %） .....	22
图52: 公司净利率和毛利率变化（单位: %） .....	22
图53: 公司工程总包营收占比和毛利率变化（单位: %） .....	22
图54: 公司总资产周转率和核心应收款周转率变化（单位: %） .....	23
图55: 公司核心应收款和核心应付款规模变化（单位: 亿元） .....	23
图56: 公司历年对上下游核心净占款变化（单位: 亿元） .....	23
图57: 公司旗下光伏电站数量和装机量变化（单位: 亿元） .....	23
图58: 公司资产负债率和有息负债比率（单位: %） .....	24
图59: 公司长短期借款规模变化（单位: 亿元） .....	24
图60: 公司收现比和付现比（单位: %） .....	24
图61: 公司经营性现金流净额、营收现金比率及净利率（单位: 亿元, %） .....	24
图62: 公司订单储备相对充足（单位: 亿元） .....	25
图63: 公司订单储备结构（单位: 亿元） .....	25
图64: 公司在职人员与主营业务收入（单位: 人, 亿元） .....	25
图65: 公司人均创收与人均创利（单位: 万元） .....	25

表1: 公司 2022 年资产减值大幅增加原因拆分 .....	9
表2: 工程技术服务业务收入和毛利预测（灰底区域代表关键假设数据） .....	26
表3: 半导体业务收入和毛利预测 .....	26
表4: 光伏发电业务收入和毛利预测 .....	27
表5: 未来三年分业务收入及毛利预测 .....	27
表6: 未来 3 年盈利预测表（单位：百万元） .....	28
表7: 公司盈利预测假设条件 .....	29
表8: 资本成本假设 .....	29
表9: 公司 FCFF 估值表 .....	29
表10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（单位：元） .....	30
表11: 可比公司估值情况(截止 8 月 24 日) .....	30
表12: 公司工程技术服务业务与可比公司的可比性分析 .....	31
表13: 公司分部估值 .....	31

# 太极实业：资本运作助力“三次创业”

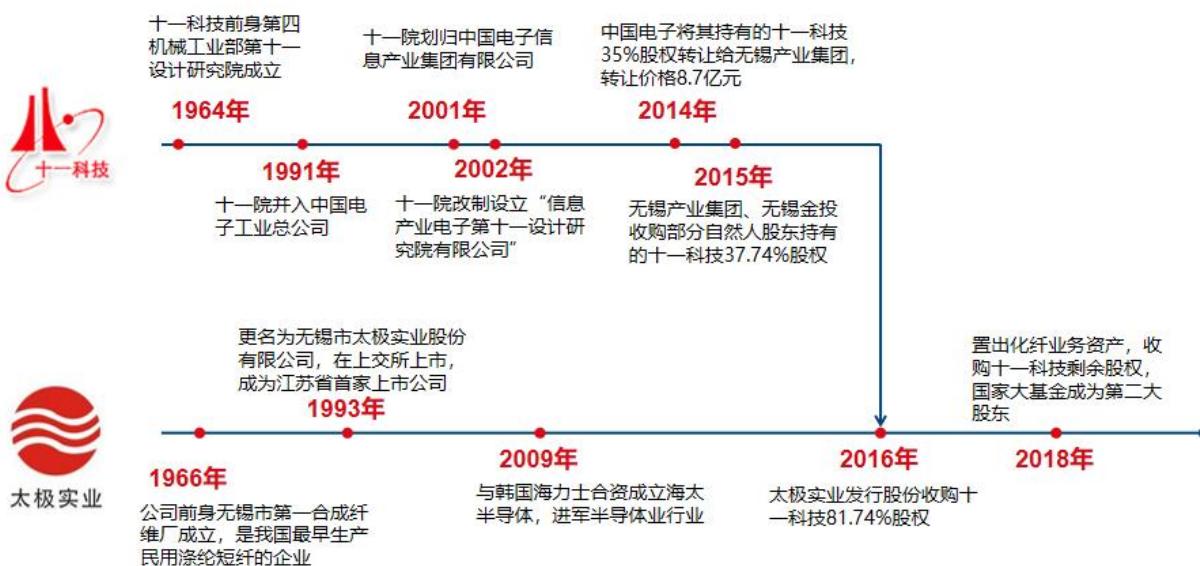
## 历史沿革：背靠无锡国资委，2016年收购十一科技优质资产

太极实业（600667.SH）全称无锡市太极实业股份有限公司，是无锡产业发展集团有限公司下属的国有控股上市公司。公司主营业务主要为工程技术服务业务、半导体制造和光伏电站投资运营业务。

**太极实业前身为无锡市第一合成纤维厂，于1993年在上交所上市。**公司在2010年以前主营业务为工业丝、帘子布、帆布等纺织化纤材料。2009年，在控股股东无锡产业集团的推荐下，公司与韩国海力士半导体成立合资公司，开展半导体后工序服务业务，实现了公司的“二次创业”。

**太极实业核心子公司十一科技前身为机械工业部第十一设计研究院。**2002年十一院改制为“信息产业电子第十一设计研究院有限公司”，简称“十一科技”，控股股东为中国电子信息产业集团有限公司。2015年无锡产业集团和无锡金投合计完成了对十一科技72.74%股权的收购，成为十一科技控股股东。2016年太极实业成功收购十一科技81.74%股权，随后2018年公司收购十一科技剩余股权，完成了公司的“三次创业”。

图1：公司历史沿革



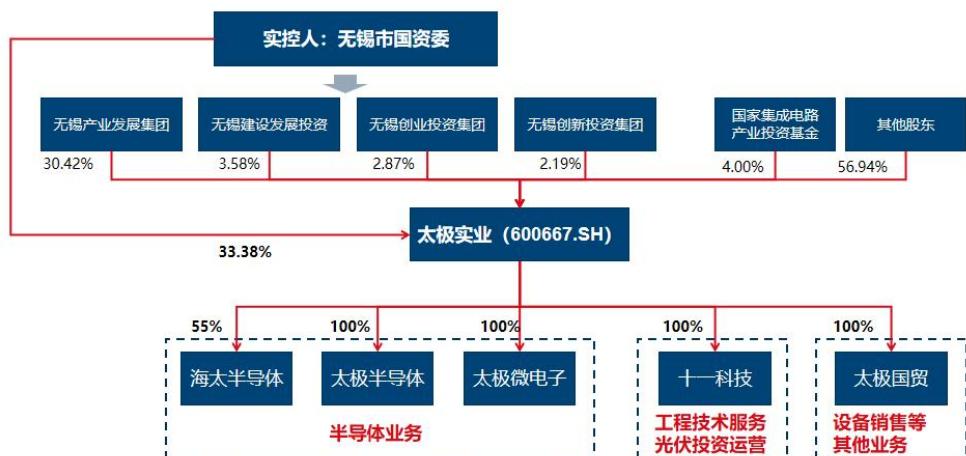
资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

**控股股东为无锡产业发展集团，背靠无锡市国资委。**公司控股股东为无锡产业发展集团（以下简称“产业集团”），持股比例为30.42%，产业集团旗下拥有三家上市公司：太极实业（600667.SH）、威孚高科（000581.SZ）、新宏泰（6003016.SH）。无锡市国资委通过产业集团、无锡建发等间接持有公司33.38%股权，为公司实际控制人。

**控股股东大力支持公司业务转型和资产优化。**2009年为公司引入与韩国海力士半导体的合作项目，助力公司以较低成本切入半导体赛道；2016年将十一科技注入公司体内；2018年受让太极实业原有的化纤业务资产，为公司引入国家大基金，

使公司成功跻身集成电路“国家队”。

图2: 公司股权结构和控股子公司持股情况



资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 业务简介：工程服务+半导体+光伏运营三轮驱动

**工程技术服务主要是为电子、生物医药、电力等高科工程建设提供全过程工程服务，包括工程咨询、设计、监理、项目管理和工程总承包（EPC）服务。**十一科技依托自身在光伏电站设计和建设环节的经验和技术优势，于 2014 年开始逐步形成光伏电站的投资和运营业务。2022 年年末，公司持有光伏电站 40 个，总装机容量 436.78MW。

**半导体业务主要是为 DRAM 和 NAND Flash 等集成电路提供后工序服务。**子公司海太半导体和太极半导体是公司的主要半导体业务平台，其中海太半导体主要提供 DRAM、封装、封装测试、模组装配和模组测试等业务；太极半导体主要从事自主研究、开发、封装、测试及模组业务。

图3: 公司承建中芯绍兴 MEMS 和功率器件芯片基地项目



资料来源: 十一科技官网, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司承建甬慈能源 13.9MWp 牛隔离场光伏发电 EPC 项目

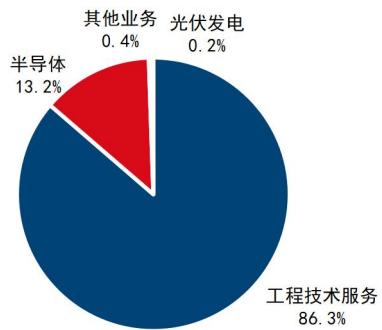


资料来源: 十一科技官网, 国信证券经济研究所整理

**工程技术服务贡献大部分营收和毛利。**2022 年公司工程技术服务业务实现营业收入 303.8 亿元，实现毛利 19.7 亿元，分别占比 86.3% 和 75.2%，为公司盈利的主

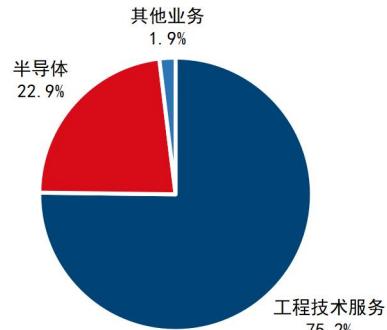
要来源；半导体业务实现营业收入 46.3 亿元，实现毛利 6.0 亿元，分别占比 13.2% 和 22.9%。（光伏发电业务 2022 年毛利为负，故在毛利结构中剔除。）

图5: 2022 年公司营收结构（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

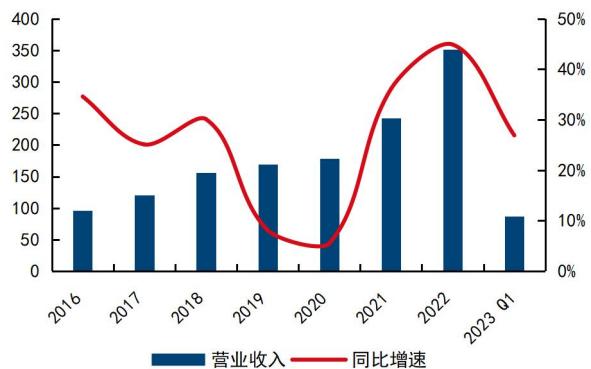
图6: 2022 年公司毛利结构（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理（注：剔除光伏发电业务）

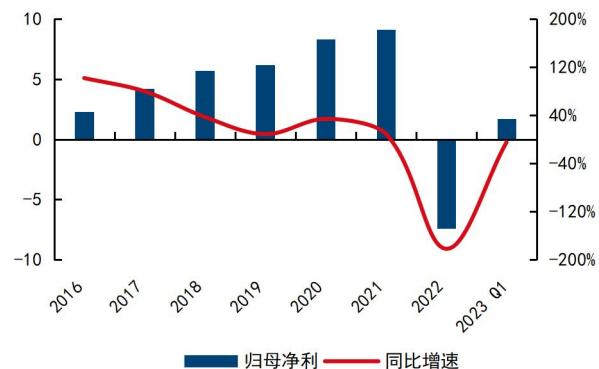
**营收和利润快速增长，受大额减值影响 2022 年出现亏损。**2022 年公司实现营业收入 351.9 亿元，同比增长 44.9%，近五年营收复合增长率为 24%。2022 年公司实现归母净利润 -7.4 亿元，主要由于公司在 2022 年集中计提了多个非经常性的减值损失并冲减了收入，若剔除减值影响，2022 年调整后的归母净利为 5.1 亿元，若剔除减值和冲减营业收入的影响，则调整后的归母净利为 8.6 亿元。

图7: 公司历年营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图8: 公司历年归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**最大亏损来源于光伏电站补贴损失。**2022 年 8 月内蒙古自治区发改委通知要求各盟市发改委废止审计中发现的部分未纳入年度建设规模和擅自变更投资主体的上网电价批复文件。该通知涉及公司旗下 5 个电站，因此公司对已收电费补贴 3.54 亿元冲减当年营业收入，对尚未收回的应收补贴 3.48 亿元（不含税）计提信用减值损失，对相关光伏电站资产计提 3.69 亿元固定资产减值损失和 0.16 亿元使用权资产减值损失。

**2022 年公司计提两笔大额信用减值。**2022 年，公司分别对腾晖光伏和保华地产计提了 1.80 亿元和 2.64 亿元的信用减值。对腾晖光伏的应收账款主要来源于公司光伏电站工程业务的工程款，对保华地产的应收账款主要来源于公司向其购买办公用房烂尾，公司已诉讼主张退还的购房款。

**减值计提充分，剩余风险敞口较小。**处罚后公司对旗下 5 个光伏电站项目进行了减值测试，对未来损失的补贴收入现金流充分计提了资产减值损失；公司对腾晖光伏的信用减值计提比例为 66.48%，剩余风险敞口 9066 亿元，目前法院已经执行冻结了腾晖光伏 5800 亿元银行存款；公司对保华地产应收账款已经计提了 100% 的减值损失。因此公司减值损失已经计提比较充分，未来潜在的大额计提风险相对较低，业绩有望摆脱减值压力重回持续增长趋势。

表1：公司 2022 年资产减值大幅增加原因拆分

	<b>光伏电站收回补贴冲减当期收入</b>	<b>3.54</b>
	应收账款减值损失	5.94
	其中：	
	<b>光伏电站补贴收回损失</b>	<b>3.48</b>
	<b>腾晖光伏应收款损失</b>	<b>1.80</b>
	其余减值（转回）	0.66
<b>信用减值损失</b>	其他应收款减值损失	2.77
	其中：	
	<b>保华地产应收款减值损失</b>	<b>2.64</b>
	应收票据减值损失/(转回)	(0.07)
	<b>合计</b>	<b>8.63</b>
	<b>光伏电站资产减值损失</b>	<b>3.69</b>
	使用权资产减值损失	0.16
<b>资产减值损失</b>	工程合同资产减值损失	0.15
	存货减值损失	0.02
	<b>合计</b>	<b>4.00</b>

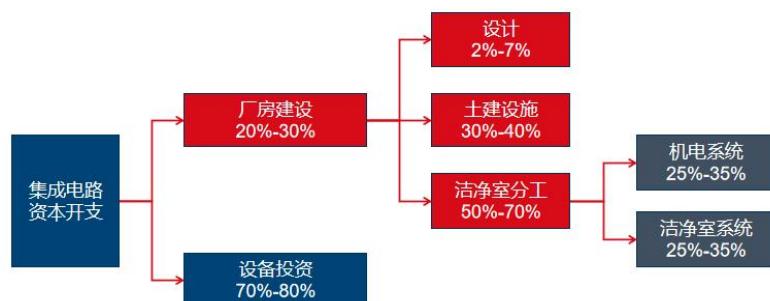
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 行业：高科技工程蓄力待发，龙头优势凸显

### 下游需求：洁净室工程市场持续扩容，光伏电站加速并网

公司工程业务下游主要是半导体、生物医药、新能源等高科技领域，业主投资意愿强烈，支付能力较好。与服务于地方政府的市政基建工程企业不同，公司工程业务主要面向高端制造业客户，下游客户付款能力相对较强，扩产带来的建设需求相对旺盛。以集成电路制造行业为例，工程服务部分占整体资本开支的20%-30%，其中设计占2%-7%，土建设施30%-40%，洁净室占50%-70%。

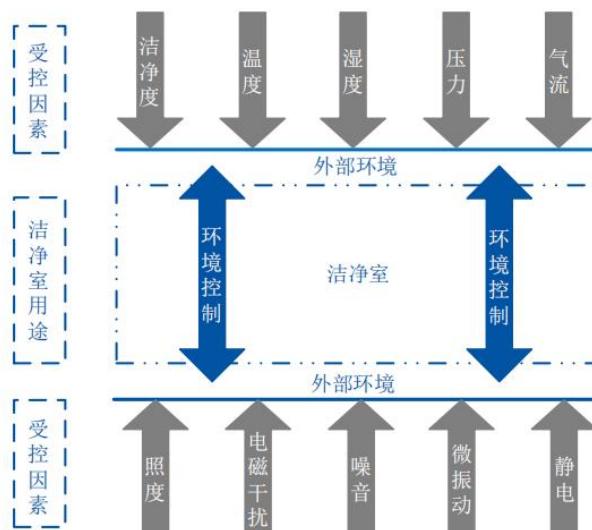
图9：集成电路制造领域资本开支结构



资料来源：屹唐股份招股书，国信证券经济研究所整理

**洁净室工程是高科技工程的核心环节。**洁净室指将空气中的微粒和细菌等微污染物排除，并将室内的洁净度、温度、湿度等多项指标等控制在安全生产需求的洁净受控空间。洁净室广泛用于电子（集成电路、液晶面板）、生物医药、食品等领域。洁净室质量对相应产品的良品率有重大影响，容错率低，微小的脏污/静电/细菌都会对成品率造成巨大影响、导致一批次产品报废甚至是洁净室的报废。因此，洁净室工程相关工艺复杂，技术难度较高，建设和维护成本相应较高。

图10：洁净室工程的受控因素



资料来源：柏诚股份招股书，国信证券经济研究所整理

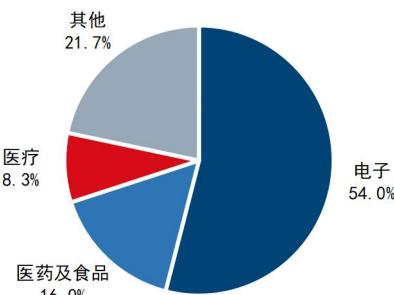
**电子行业对洁净室要求较高，创造 54% 的洁净室工程需求。**不同行业对洁净度的要求不同，一般来说，对洁净室要求较高的主要是芯片制造、显示器件制造、光伏组件、LED 照明产品制造等电子信息领域；其次是医疗、医药等对操作空间菌落控制需求较多的领域；食品、化妆品、石化等领域对操作间洁净度有一定要求，但要求相对较低。目前洁净室下游需求中电子行业占 54%，医药及食品占 16.0%，医疗占 8.3%。

图11：各行业对洁净室洁净等级的要求



资料来源：圣晖集成招股书，国信证券经济研究所整理

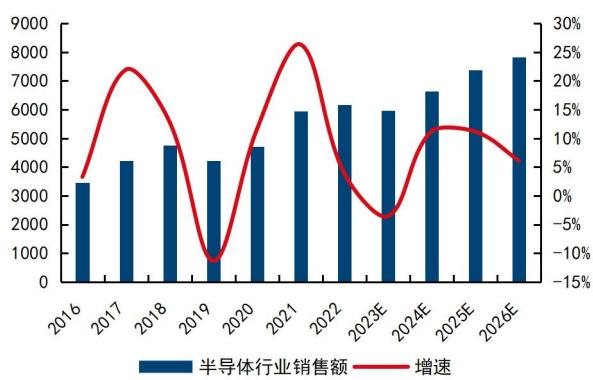
图12：2019 年中国洁净室工程行业下游需求占比（单位：%）



资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

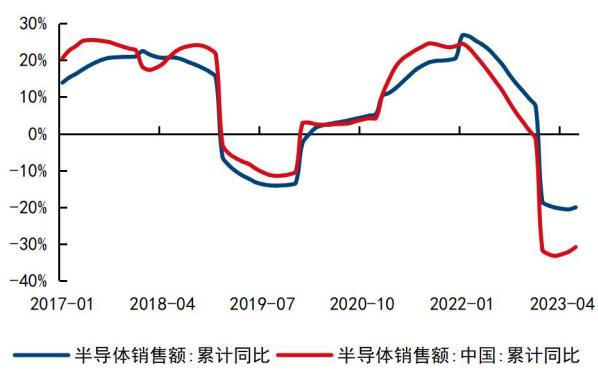
**半导体行业周期下行筑底，销售额有望逐渐回升。**半导体行业兼具“成长”和“周期”的双重属性，在疫情冲击、海外高通胀的背景下，全球经济下行压力增大，消费动力不足；同时过去几年半导体行业产能快速扩张，部分环节进入去库存阶段。双重因素叠加下，半导体行业进入阶段性下行期。2023年上半年全球半导体销售额累计下滑 20.0%，中国半导体销售额累计下滑 30.9%，根据 Gartner 预测，2023 年全球半导体行业实现销售额将同比下降 3.56%，随着消费复苏和 5G、AI、云计算以及汽车电子等新兴领域的崛起，市场对先进工艺半导体产品需求有望增加，销售额有望逐步回升。

图13：全球半导体行业销售额及增速（单位：亿美元，%）



资料来源：Gartner，国信证券经济研究所整理

图14：全球和中国半导体销售额累计同比增速（单位：%）



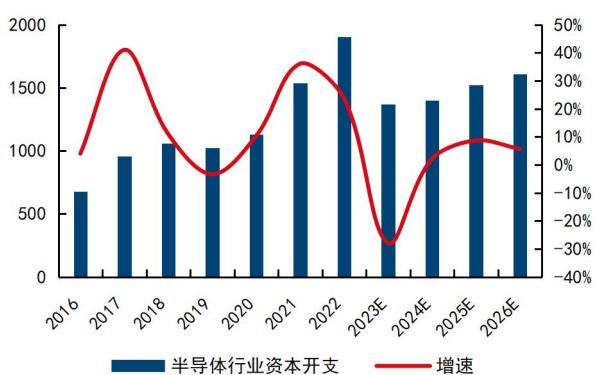
资料来源：Wind, SIA，国信证券经济研究所整理

**全球半导体行业处于去库存阶段，预计 2023 年资本开支探底后修复。**2022 年全球半导体行业资本开支 1904 亿美元，同比增长 23.7%，资本开支快速增长伴随半导体销售额下滑，行业库存压力增加，扩产意愿下降。根据 IC Insight 预测，2023 年预计全球半导体行业资本开支 1372 亿元，同比下降 27.9%。而随着半导体走出

下行周期，销售复苏，资本开支有望探底后缓慢修复。

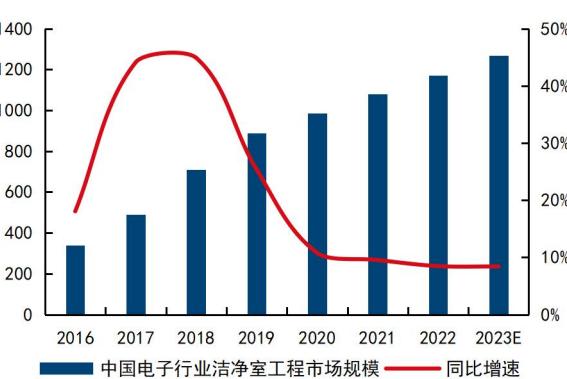
**国内资本开支短期受制于美国制裁，国产替代持续拉动洁净室需求。**由于美国在半导体产业上的制裁，国内先进制程半导体扩产计划延缓，但成熟制程的国产替代空间仍然较大。中国半导体自给率相对较低，国产化空间巨大，根据 IC Insight 数据，中国 2021 年集成电路自给率为 16.7%，预计 2026 年可达到 21.2%。根据 SEMI 预测，到 2024 年，中国（除港澳台地区）将增加 12 英寸晶圆厂 8 座，占全球新增 12 英寸晶圆厂总数的一半。根据共研咨询数据，2022 年电子行业洁净室工程市场规模为 1171.5 亿元，预计 2023 年将突破 1200 亿元。

图15: 全球半导体行业资本开支及增速（单位：亿美元，%）



资料来源：Gartner, IC Insight, 国信证券经济研究所整理

图16: 中国电子行业洁净室工程规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：共研咨询，国信证券经济研究所整理

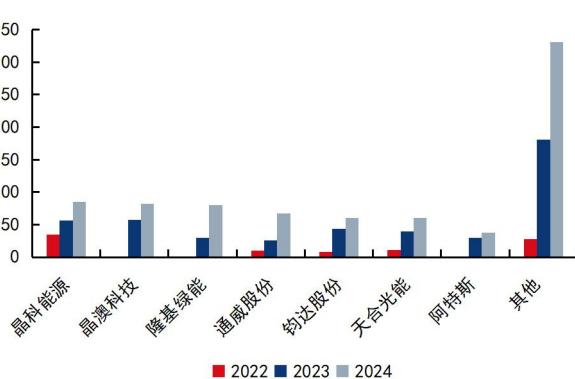
**光伏产业链阶段性产能过剩，但先进产能仍然加速扩产。**此前由于光伏产业链上下游产能错配，硅料产能不足，导致硅片和光伏组件价格自 2020 年起快速上涨，随着组件、硅片、硅料等厂商大幅扩产，错配问题逐步得到缓解，硅片和光伏组件价格持续下行，光伏产业链竞争加剧。但在产能过剩压力下，持续扩张先进产能仍然是龙头企业保持竞争优势的核心手段，光电转换效率更高的 N 型组件（以 N 型 TOPCon 技术路线为主）有较大的扩产空间，按照各家龙头企业披露的扩产计划，2024 年 TOPCon 产能将增加至 804GW，是 2022 年的 8.7 倍。

图17: 硅片和光伏组件价格变化（单位：元/片，元/W）



资料来源：SolarZoom, 国信证券经济研究所整理

图18: 光伏龙头企业 TOPCon 电池产能规划（单位：GW）

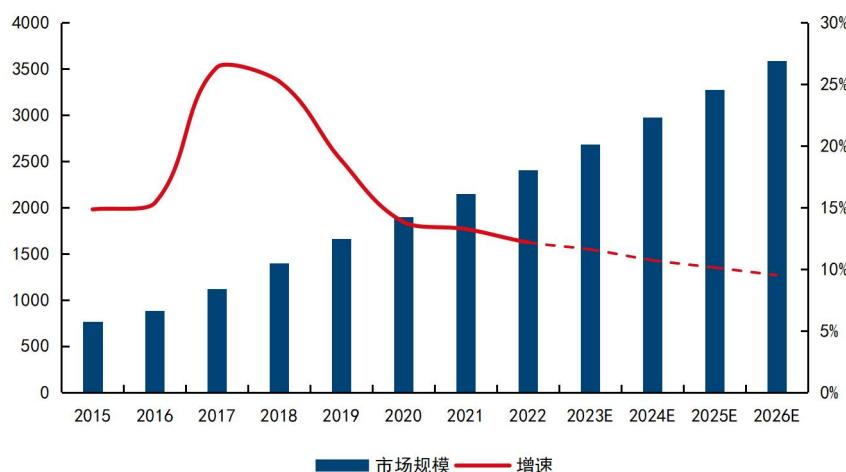


资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

**2022 年洁净室工程市场规模 2407 亿元，预计保持稳健增长。**根据智研咨询数据，2022 年中国洁净室工程市场规模为 2407 亿元，同比增长 12.2%。受益于半导体行

业国产化进程持续演进，光伏组件先进产能扩张，根据智研咨询预测，2023–2025年洁净室工程能够保持10%以上的增速。预测2023年洁净室工程市场规模2686亿元，设计费率按照5%计算，对应洁净室设计市场规模134亿元。

图19：中国洁净室工程市场规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

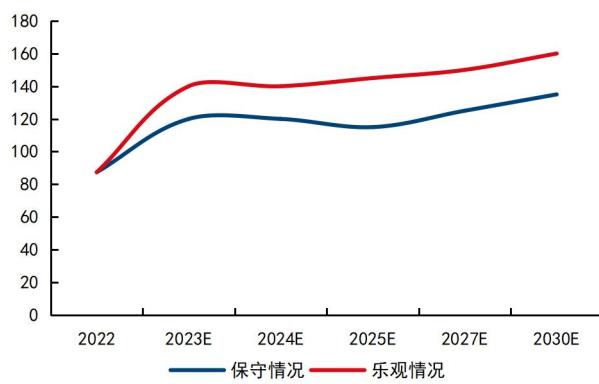
**硅料和组件产能释放，光伏电站加速建设并网。**随着2023年以来硅料新增产能逐步投产，光伏组件价格下行刺激终端需求加速释放，延迟建设的项目加速安装并网。截至2023年4月末，第一批9705万千瓦大型风光基地项目已全面开工、部分投产，项目并网工作正在积极推进，力争在年底前全部建成并网投运。2023年上半年，中国光伏新增装机量78.42GW，同比增长154%，根据中国光伏行业协会预测，2023年中国光伏新增装机规模将达到120–140GW，同比增长37.3%–60.2%。

图20：光伏累计新增装机量与同比增速（单位：万千瓦，%）



资料来源：中国电力企业联合会，国信证券经济研究所整理

图21：中国新增光伏装机预测（单位：GW）

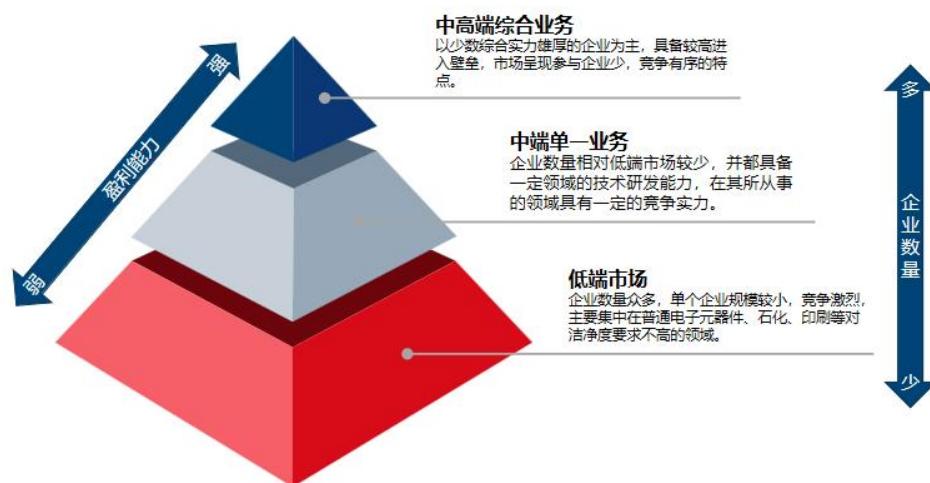


资料来源：中国光伏行业协会，国信证券经济研究所整理

## 竞争格局：高端市场盈利空间大，设计企业牵头工程总包

高端市场玩家较少，龙头企业竞争壁垒高。高科技工程结构复杂，系统性强，少数具备高端工程总体设计经验的企业凭借自身能力，占据电子、生物医药等盈利空间较大的高端市场。在食品、医疗器械等对洁净度要求不高的行业，洁净室工程难度较低，参与企业众多，价格竞争激烈，且大量机电安装工程企业有潜在的进入倾向，相应的单项目盈利空间较小。

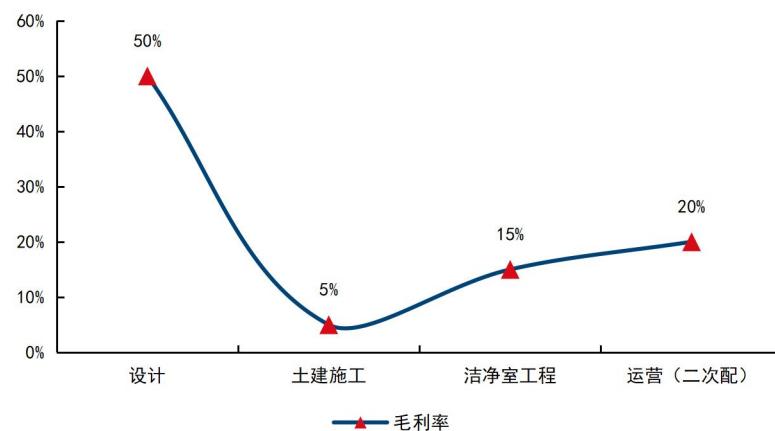
图22：洁净室工程行业竞争格局



资料来源：柏诚股份招股书，国信证券经济研究所整理

**设计环节毛利率为 50%左右，设计企业牵头负责整体项目总包。**设计环节需要综合考虑产线布局、材料选型、施工方案等，也通常包含自控系统、数字孪生等数字化业务，相应进入壁垒较高，是高科技工程中利润最高的环节，其毛利率大约在 50%左右。**工程设计企业通常负责牵头工程总承包，承接利润率最高的设计环节，再将土建施工部分和洁净室安装施工部分分包给相应的施工企业。**土建部分毛利率一般在 10%以内，洁净室工程施工毛利率一般在 15-20%。

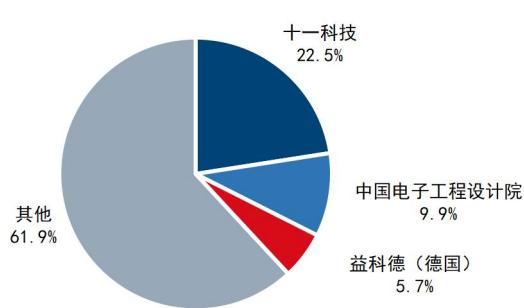
图23：洁净室工程价值链各环节毛利率（单位：%）



资料来源：观研天下，公司公告，国信证券经济研究所整理

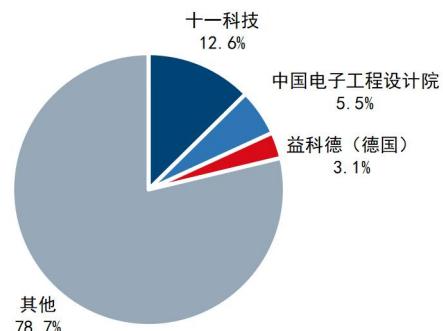
高科技工程设计和总包领域的参与者主要有十一科技、中国电子工程设计院（原机械电子工业部第十设计研究院）、益科德（德国洁净室工程企业）。十一科技在半导体工程领域有较强的影响力，中国电子工程设计院更擅长显示器件工程。估算十一科技/中国电子工程设计院/益科德在总包市场中市占率分别为12.6%/5.5%/3.1%，在设计市场中市占率分别为22.5%/9.9%/5.7%，龙头企业十一科技在高端洁净室设计领域市占率估算可达到为60%-70%。

图24: 高科技工程设计市场竞争格局 (单位: %)



资料来源：公司公告，中国勘察设计协会，智研咨询，益科德年报，国信证券经济研究所整理

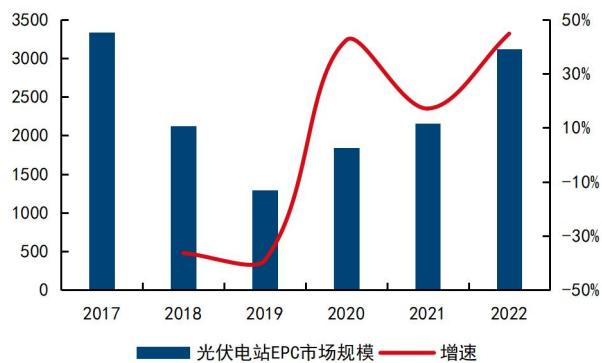
图25: 高科技工程总承包及施工市场竞争格局 (单位: %)



资料来源：公司公告，中国勘察设计协会，智研咨询，益科德年报，国信证券经济研究所整理

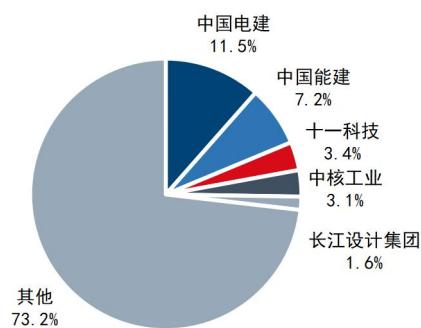
**光伏电站 EPC 市场快速增长，龙头优势明显。**根据共研咨询，2022 年光伏电站 EPC 市场规模为 3123 亿元，同比增长 44.8%。光伏电站 EPC 市场相对分散，但龙头优势明显，光伏电站 EPC 市场 CR5/CR10 分别为 26.8%/31.6%，能源工程央企龙头中国电建和中国能建业务规模较大，市占率分别为 11.5% 和 7.2%，十一科技光伏电站 EPC 业务规模仅次于电建和能建，市占率为 3.4%。

图26: 光伏电站 EPC 市场规模及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源：共研咨询，国信证券经济研究所整理

图27: 光伏电站 EPC 市场 CR5 (单位: %)



资料来源：共研咨询，国信证券经济研究所整理

# 公司：高科技工程龙头，半导体和光伏稳定发力

## 工程技术服务：聚焦高科技工程技术服务，占据前端高毛利环节

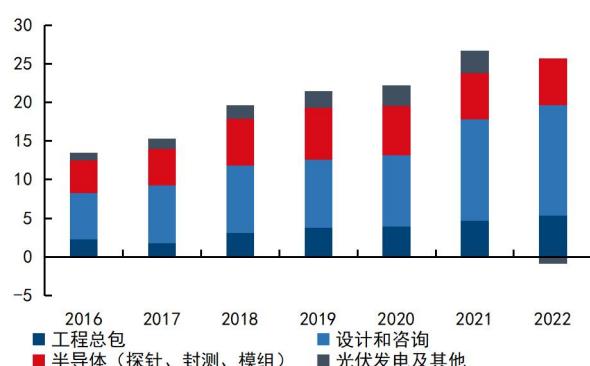
公司工程总包营收占比高，设计和咨询贡献大部分毛利。2022年工程总包业务实现营业收入276.7亿元，在总营收中占比78.6%，设计和咨询27.1亿元，在总营收中占比7.7%。2022年，工程总包实现毛利5.32亿元，占比21.4%，设计和咨询实现毛利14.3%，占比57.8%。公司设计和咨询业务以7.7%的营收占比创造了57.8%的毛利，是公司最核心的盈利业务，2022年设计和咨询毛利率为52.9%，工程总包毛利率为1.9%。

图28: 公司分产品业务收入情况（单位：亿元）



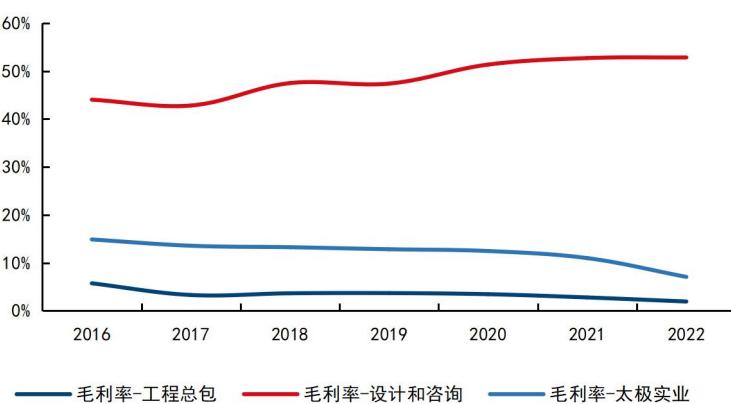
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图29: 公司分产品业务毛利情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图30: 公司整体毛利率和工程总包、设计咨询毛利率变化（单位：%）

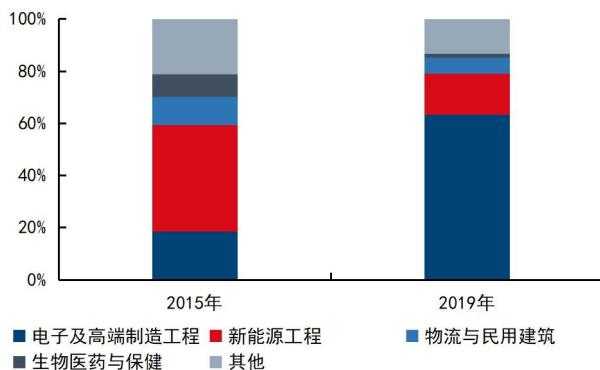


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**持续发力电子及高端制造工程，光伏电站设计优势地位凸显。**在2018年“531光伏新政”后，全国光伏电站的投资急剧收缩，公司提出“收缩新能源，加力集成电路”的战略，光伏电站EPC业务规模明显收缩，同时保留光伏电站设计业务的优势地位。公司新能源工程收入占比由2015年的40.6%下降到2019年的15.9%，电

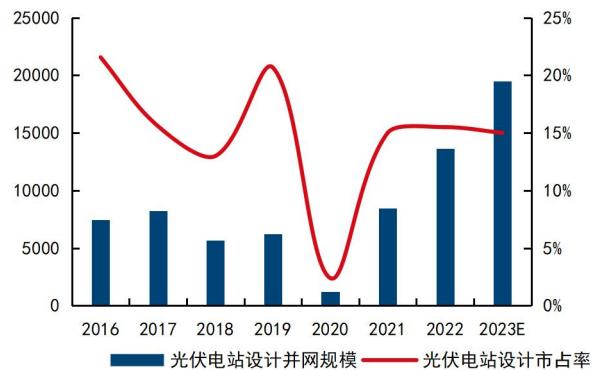
子及高端制造工程收入占比由 2015 年的 18.6% 提升至 2019 年的 63.2%。2019 年公司光伏电站设计装机容量占全国实际并网的 20.7%，优势地位显著。近两年公司设计装机规模在国内市场保持 15% 左右的占比，预计 2023 年光伏电站设计装机容量可达到 19.5GW。

图31：公司工程技术服务业务对应下游结构（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

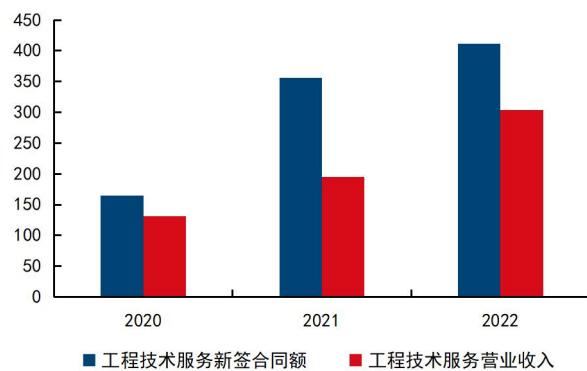
图32：公司光伏电站设计业务并网规模及以并网规模衡量的市占率（单位：MW, %）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**新签合同快速增长，连续斩获重大项目。**2022 年公司工程技术服务新签合同额 411.7 亿元，同比+15.8%，在手订单金额 300.5 亿元，同比+16.0%，对应工程营收同比+55.7%。2023 年公司接连斩获重大项目，包括华虹半导体项目 82.8 亿元项目（公司范围内合同 46.4 亿元）、长鑫存储 12 英寸储存器晶圆制造基地 26.2 亿元项目等。

图33：公司工程新签合同额和营业收入（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

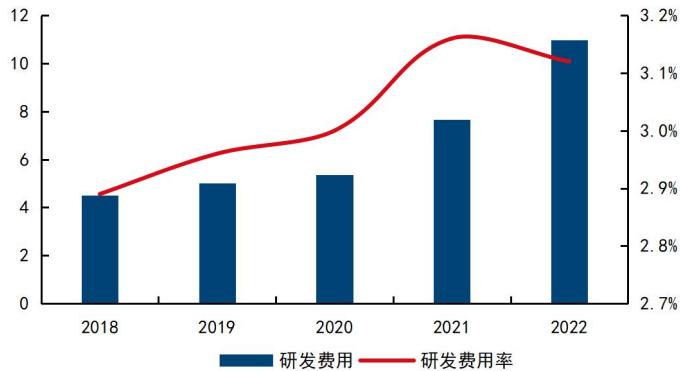
图34：公司 2023 年重大项目中标或签约公告整理

公告性质	时间	项目类型	项目名称	公司承接金额 (亿元)
中标	2023年8月	工程总承包	12英寸存储器晶圆制造基地二期项目FAB A2B厂房机电工程 EPC总承包	26.15
中标	2023年7月	工程总承包	储能电池超级工厂和新能源电池研究院一期项目	17.5
新签	2023年6月	工程总承包	华虹制造（无锡）项目工程总承包	46.37
新签	2023年4月	施工总承包	滨州沾化区2GW渔光互补发电项目（施工总承包二标段）	3.47
新签	2023年2月	工程总承包	扬州开发区新能源产业基地西区项目EPC总承包	14.06

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**研发费用率逐年提升，工程技术壁垒持续巩固。**十一科技主编和参编国家及行业规范 62 项，在高科技工程前端设计环节积累了多年的项目实施经验，拥有较强的品牌力，依靠技术和渠道优势建立起了竞争壁垒。2022 年公司研发费用 11.0 亿元，同比增长 43.1%，研发费用率 3.1%，研发费用率逐年提升，工程技术壁垒持续巩固。

图35: 公司研发费用及研发费用率 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

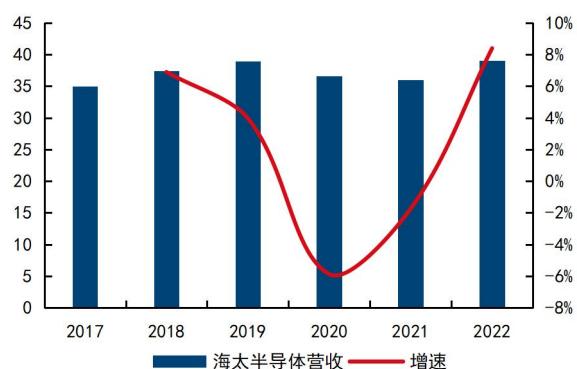
## 半导体：与海力士稳定合作，同时探索自有业务

**与 SK 海力士成立合资公司，以包销模式向其提供半导体后工序服务。**2009 年公司在控股股东产业集团的推荐下与韩国半导体企业 SK 海力士合作，合资成立海太半导体，公司持股 55%。海太半导体主要从事半导体生产的后工序服务，包括探针测试、封装、封装测试、模块装配、模块测试服务。海太半导体的生产设备按照约定排他性地用于向海力士提供后工序服务。在一期服务合同到期后，2015 年和 2020 年公司与 SK 海力士又续签了二期、三期合同，新一期合同将于 2025 年 6 月 30 日到期。

**通过与海力士的合作，公司得以用较低的成本切入集成电路产业。**海太半导体向海力士提供的后工序服务价格以“成本+约定收益+少量激励”的形式确定，约定收益为投入总资本的 10%。在不影响向海力士提供服务的前提下，公司也可以向经营非内存商品的第三方提供服务。

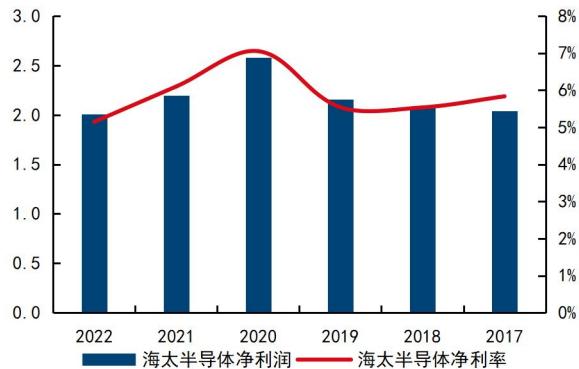
**海太半导体以销定产，稳定贡献收入和利润。**由于海太半导体提供的后工序服务产品全部销往 SK 海力士，所以其销量即产量。海太半导体与 SK 海力士合作稳定，订单量稳定增长，2022 年海太半导体实现营业收入 39.0 亿元，同比增长 8.4%，占公司半导体业务收入的 84.2%，实现净利润 2.0 亿元，净利率 5.8%保持稳定。

图36: 海太半导体营收及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

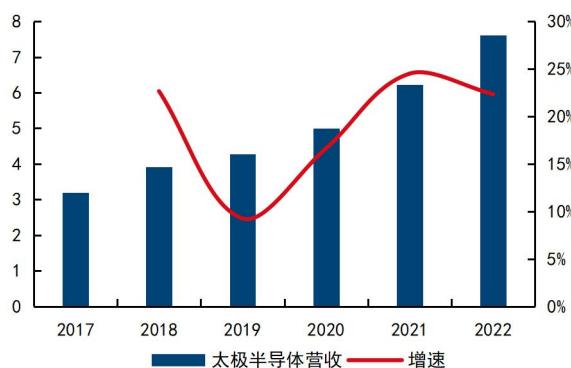
图37: 海太半导体净利润及净利率 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

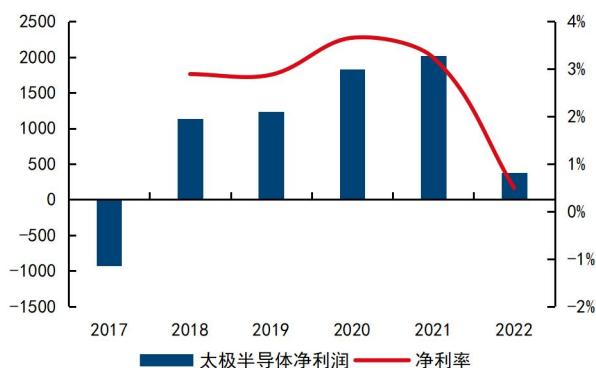
**收购成立太极半导体，持续探索自有半导体业务。**2012年公司新设子公司“太极半导体”和“太极微电子”收购EEMS Italia S.p.A(新义意大利)持有的中国子公司的“新义半导体”和“新义微电子”全部资产。太极半导体独立开展半导体封装测试和模组装配业务，以市场化方式获取订单；太极微电子的厂房设备和土地一直处于闲置状态，公司于2015年出售了相关资产。太极半导体2022年实现营业收入7.6亿元，近五年复合增速28.9%，但利润率较低，2022年实现净利润374.8万元。为进一步发展自有半导体业务，2022年公司以自有资金向太极半导体增资2亿元用于扩充DRAM和NAND Flash封装测试产能。

图38: 太极半导体营收及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

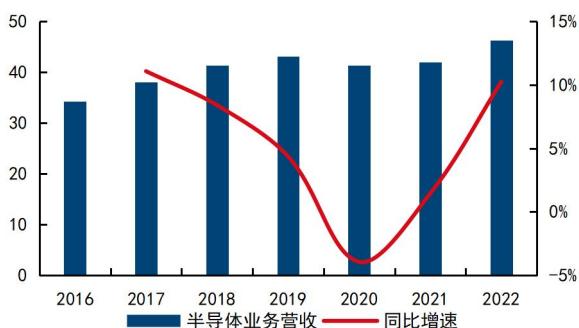
图39: 太极半导体净利润及净利率（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

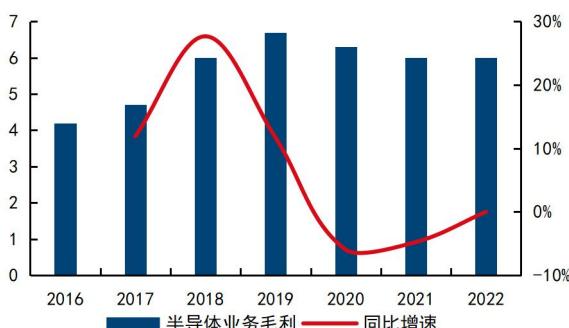
**持续合作结合自有业务探索，半导体业务稳定贡献营收和业绩。**2022年公司半导体业务实现营业收入46.3亿元，同比增长10.2%，营收五年复合增长率4.0%；2022年实现毛利6.0亿元，与上年持平，五年复合增长率为5.0%。

图40: 公司半导体业务营收及增速（单位：亿元，%）

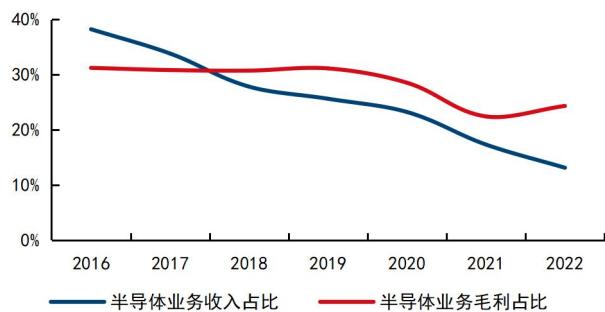


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图41: 公司半导体业务毛利及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**图42: 公司半导体业务收入及毛利占比 (单位: %)**


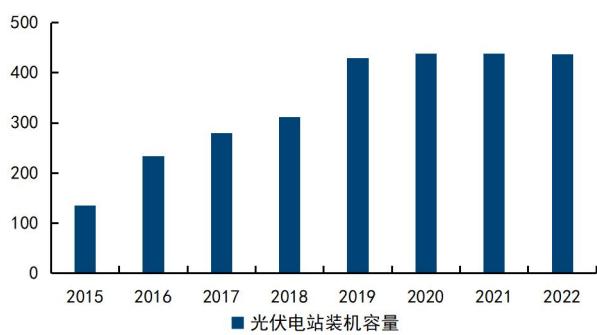
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

**图43: 公司半导体业务毛利率与整体毛利率对比 (单位: %)**

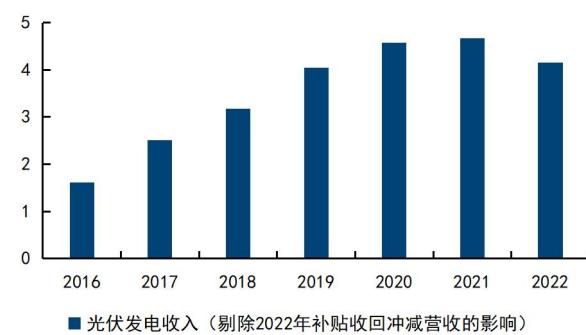

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

## 光伏发电: 在手电站仍有望稳定贡献业绩

**在手 40 个光伏电站稳定贡献收入。**公司光伏电站投资运营业务以子公司十一科技为实施主体, 截止 2022 年底, 在手电站 40 个, 包括 18 个集中式光伏电站和 22 个分布式光伏电站, 总装机容量 436,78MW。2020 年后, 公司没有新增光伏电站, 在手光伏电站稳定贡献收入, 若剔除部分电站补贴收回冲减营收 3.54 亿元的影响, 公司 2022 年实现光伏发电收入 4.16 亿元。

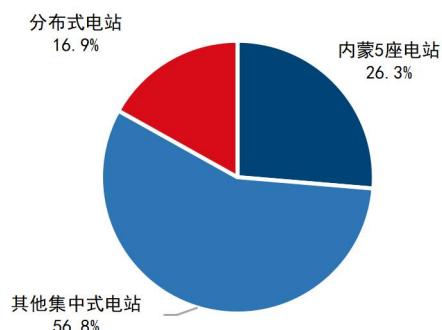
**图44: 公司光伏电站装机容量 (单位: MW)**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

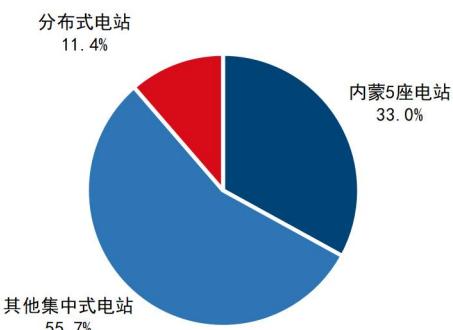
**图45: 公司光伏发电收入 (剔除补贴收回影响) (单位: 亿元)**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**补贴收回事件预计未来导致光伏发电收入下降 24.3%。**此次被收回补贴的 5 个光伏电站合计装机容量 115MW, 占公司全部装机容量的 26.3%, 2022 年累计上网电量 19742 万 kWh, 占公司所有电站上网电量的 35.4%。此前受影响的 5 个光伏发电项目含税上网电价按 0.9 元/kwh 执行, 预计电价批复废止后, 涉及的 5 座电站将不享受 0.6171 元/kwh 的电费补贴, 未来将执行 0.2829 元/kwh 的标杆电价。即假设所有光伏电站发电量不变, 5 座电站的发电收入下一年将减少 68.6%, 对应公司光伏发电收入将减少 24.3%。

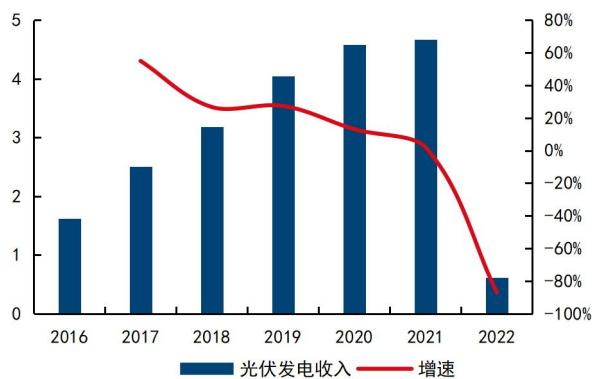
**图46: 公司光伏电站装机容量结构 (单位: MW)**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

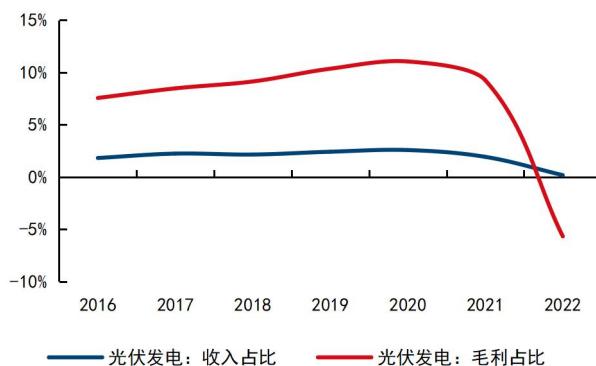
**图47: 公司光伏电站发电量结构 (单位: 万千瓦时)**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**补贴收回对公司总体收入影响有限, 未来在手电站仍有望稳定贡献收入和利润。**2021年公司光伏发电业务实现营业收入 4.67 亿元, 剔除补贴收回损失后, 每年大约能贡献约 3.5 亿元的营收、约 1.8 亿元的毛利, 预计将占总体毛利的 4%-8%。公司未来计划“进一步规范新能源业务运作, 吸取过往教训”, 对新的光伏电站开发项目将保持相对谨慎。

**图48: 公司光伏发电业务营收及增速 (单位: 亿元, %)**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图49: 公司光伏发电业务收入及毛利占比 (单位: %)**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 财务分析：轻重资产结合，ROE 稳步回升

### 盈利能力：“低毛利”的总承包业务推动整体盈利能力提升

**ROE 持续提升，置入资产显著提振利润率。**2016 年公司收购十一科技后整体 ROE 得到显著提振，2021 年公司整体 ROE 为 11.8%，净利润率 4.2%，毛利率 11.0%。2016 年收购十一科技后，公司 ROE 水平得到明显提振，十一科技 2014 年起拓展重资产模式的光伏投资运营业务，导致十一科技 ROE 水平较之前有明显下降，而随着光伏电站陆续投入运营，整体 ROE 水平企稳回升。公司另一核心子公司海太半导体 ROE 水平保持在 12% 以上，2022 年海太半导体 ROE 12.31%。

图50: 公司及子公司十一科技 ROE 变化与同业对比(单位:%)

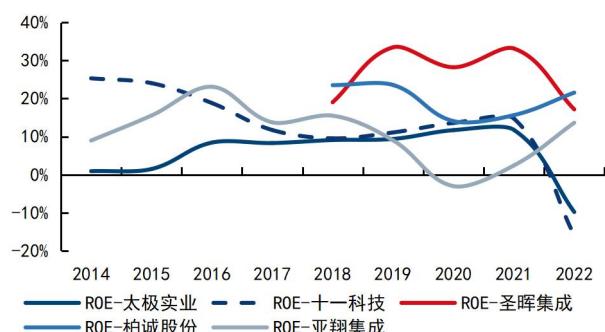
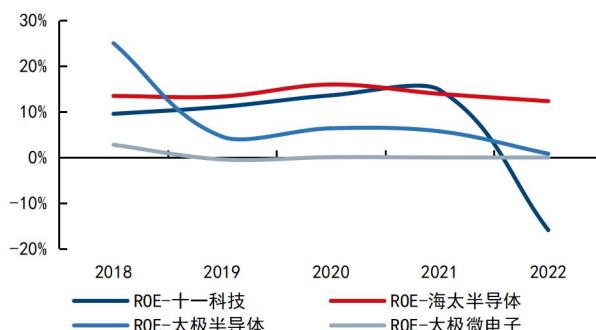


图51: 公司核心子公司 ROE 变化 (单位: %)



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**总包比例提升，毛利率降但净利率不降。**公司主营业务整体毛利率由 2016 年的 14.87% 下滑至 2021 年的 10.98%，而净利率保持稳定。毛利率降而净利率不降的原因主要是毛利较低的工程总包业务占比提升，工程总包业务收入占比由 2016 年的 45.0% 提升至 2022 年的 78.6%，而 2022 年工程总包业务毛利率为 1.9%，明显低于整体毛利率。但由于公司的工程总包业务以转包分包模式运营，仅负责工程的组织管理，实际投入资源较少，故不会拉低整体净利率。

图52: 公司净利率和毛利率变化 (单位: %)

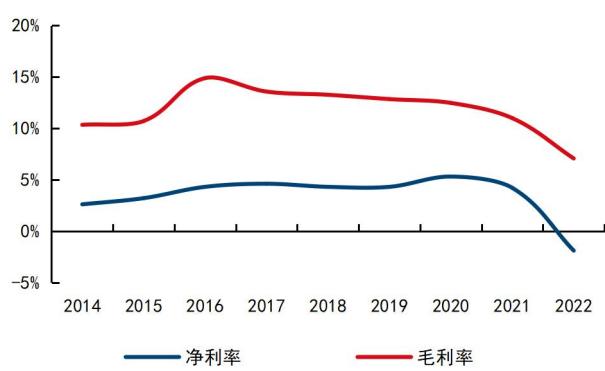
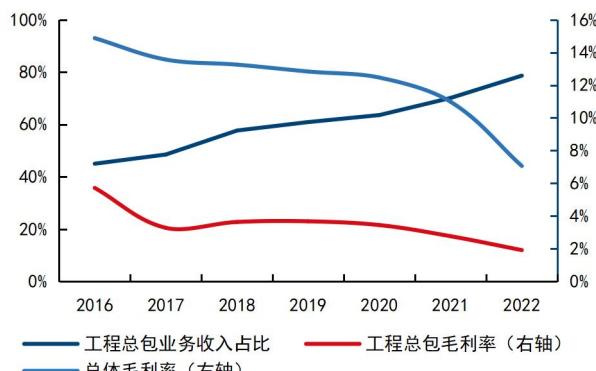


图53: 公司工程总包营收占比和毛利率变化 (单位: %)



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

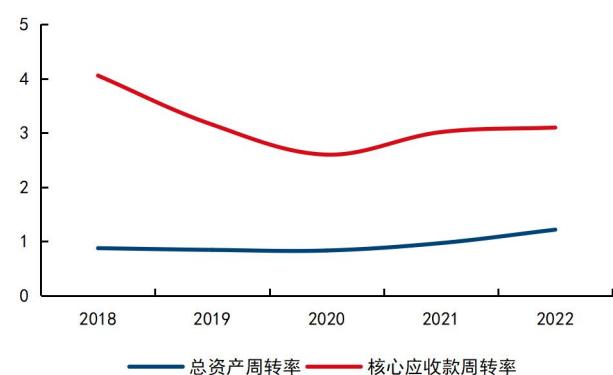
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

## 营运能力：商业模式转变，周转速度筑底回升

核心应收款规模增加但保持上下游净占款。由于公司工程总包业务占比增加，相应的资产规模快速增加，导致核心应收款（应收票据及账款、预付款项、合同资产之和）周转率有所下降，2020年后企稳回升，2022年公司核心应收款周转率为3.1。2022年末公司核心应收款规模113.6亿元，核心应付款（应付票据及账款、预收款项、合同负债）规模135.6亿元，公司对上下游净占款22亿元。公司传统设计咨询业务产生的应收款较少，应收款周转较快，而总包比例提升虽然拖累了周转速度，但公司对下游的占款能力较强，流动性压力相对可控。

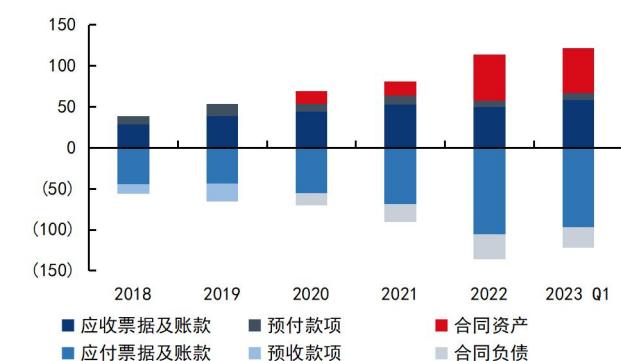
光伏电站进入运营阶段，总资产周转率稳步提升。2018-2020年虽然核心应收款周转率下降，但公司旗下光伏电站陆续进入运营阶段，资产盈利能力提升，对冲了总包业务占比提升对总资产周转率的影响，总资产周转率由2018年的0.88提升至2022年的1.22。

图54: 公司总资产周转率和核心应收款周转率变化(单位:%)



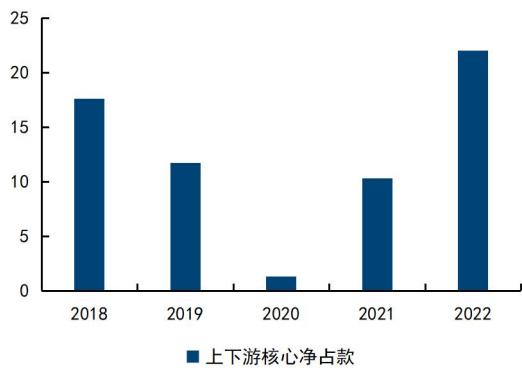
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图55: 公司核心应收款和核心应付款规模变化(单位:亿元)



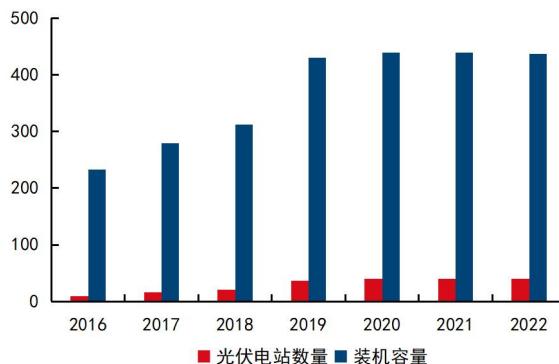
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理（为方便对比，核心应付款规模以负数表示）

图56: 公司历年对上下游核心净占款变化(单位:亿元)



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图57: 公司旗下光伏电站数量和装机量变化(单位:亿元)

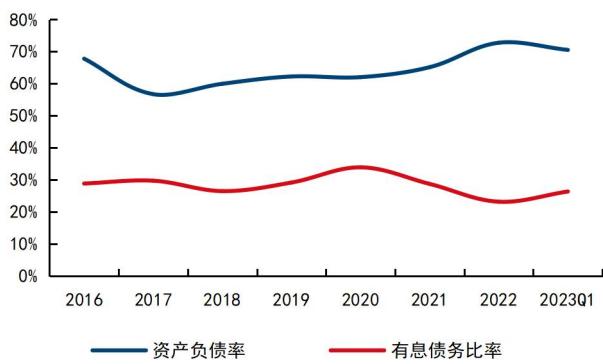


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

## 偿债能力：债务压力边际下降，经营性现金流持续增长

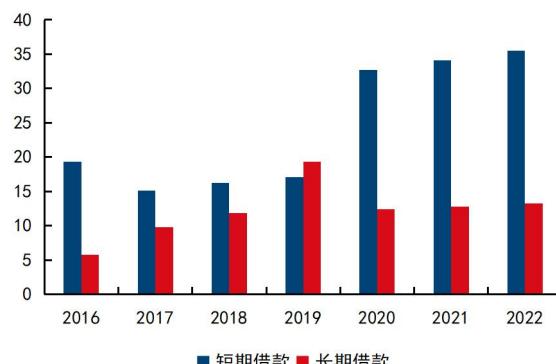
负债率相对较高，放缓光伏投资后有息债务比率下降。2022年末公司资产负债率为72.8%，负债中有息债务比率为23.2%，在同行业中属于较高水平。公司作为工程总包方产生较多的应付账款和合同负债等无息负债，拉高了整体资产负债率，光伏投资业务需要前期较大的资金投入，加大了对有息债务的需求，在2019年后公司放缓光伏投资，长期借款规模相对下降。

图58: 公司资产负债率和有息负债比率（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图59: 公司长短期借款规模变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

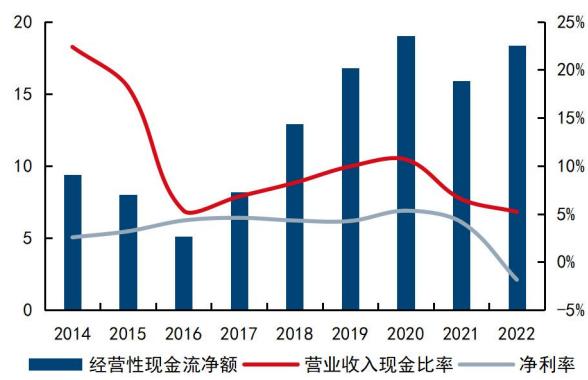
**现金占款能力强，经营性现金流持续稳健增长。**公司近年来收现比始终高于付现比，显示出一定的占款能力，虽然随着工程总包占比提升，公司收现比整体略有下滑，但大部分的回款压力都能够转嫁给合作供应商，2022年公司收现比95.4%，付现比87.3%。公司经营性现金流持续增长，净利润现金含量持续大于1，2022年公司实现经营性现金流净额18.3亿元，营收现金比率5.2%，持续保持稳健的现金流入。

图60: 公司收现比和付现比（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图61: 公司经营性现金流净额、营收现金比率及净利率(单位：亿元，%)



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

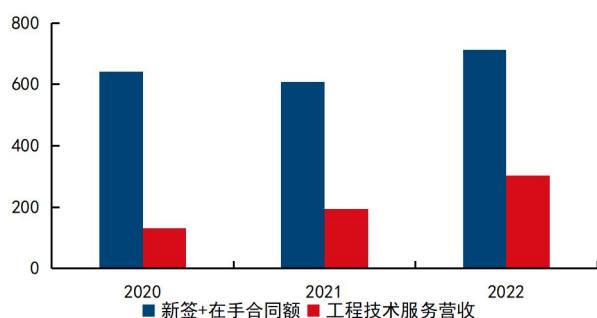
## 盈利预测

### 核心假设

**工程技术服务：未来三年营业收入增长 17.9%/18.9%/21.0%**

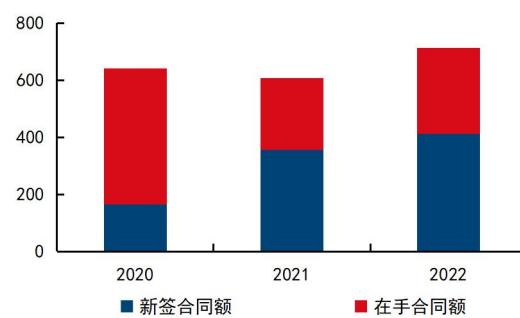
**假设 1：短期内订单增长不对收入增长构成制约，预计未来将持续扩大工程服务“产能”。**2021–2022 年公司新签和在手工程合计订单分别为 355.7 亿元和 411.7 亿元，同期营业收入分别为 195.2 亿元和 303.8 亿元，考虑到公司工程项目周期相对较短（大约为 10–12 个月），可以判断公司新签订单持续高增，在手订单储备充足，短期内订单增长不对收入增长构成制约。假设公司将持续扩大人员规模以提升对在手订单的履约能力，假设 2023–2025 年公司平均在职人数增速分别为 10%/10%/10%。（公司工程业务人员占比高，这里以工程人员数量变化趋势推测全体员工数量变化趋势）

图62: 公司订单储备相对充足（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图63: 公司订单储备结构（单位：亿元）

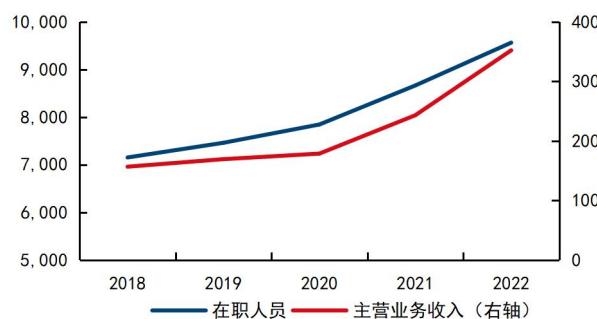


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**假设 2：公司持续推进总承包转型，工程总包收入占比持续提升。**加大工程总承包业务占比有益于公司持续扩大营收规模，提升行业影响力和市场占有率，打造平台化优势。预计将持续践行平台化战略，提升工程总包业务占比，假设 2023–2025 年工程总包收入在工程技术服务中占比分别为 92%/93%/94%。

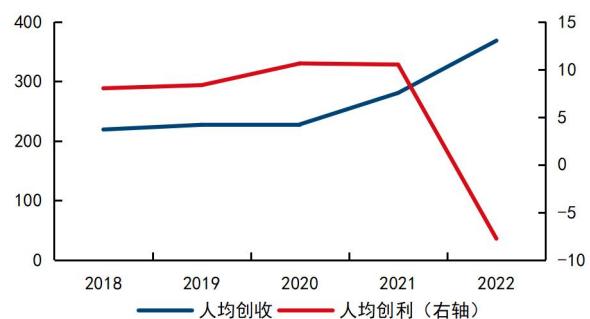
**假设 3：受益于总包占比提升，公司人效将明显提升。**相对设计咨询业务，工程总包单项合同额更高，人力杠杆更高，预计 2023–2025 年公司人均创收分别增长 8%/10%/12%。

图64: 公司在职人员与主营业务收入（单位：人，亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图65: 公司人均创收与人均创利（单位：万元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**假设 4：总包业务毛利率将触底回升，设计咨询毛利率将稳步提升。**公司总包业务以分包为主，公司自身资源投入较少，主要负责工程管理工作，因此毛利率较低，2022 年为 1.9%。预计公司工程总包收入占比持续提升，毛利率仍会维持较低水平，但随着高科技工程市场空间持续释放，上游需求快速增长，下游分包环节竞争加剧，公司议价能力提升，工程总包毛利率有望触底回升，假设 2023–2025 年工程总包毛利率为 2.0%/2.8%/3.5%。

设计咨询业务方面，由于公司在高端市场竞争力较强，随着高科技工程市场空间释放，凭借多年积累的品牌力和技术优势，公司议价权有望稳步提升，进而推动毛利率提升，假设 2023–2025 年公司设计咨询业务毛利率分别为 53%/54%/55%。

**根据以上假设，预测公司工程技术服务业务 2023–2025 年实现营业收入增长 18.8%/21.0%/23.2%，毛利率分别为 6.1%/6.4%/6.6%。**

表2: 工程技术服务业务收入和毛利预测（灰底区域代表关键假设数据）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入（亿元）</b>	<b>131.5</b>	<b>195.2</b>	<b>303.8</b>	<b>360.9</b>	<b>436.7</b>	<b>538.1</b>
<b>增速</b>	<b>8.7%</b>	<b>48.4%</b>	<b>55.7%</b>	<b>18.8%</b>	<b>21.0%</b>	<b>23.2%</b>
平均在职人数	7650	8252	9111	10022	11024	12126
增速		7.9%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%
人均创收（万元）	171.9	236.5	333.5	360.2	396.2	443.7
增速		37.6%	41.0%	8.0%	10.0%	12.0%
工程总包收入（亿元）	113.4	170.3	276.7	332.1	406.2	505.8
工程总包毛利率	3.5%	2.8%	1.9%	2.0%	2.8%	3.5%
设计咨询收入（亿元）	18.1	24.9	27.1	28.9	30.6	32.3
设计咨询毛利率	51.4%	52.7%	52.9%	53.0%	54.0%	55.0%
<b>工程技术服务毛利率</b>	<b>10.0%</b>	<b>9.1%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.6%</b>
工程总包收入占比	86.3%	87.3%	91.1%	92.0%	93.0%	94.0%
<b>工程技术服务毛利（亿元）</b>	<b>13.2</b>	<b>17.8</b>	<b>19.7</b>	<b>21.9</b>	<b>27.9</b>	<b>35.5</b>

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所预测

### 半导体业务：未来三年营业收入增长 5.0%/6.0%/7.0%

公司与 SK 海力士合资公司海太半导体贡献了大部分半导体业务的营收和利润，由于 SK 海力士的订单相对稳定，公司半导体业务增速相对平稳，近五年营收和毛利润复合增长率分别为 4% 和 5%。同时考虑到公司成立太极半导体同步开展自有半导体业务，尽管利润贡献较低，但营收规模保持相对快速增长（近五年复合增速 28.9%）。预测半导体业务 2023–2025 年营业收入增速分别为 5.0%/6.0%/7.0%，毛利率维持在 13%。

表3: 半导体业务收入和毛利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入(亿元)</b>	<b>41.4</b>	<b>42.0</b>	<b>46.3</b>	<b>49.0</b>	<b>51.5</b>	<b>53.5</b>
<b>增速</b>	<b>-3.9%</b>	<b>1.5%</b>	<b>10.1%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.0%</b>
<b>毛利率</b>	<b>15.3%</b>	<b>14.2%</b>	<b>13.1%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>
<b>毛利（亿元）</b>	<b>6.3</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.4</b>	<b>6.7</b>	<b>7.0</b>

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所预测

### 光伏发电业务：未来三年营业收入保持在 3.6 亿元

截止 2022 年底，在手电站 40 个，包括 18 个集中式光伏电站和 22 个分布式光伏电站，总装机容量 436,78MW。假设公司后续不再投资开发新的光伏电站项目，2022 年被收回补贴的 5 个光伏电站以平价继续运营。假设其他条件不变，则 2023-2025 年光伏发电业务收入在 2021 年的基础上下降 24.3%，每年贡献 3.6 亿元营业收入，毛利率下降至 38.9%。

表4：光伏发电业务收入和毛利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	4.6	4.7	0.6	3.6	3.6	3.6
毛利（亿元）	2.5	2.5	-1.4	1.4	1.4	1.4
毛利率	53.5%	52.8%	-230.7%	38.9%	38.9%	38.9%

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所预测

### 其他业务：未来三年营业收入增长 5%/5%/5%。

其他收入主要为子公司太极国贸的材料销售业务，由于业务尚处于发展初期，未来不确定性较大，谨慎预测未来收入保持 5%增速，毛利率保持在 40%。

综上所述，预计未来 3 年营收 414.9/493.2/596.7 亿元，同比+17.9%/+18.9%/+21.0%，毛利率 7.2%/6.9%/6.5%，毛利 29.9/32.1/33.4 亿元，同比+21.8%/+20.8%/+21.5%。

表5：未来三年分业务收入及毛利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	178.5	242.9	352.0	414.9	493.3	596.7
增速	5.5%	36.1%	44.9%	17.9%	18.9%	21.0%
工程技术服务	131.5	195.2	303.8	360.9	436.7	538.1
半导体	41.4	42.0	46.3	49.0	51.5	53.5
光伏发电	4.6	4.7	0.6	3.6	3.6	3.6
其他	1.0	1.1	1.3	1.3	1.4	1.5
毛利率	12.5%	11.0%	7.1%	7.3%	7.4%	7.4%
工程技术服务	10.0%	9.1%	6.5%	6.1%	6.4%	6.6%
半导体	15.3%	14.2%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
光伏发电	53.5%	52.8%	-230.7%	38.9%	38.9%	38.9%
其他	24.6%	38.2%	42.7%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利	22.2	26.7	24.8	30.3	36.5	44.4
增速	2.4%	20.0%	-6.9%	21.8%	20.8%	21.5%

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所预测

## 未来 3 年业绩预测

表6: 未来 3 年盈利预测表（单位: 百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	24289	35195	41491	49325	59673
<b>营业成本</b>	21622	32712	38466	45671	55232
<b>销售费用</b>	53	66	79	94	113
<b>管理费用</b>	604	650	641	755	907
<b>研发费用</b>	767	1098	1162	1356	1581
<b>财务费用</b>	146	168	161	171	182
<b>营业利润</b>	1147	(590)	1018	1297	1660
<b>利润总额</b>	1137	(617)	1000	1275	1640
<b>归属于母公司净利润</b>	909	(743)	801	1042	1363
<b>EPS (元)</b>	0.43	-0.35	0.38	0.49	0.65
<b>ROE</b>	11.32%	-10.44%	10.43%	12.40%	14.57%

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2023–2025 年收入分别为 414.9/493.3/596.7 亿元, 归属母公司净利润 8.01/10.42/13.63 亿元, 归母净利增速分别为 -20.7.8% (扭亏) /+30.1% /+30.9%。每股收益 2023–2025 年分别为 0.38/0.49/0.65 元。

## 估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 8.08–9.12 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：8.08–11.10 元

公司工程总包业务占比增大导致营收规模快速提升，而预计相应的营业费用规模并不会快速增长，因此预计期间费用率普遍会有所下降。未来 10 年估值假设条件见下表：

表7：公司盈利预测假设条件

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入增长率</b>	5.49%	36.10%	44.90%	17.89%	18.88%	20.98%	17.98%	14.98%
<b>营业成本/营业收入</b>	87.54%	89.02%	92.94%	92.71%	92.59%	92.56%	92.46%	92.36%
<b>管理费用/营业收入</b>	2.68%	2.38%	1.77%	1.50%	1.49%	1.49%	1.49%	1.48%
<b>研发费用/营业收入</b>	3.00%	3.16%	3.12%	2.80%	2.75%	2.65%	2.55%	2.45%
<b>销售费用/销售收入</b>	0.22%	0.22%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%
<b>营业税及附加/营业收入</b>	0.24%	0.26%	0.19%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
<b>所得税税率</b>	10.47%	10.87%	-6.22%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
<b>股利分配比率</b>	42.99%	39.39%	0.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Choice，国信证券经济研究所预测

表8：资本成本假设

<b>无杠杆 Beta</b>	1.25	<b>T</b>	10.50%
<b>无风险利率</b>	3.00%	<b>Ka</b>	13.00%
<b>股票风险溢价</b>	8.00%	<b>有杠杆 Beta</b>	1.77
<b>公司股价（元）</b>	6.55	<b>Ke</b>	17.20%
<b>发行在外股数（百万）</b>	2106	<b>E/(D+E)</b>	68.06%
<b>股票市值(E, 百万元)</b>	13585	<b>D/(D+E)</b>	31.94%
<b>债务总额(D, 百万元)</b>	6374	<b>WACC</b>	13.14%
<b>Kd</b>	5.00%	<b>永续增长率(10年后)</b>	1.0%

资料来源：Choice，国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司每股价值为 9.36 元。

表9：公司 FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>EBIT</b>	1,040.4	1,325.1	1,689.9	2,140.6	2,629.1
<b>所得税税率</b>	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
<b>EBIT*(1-所得税税率)</b>	931.2	1,185.9	1,512.4	1,915.9	2,353.1
<b>折旧与摊销</b>	728.3	771.8	806.3	842.2	879.4
<b>营运资金的净变动</b>	594.5	245.4	493.0	445.8	377.7
<b>资本性投资</b>	(502.1)	(521.3)	(543.3)	(563.1)	(580.1)
<b>FCFF</b>	1,751.9	1,681.8	2,268.4	2,640.7	3,030.0
<b>PV(FCFF)</b>	1,548.5	1,313.9	1,566.4	1,611.9	1,634.7
<b>核心企业价值</b>	<b>23,652.3</b>				
<b>减：净债务</b>	3,939.8				
<b>股票价值</b>	<b>19,712.5</b>				
<b>每股价值</b>	<b>9.36</b>				

资料来源：Choice，国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析，综合得出合理每股价值区间为 8.08–11.10 元。

表10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（单位：元）

		WACC 变化				
		12. 1%	12. 6%	13. 13%	13. 6%	14. 1%
永续增长率变化	2. 0%	11. 10	10. 42	9. 80	9. 24	8. 72
	1. 5%	10. 80	10. 16	9. 57	9. 04	8. 55
	1. 0%	10. 53	9. 92	9. 36	8. 85	8. 38
	0. 5%	10. 28	9. 70	9. 17	8. 68	8. 23
	0. 0%	10. 05	9. 50	8. 99	8. 52	8. 08

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值：7.03–9.12 元

我们在不同领域选取不同的可比公司：在工程领域选择洁净室系统集成服务商圣晖集成和亚翔集成、轻工工程行业设计与工程总包龙头中国海诚；在半导体领域选择集成电路封测龙头长电科技、通富微电、华天科技，在光伏发电领域选择光伏电站运营龙头浙江新能、太阳能、晶科科技。

表11: 可比公司估值情况(截止 8 月 24 日)

公司简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS	PE	
			2023E	2024E	2023E
<b>工程技术服务</b>					
圣晖集成	35. 75	35. 9	1. 72	2. 29	22. 11
亚翔集成	15. 73	33. 4	1. 23	1. 40	12. 81
柏诚股份	14. 81	77. 4	0. 61	0. 76	24. 28
中国海诚	11. 46	50. 9	0. 62	0. 76	18. 45
东华科技	8. 62	61. 0	0. 49	0. 59	17. 84
航天工程	14. 36	77. 0	0. 40	0. 52	35. 65
<b>平均</b>				<b>21. 86</b>	<b>17. 36</b>
<b>半导体</b>					
长电科技	30. 86	537. 5	1. 40	1. 97	22. 05
通富微电	19. 15	281. 9	0. 46	0. 72	41. 70
华天科技	8. 60	276. 2	0. 26	0. 37	33. 55
<b>平均</b>				<b>32. 44</b>	<b>21. 84</b>
<b>光伏发电</b>					
浙江新能	10. 35	249. 4	0. 52	0. 68	21. 52
太阳能	5. 93	233. 0	0. 53	0. 69	11. 13
晶科科技	3. 90	143. 2	0. 15	0. 21	25. 22
<b>平均</b>				<b>19. 29</b>	<b>14. 50</b>
<b>太极实业</b>	6. 45	138. 0	0. 38	0. 49	16. 97
					13. 16

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

综合考虑各业务毛利占比、业务特点和母公司所占权益比例，预测公司工程技术/半导体/光伏发电业务 2023 年可实现归属于母公司的净利润 6.6/1.0/0.5 亿元。由于公司业务模式特殊，我们在分部估值时在参考可比公司估值水平的同

时进行一定调整：

◆ **工程技术服务**：公司的业务领域集中在电子及高端制造、生物医药、光伏等领域，与洁净室系统集成工程企业类似，但与其所处产业链环节不同，公司处于上游设计和总包环节，技术壁垒更高，议价能力更强，因此公司工程业务合理的估值水平应高于洁净室系统集成领域的可比公司。公司设计牵头的工程总承包模式与其他专业工程领域设计主导的工程总承包商类似，但公司所处高科技工程行业更具成长空间，因此公司工程业务合理的估值水平应高于其他专业工程总承包商。给予公司工程技术服务部分 2023 年 PE 估值 20-26x。

表12：公司工程技术服务业务与可比公司的可比性分析

股票代码	可比公司名称	与公司的可比性	业务简介	总市值（亿元）	PE (TTM)	PB
601133.SH	柏诚股份		公司主要专注于为高科技产业的建厂、技改等项目提供专业的洁净室系统集成整体解决方案，覆盖半导体及泛半导体、新型显示、生命科学、食品药品大健康等国家重点产业，是国内少数具备承接多行业主流项目的洁净室系统集成解决方案提供商之一。洁净室系统集成业务收入占比 66.4%，机电工艺系统业务收入占比 23.9%，设计业务占比 0.4%，毛利率 14.7%，设计业务毛利率 39.1%。	70	33.17	2.60
603163.SH	圣晖集成		公司是为先进制造业提供洁净室系统集成工程整体解决方案的一站式专业服务商，具备实施从工程施工设计到采购、施工、运维等系统集成完整的全产业链能力。洁净室工程收入占比 93.8%，其他机电安装工程收入占比 6.1%，毛利率 15.4%。	35	25.33	3.38
603929.SH	亚翔集成		公司系主要为高科技产业提供洁净室系统集成工程解决方案及实施服务的专业服务商，主营业务为 IC 半导体和光电等高科技电子产业等相关领域的建厂工程提供洁净室工程、机电工程及建筑工程等服务。工程施工收入占比 62.4%，设备销售收入占比 36.8%，毛利率 10.8%。	33	16.14	2.73
002116.SZ	中国海诚		公司前身为中国轻工业上海设计院，在制浆造纸、食品发酵、制糖工业、烟草酿酒等轻工业工程领域具备较强的竞争力，公司工程承包业务收入占比 66.1%，咨询服务业务收入占比 33.8%，工程承包毛利率 7.18%，咨询服务毛利率 24.9%。	53	24.17	3.12
002140.SZ	东华科技		东华科技的主营业务是为国内外工程项目建设提供咨询、设计、施工、总承包等全过程、全产业链的综合服务，主要服务于石油化工工程、建筑工程、市政工程等领域。公司在乙二醇工程领域占有较高的市场份额和具有明显的优势地位。公司总承包收入占比 94.5%，设计、技术性收入占比 3.6%，总承包毛利率 11.3%，设计、技术性收入毛利率 30.9%。	61	20.86	1.62
603698.SH	航天工程		公司主营业务是以航天粉煤加压气化技术为核心，专业从事煤气化技术及关键设备的研发、工程设计、技术服务、设备成套供应及工程总承包。公司主要产品包括专利技术实施许可、专利专有及通用设备销售、设计与咨询、工程建设。公司专利专有及通用设备销售收入占比 62.3%，工程建设收入占比 32.9%，设计咨询收入占比 2.9%，工程建设毛利率 3.7%，设计咨询毛利率 10.0%。	75	41.50	2.38
600667.SH	太极实业	-	-	133	-	1.83

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- ◆ **半导体**：公司半导体业务较大程度上依赖于 SK 海力士的订单，业务成长性较可比公司较弱，因此公司半导体业务合理的估值水平应低于可比公司，综合确定公司半导体业务部分 2023 年 PE 估值 15-18x。
- ◆ **光伏发电**：公司今年没有新增光伏电站项目，预计未来在手光伏电站稳定运营，成长性相对于可比公司较弱，因此公司光伏发电业务合理的估值水平应低于可比公司，综合确定公司光伏发电业务部分 2023 年 PE 估值 10-15x。

表13：公司分部估值

分部估值	2023E 归母净利润 (亿元)	PE 下限	PE 上限	估值下限 (亿元)	估值上限 (亿元)	股价下限	股价上限
工程技术服务	6.6	20	26	132.0	171.6	-	-
半导体	1.0	15	18	12.0	14.4	-	-
光伏发电	0.5	10	15	4.0	6.0	-	-
合计	8.1	18.77	24.33	148.0	192.0	7.03	9.12

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所预测

参考以上可比公司估值水平确定估值上下限，同时考虑到公司半导体和光伏发电业务成长性偏弱，与工程技术服务业务的协同效应有限，在分部估值的基础上对这两个板块的分布估值给予 20% 折价，综合确定公司相对估值法的合理估值区间为 148–192 亿元，对应股价 7.03–9.12 元。

结合绝对估值法，公司合理每股价值区间为 8.08–9.12 元，较当前股价有 28.3%–44.8% 的空间。

### 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司作为高科技工程设计和总包龙头企业，在电子和高端制造、光伏组件、生物医药工程等领域有较强的竞争力，设计业务壁垒高，盈利能力强，有望充分受益于高科技工程市场需求扩大；半导体和光伏业务稳健运营，有望持续贡献收入和利润。预测公司 2023–2025 年归母净利润 8.01/10.42/13.63 亿元，每股收益 0.38/0.49/0.65 元，对应当前股价 PE 为 17.0/13.0/10.0X。综合绝对估值和相对估值，确定公司合理估值区间 8.08–9.12 元，较当前股价有 28.3%–44.8% 的空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在8.08–9.12元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司工程技术服务收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为3.0%、风险溢价8.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为1%，尽管估计偏谨慎，但仍然不排除公司所处行业在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面，我们选取了与公司分版块业务相近的公司作为可比公司，我们结合公司自身业务模式的特殊性，综合考虑后确定公司分部估值的合理区间，可能存在公司估值高估的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们预测公司工程技术服务新签订单会随市场空间扩大而快速增长，由于目前在手订单较多，短期内订单增长不对收入增长构成制约，但存在后续订单增速不及预期，导致收入增长不及预期的风险。
- ◆ 我们基于公司议价能力提升的假设预测公司工程总包毛利率触底回升，预测设计和咨询业务毛利率继续稳步提升，未来三年工程总包毛利率逐年提升0.1/0.8/0.7个百分点，设计和咨询毛利率逐年提升0.1/0.1/0.1个百分点，存在高估公司竞争力和技术壁垒，毛利率提升不及预期的风险。
- ◆ 我们基于公司与SK海力士持续保持良好合作关系，SK海力士订单稳定增长，公司半导体业务盈利稳步增长。但若SK海力士履约能力出现下降，或公司未能在合作期内进一步增强相关的管理、技术水平，或行业本身或其上下游的行业发生变化，可能存在半导体业务盈利能力下滑的风险。
- ◆ 我们预测公司自有半导体业务持续发展，盈利能力持续提升，但存在公司自有半导体业务竞争力不足，订单获取能力下降，盈利能力下滑的风险。
- ◆ 我们预测公司当前在手光伏电站稳定运营，但存在发电补贴无法收回，光伏电站利用率不足，发电收入下降的风险。

### 宏观经济形势变化的风险

公司半导体业务和工程技术服务业务与宏观经济运行状态呈正相关关系，如果宏观经济景气度下滑，半导体订单和高科技工程投资规模可能出现大幅度下降，将对公司业务造成不利影响。

## 政策变化的风险

国内半导体行业和光伏行业的高速发展很大程度上受益于国家相关产业政策的大力扶持。如果未来国家的相关支持政策发生变化，高科技工程投资额可能出现下滑，导致公司工程技术服务业收入下滑，光伏发电补贴可能无法收回，导致光伏发电项目经济回报出现下滑。

## 市场竞争的风险

半导体行业内跨国企业主要通过独资或与国内企业合资的形式进行大规模投资，不断向国内转移后工序业务生产能力。如果未来外资企业进一步加大投资且产能得以实现，不排除公司届时将面临更复杂的市场环境和竞争格局，从而加大公司半导体业务的经营难度和经营风险。

工程设计行业竞争激烈，尽管公司处于相对竞争环境较好的高科技工程赛道，且在资质、品牌、市场影响力等方面具有优势，但仍不排除其他潜在竞争对手进入，技术进步加速，公司维持领先市场地位的难度进一步加大的风险。

## 子公司海太半导体对单一客户依赖的风险

公司半导体业务的主要经营主体海太半导体以包销模式向SK海力士提供半导体后工序服务，海太半导体与SK海力士签署有排他性供货协议。2022年海太半导体实现营业收入39.0亿元，占公司半导体业务收入的84.2%。我们基于公司与SK海力士持续保持良好合作关系，SK海力士订单稳定增长，公司半导体业务盈利稳步增长。但若SK海力士履约能力出现下降，或公司未能在合作期内进一步增强相关的管理、技术水平，或行业本身或其上下游的行业发生变化，可能存在半导体业务盈利能力下滑的风险。

## 工程总包业务中设备供应商议价能力提升的风险

公司从事的工程总包业务包含工程设备、工程材料的采购，这些设备和原材料的消耗在工程总成本中占据一定的比重，当前设备和原材料供应商厂家众多，但不排除随着工程对设备的要求提高，上游设备商集中度提升，可能导致公司总包盈利能力下降。

## 核心技术人员流失的风险

公司所从事的行业属于技术、知识密集型行业，核心技术人员掌握了大量的关键技术，工程设计领域的项目承揽也非常看重具备丰富经验和知名度的技术专家品牌效应，这些核心技术人员一旦流失，则有可能出现公司核心技术失密或知识产权被他人侵权等情况，将对公司的行业影响力和长期发展造成重要影响，外部企业的招揽可能会造成科技人才队伍的不稳定，从而给公司经营发展带来一定的风险。

## 应收账款减值的风险

2022年公司对腾晖光伏的光伏电站工程项目应收工程款计提了1.80亿元的信用减值，对当年公司业绩造成较大影响。如果国家宏观经济走势发生改变对电子高科技、太阳能光伏和生物工程等行业发展出现较大不利影响，公司的主要客户财务状况可能恶化，导致公司应收账款不能按期回收或无法回收的情况，将对公司业绩表现和流动资金周转产生较大影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6285	7135	9316	11415	14142	营业收入	24289	35195	41491	49325	59673
应收款项	5657	5200	6252	7568	9319	营业成本	21622	32712	38466	45671	55232
存货净额	1086	897	1763	2098	2543	营业税金及附加	62	68	104	123	149
其他流动资产	3239	7011	8298	9865	11935	销售费用	53	66	79	94	113
<b>流动资产合计</b>	<b>16425</b>	<b>20331</b>	<b>25732</b>	<b>31061</b>	<b>38040</b>	管理费用	604	650	641	755	907
固定资产	5181	4805	4584	4363	4130	研发费用	767	1098	1162	1356	1581
无形资产及其他	457	455	438	420	403	财务费用	146	168	161	171	182
投资性房地产	2291	2549	2549	2549	2549	投资收益	169	220	200	210	220
长期股权投资	702	789	789	789	789	资产减值及公允价值变动	(10)	(404)	(12)	(12)	(12)
<b>资产总计</b>	<b>25056</b>	<b>28929</b>	<b>34091</b>	<b>39183</b>	<b>45912</b>	其他收入	(813)	(1937)	(1211)	(1412)	(1638)
短期借款及交易性金融负债	4292	4306	4691	5134	5672	营业利润	1147	(590)	1018	1297	1660
应付款项	6841	10530	12447	14561	17619	营业外净收支	(10)	(27)	(18)	(23)	(21)
其他流动负债	3603	4568	6440	7798	9507	<b>利润总额</b>	<b>1137</b>	<b>(617)</b>	<b>1000</b>	<b>1275</b>	<b>1640</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>14736</b>	<b>19404</b>	<b>23577</b>	<b>27493</b>	<b>32798</b>	所得税费用	124	38	105	134	172
长期借款及应付债券	1283	1333	1683	2047	2426	少数股东损益	99	90	95	99	104
其他长期负债	306	315	327	341	358	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>909</b>	<b>(743)</b>	<b>801</b>	<b>1042</b>	<b>1363</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1589</b>	<b>1648</b>	<b>2010</b>	<b>2388</b>	<b>2784</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>16325</b>	<b>21052</b>	<b>25588</b>	<b>29881</b>	<b>35582</b>	<b>净利润</b>	<b>909</b>	<b>(743)</b>	<b>801</b>	<b>1042</b>	<b>1363</b>
少数股东权益	702	764	830	900	973	资产减值准备	(4)	368	0	(25)	(25)
股东权益	8030	7113	7674	8403	9357	折旧摊销	776	743	728	772	806
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>25056</b>	<b>28929</b>	<b>34091</b>	<b>39183</b>	<b>45912</b>	公允价值变动损失	10	404	12	12	12
						财务费用	146	168	161	171	182
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	782	1649	595	245	493
每股收益	0.43	(0.35)	0.38	0.49	0.65	其它	64	(278)	66	94	98
每股红利	0.17	0.00	0.11	0.15	0.19	<b>经营活动现金流</b>	<b>2537</b>	<b>2144</b>	<b>2201</b>	<b>2140</b>	<b>2747</b>
每股净资产	3.81	3.38	3.64	3.99	4.44	资本开支	(181)	(302)	(502)	(521)	(543)
ROIC	7.20%	3.77%	6%	8%	11%	其它投资现金流	(96)	68	(14)	(14)	14
ROE	11.32%	-10.44%	10.43%	12.40%	14.57%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(544)</b>	<b>(320)</b>	<b>(516)</b>	<b>(535)</b>	<b>(530)</b>
毛利率	11%	7%	7%	7%	7%	权益性融资	(30)	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	2%	3%	3%	3%	负债净变化	42	49	351	364	379
EBITDA Margin	8%	4%	4%	4%	4%	支付股利、利息	(358)	0	(240)	(312)	(409)
收入增长	36%	45%	18%	19%	21%	其它融资现金流	651	(1073)	385	443	539
净利润增长率	9%	-182%	-	30%	31%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(10)</b>	<b>(974)</b>	<b>496</b>	<b>494</b>	<b>509</b>
资产负债率	68%	75%	77%	79%	80%	<b>现金净变动</b>	<b>1982</b>	<b>849</b>	<b>2181</b>	<b>2099</b>	<b>2726</b>
股息率	2.6%	0.0%	1.8%	2.3%	3.0%	货币资金的期初余额	4303	6285	7135	9316	11415
P/E	14.9	(18.3)	17.0	13.0	10.0	货币资金的期末余额	6285	7135	9316	11415	14142
P/B	1.7	1.9	1.8	1.6	1.5	企业自由现金流	2429	2730	1752	1682	2268
EV/EBITDA	15.3	25.8	22.1	20.7	19.7	权益自由现金流	3121	1706	2344	2336	3023

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032