

2010年03月12日

市价(人民币): 7.80元

目标(人民币): 9.30元

## 太极实业 (600667.SH)

——借助海力士分享 DRAM 市场繁荣

卖出

减持

持有

买入

强买

## 公司基本情况(人民币)

| 项目             | 2006   | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E   | 2011E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 摊薄每股收益(元)      | 0.044  | 0.055  | 0.051  | 0.067  | 0.208   | 0.310  |
| 净利润增长率         | -9.96% | 24.53% | -7.61% | 68.12% | 209.23% | 49.06% |
| 市场 EPS 预测均值(元) | N/A    | N/A    | N/A    | 0.032  | 0.220   | 0.350  |
| 市盈率(倍)         | 88.24  | 197.50 | 56.83  | 117.91 | 37.89   | 25.42  |
| 行业优化市盈率(倍)     | 41.96  | 67.26  | 17.28  | 45.41  | 45.41   | N/A    |
| 市场优化市盈率(倍)     | 25.86  | 45.72  | 15.55  | 29.70  | 29.70   | N/A    |
| 股息率            | 0.29%  | 0.13%  | 0.48%  | 0.13%  | 0.13%   | 0.13%  |
| PE/G(倍)        | N/A    | 8.05   | N/A    | 1.73   | 0.18    | 0.52   |
| 净资产收益率         | 2.96%  | 3.38%  | 3.17%  | 5.10%  | 13.68%  | 17.01% |
| 每股净资产(元)       | 1.49   | 1.63   | 1.60   | 1.68   | 1.93    | 2.32   |
| 市净率(倍)         | 2.61   | 6.68   | 1.80   | 4.73   | 4.08    | 3.40   |
| 每股经营性现金流(元)    | 0.25   | -0.23  | 0.17   | 0.23   | -0.37   | 0.58   |
| 已上市流通 A 股(百万股) | 189.64 | 237.05 | 282.82 | 315.35 | 368.82  | 368.82 |
| 总股本(百万股)       | 368.82 | 368.82 | 368.82 | 468.82 | 468.82  | 468.82 |

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

## 基本结论、价值评估与投资建议

- n 本篇投价报告是国金 2010 年 3 月 1 日推出的“浪启中华——战略性新兴产业信息技术专题研究报告”的后续工作。是完善十大金股研究的重要组成部分。
- n 海太半导体(太极实业 55%控股)成为太极实业新的投资亮点。依托海力士,全球第二大 DRAM 制造商,海太半导体将成为中资控股的规模最大,技术先进的封装企业,而与海力士锁定利润的经营模式使得太极实业成为只有惊喜,低风险的投资品种。
- e 海太半导体将拥有 12 寸圆晶封装技术,并为海力士配套的 DRAM 封装测试企业。根据协议,不论海太订单如何,海力士未来 5 年都将提供其 3500 万美元息税前利润,折合太极实业应占净利润约 1200 万美元。利润锁定构筑太极实业保底业绩基础。
- e 我们认为自 2010 年全球 DRAM 产业将步入良性发展两年,这是因为: 1、需求面: 全球 IT 支出复苏+云计算推广推动全球存储器市场需求高速增长。2、供给面: 奇梦达、Spanision 破产,尔必达经营亏损将进一步推动全球 DRAM 市场集中,推动竞争秩序的有效改善。
- e 行业基本面改善为海太半导体未来产能扩张,产品延伸提供了良好的机遇。而随着企业经营进入良性循环,成本下降势必推动企业盈利能力进一步提升,这都将是太极实业经营提升上的惊喜。

- n 我们预测 2009~2011 年公司实现净利润 31.53、97.50 和 145.33 百万元，同比分别增长 68.12%、209.23%和 49.06%，EPS 分别为 0.067、0.208 和 0.310 元。
- n 综合海太半导体的资产质量（先进的封装技术、较大的生产规模、海力士的利润保障），我们给予公司“买入”评级，并给予 9.30 元目标价位。
- n 我们需要关注海太半导体技术掌握进程低预期，以及产能扩张低预期带来的业绩波动风险。

## 内容目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 全球 DRAM 产业将进入黄金发展两年 .....       | 4  |
| 供需面改善推动全球 DRAM 产业进入良性发展.....    | 4  |
| 云计算+全球 IT 支出复苏推动储存器市场快速增长 ..... | 4  |
| 产业集中度提高有利于行业进入有序竞争格局 .....      | 5  |
| 高端封装业务助推太极实业业务转型 .....          | 7  |
| 依托海力士成就海太半导体的业务发展 .....         | 7  |
| 业务转型至高端封装技术.....                | 8  |
| 未来 12 寸圆晶封装测试业务成为公司主要业务 .....   | 8  |
| 盈利预测与假设.....                    | 8  |
| 价值评估.....                       | 9  |
| 风险提示.....                       | 10 |
| 海太半导体技术掌握周期过长带来的发展困境 .....      | 10 |
| 附录：三张报表预测摘要.....                | 12 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 全球 DRAM 市场规模与预测 .....                           | 4  |
| 图表 2: DRAM DDR3 1Gb 价格走势 .....                        | 4  |
| 图表 3: DRAM DDR2 1Gb 价格走势 .....                        | 4  |
| 图表 4: 全球 IT 支出 10 年将恢复性增长 (十亿美元) .....                | 5  |
| 图表 5: 全球 IT 支出分类数据 (十亿美元) .....                       | 5  |
| 图表 6: 国内计算机产量增速已恢复危机前水平 .....                         | 5  |
| 图表 7: 云计算相关 IT 支出 2012 年将达到 423 亿美元, 复合增速 27.3% ..... | 5  |
| 图表 8: 全球十大 DRAM 公司情况 .....                            | 6  |
| 图表 9: 09 年全球各大 DRAM 厂经营情况十分惨淡 .....                   | 6  |
| 图表 10: 全球 DRAM 产业的投资变化 .....                          | 7  |
| 图表 11: 太极实业封装技术为高端封装技术 .....                          | 8  |
| 图表 12: 中国前十大封装企业收入规模 .....                            | 8  |
| 图表 13: 海太半导体封装测试业务预测 .....                            | 8  |
| 图表 14: 国内外同类上市公司情况 .....                              | 9  |
| 图表 15: FCF 的计算 .....                                  | 10 |
| 图表 16: 销售收入预测 .....                                   | 11 |

## 全球 DRAM 产业将进入黄金发展两年

### 供需面改善推动全球 DRAM 产业进入良性发展

我们认为全球 DRAM 产业将步入良性发展的时期，成为太极实业业务转型重要支持

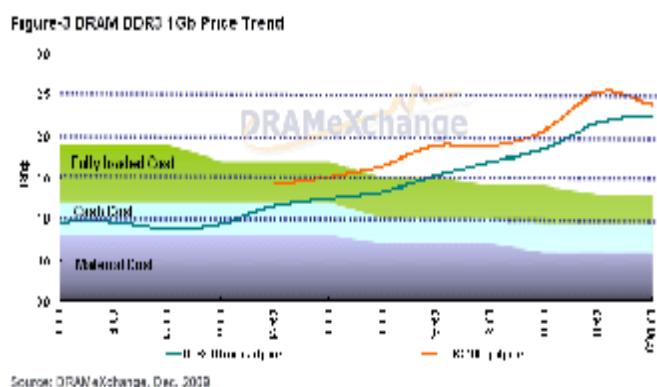
- n 我们认为全球 DRAM 自 2010 年将步入黄金发展时期，这种黄金时期将以“行业需求高速增长，企业普遍盈利”为显著特征。而推动这种景气出现的核心因素在于 DRAM 行业的供需发生显著变化，未来行业将出现供需良性循环的格局。
  - è 需求面：云计算+商业计算机升级换机潮来临带动终端市场对存储器需求的高速增长。
  - è 供给面：奇梦达、Spansion 破产、尔必达的业绩亏损与三星电子等企业战略重心转移加速了 DRAM 产业的产能集中，这无疑
- n iSuppli 初步预测，2010 年全球 DRAM 营收将由 2009 年的 227 亿美元增长至 319 亿美元，增幅 40.4%。
  - è 而 DRAM 价格不断上涨也预示着产业进入良好发展态势。事实上当 DRAM 的价格跌至无人盈利的情况下，行业出现拐点也显而易见。

图表1: 全球 DRAM 市场规模与预测



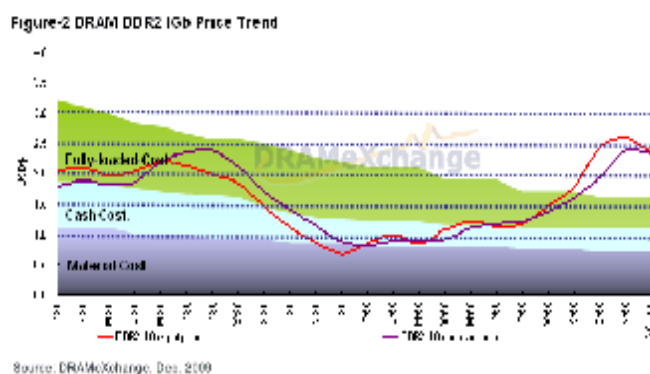
来源：国金证券研究所整理

图表2: DRAM DDR3 1Gb 价格走势



来源：国金证券研究所整理

图表3: DRAM DDR2 1Gb 价格走势



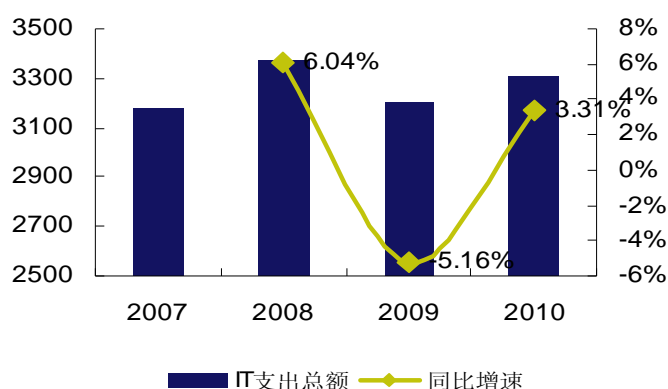
Source: DRAMeXchange, Dec. 2009

### 云计算+全球 IT 支出复苏推动存储器市场快速增长

需求面：云计算+换机潮推动 DRAM 需求高速增长

- n IDC 预测，云计算相关 IT 支出 2012 年将达 423 亿美元，年复合增长率 27.3%，超出云计算以外 IT 支出部分增速 (5.3%) 5 倍以上，在整体 IT 支出中占比也将 4% 上升至 9%。

图表4: 全球 IT 支出 10 年将恢复性增长 (十亿美元)

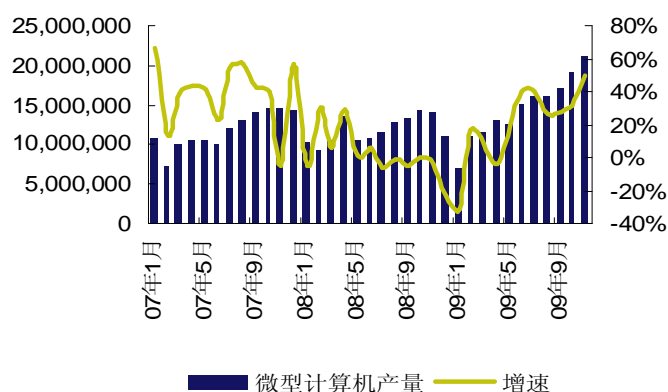


来源: Gartner, 国金证券研究所

图表5: 全球 IT 支出分类数据 (十亿美元)

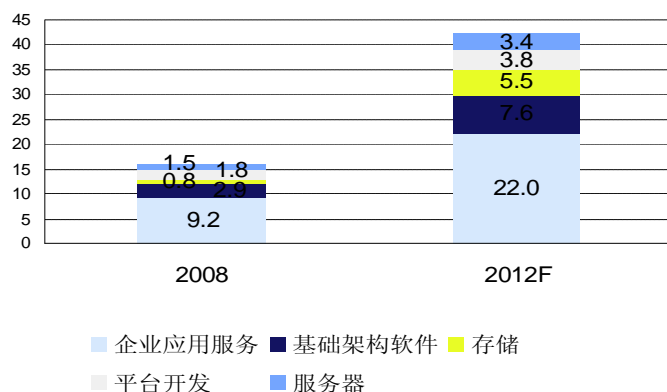
|      | 2007 | 2008  | 2009    | 2010  |
|------|------|-------|---------|-------|
| 硬件支出 | 370  | 380   | 317     | 317   |
| 增速   |      | 2.70% | -16.58% | 0.00% |
| 软件支出 | 209  | 225   | 221     | 231   |
| 增速   |      | 7.66% | -1.78%  | 4.52% |
| 服务支出 | 747  | 809   | 781     | 816   |
| 增速   |      | 8.30% | -3.46%  | 4.48% |
| 电信支出 | 1854 | 1958  | 1879    | 1940  |
| 增速   |      | 5.61% | -4.03%  | 3.25% |

图表6: 国内计算机产量增速已恢复危机前水平



来源: CEIC, 国金证券研究所

图表7: 云计算相关 IT 支出 2012 年将达到 423 亿美元, 复合增速 27.3%



- n 而计算机销售增长与单机内存搭载率上升将进一步带动全球存储器需求高速增长。
- è DRAMeXchange 预估 2010 年计算机销售总成长达 13%，其中桌上型计算机仅微幅成长 0.6%，全年销售预估 1.2 亿台；笔记型计算机成长可望达 22.5%，全年销售量达 1.6 亿台；小笔电预估成长 22%，总销量近 3 千 5 百万台。
- è 由于市场趋势显示，消费型计算机机种 DRAM 搭载以 4GB 起跳，高阶机种以 6GB 为主，下半年加上商业计算机换机潮，DRAMeXchange 预估计算机平均搭载率成长近 16% 由 2.52GB 成长至 2.92GB。
- è DRAMeXchange 认为下半年在计算机销售旺季带动下，DRAM 将有可能出现大缺。但若计算机系统厂在第二季提早拉高库存以因应其下半年缺货，将使第二季淡季需求增温，DRAM 价格也有机会在第二季下跌幅度缩小。若此，DRAM 厂全年维持获利的机会将大增。

#### 产业集中度提高有利于行业进入有序竞争格局

供给面：资本性开支减少+部分 DRAM 企业破产推动 DRAM 企业进入良性循环

- n 全球 DRAM 产业竞争格局出现变化，推动产业集中度更高，这也有利于行业竞争环境改善，推动行业加速复苏。
- è 奇梦达已于 2009 年 1 月破产，而 Spansion 已于 2009 年 3 月破产，这些企业共释放将近 5% 的市场份额。而尔必达 2009 年继续保持大幅亏损状态。

图表8: 全球十大 DRAM 公司情况

表1 二季度世界10大DRAM公司营收排名

| Q2 09 | Q4 08 | 公司      | 营收(百万美元) | 比Q1增长  | 市场份额  |
|-------|-------|---------|----------|--------|-------|
| 1     | 1     | 三星      | 1540     | 35.0%  | 34.1% |
| 2     | 2     | Hynix   | 980      | 36.8%  | 21.7% |
| 3     | 3     | Elpida  | 745      | 49.9%  | 16.5% |
| 4     | 4     | Micron  | 628      | 29.8%  | 13.9% |
| 5     | 6     | 南亚      | 237      | 38.1%  | 5.3%  |
| 6     | 10    | 华邦      | 88       | 99.1%  | 1.9%  |
| 7     | 8     | 力晶      | 76       | 103.3% | 1.7%  |
| 8     | 7     | 茂德      | 56       | 19.1%  | 1.2%  |
| 9     | 9     | 钰创      | 52       | 57.6%  | 1.2%  |
| 10    | 5     | Qimonda | 46       | -71.3% | 1.0%  |
|       |       | 其他公司    | 64       | 52.4%  | 1.4%  |
|       |       | 合计      | 4511     | 33.7%  | 100   |

资料来源: iSuppli公司, 2009年

来源: 国金证券研究所整理

图表9: 09年全球各大 DRAM 厂经营情况十分惨淡

| 项目     | 收入    | 毛利率(%)   | 净利润    | 经营性现金流   | 资产负债率(%) | 备注    |                     |
|--------|-------|----------|--------|----------|----------|-------|---------------------|
| 三星     | 2007年 | 20085.37 | 25.85  | 7990.816 | 14275.08 | 20.95 | 收入为三星半导体数据, 其他为集团数据 |
|        | 2008年 | 16362.54 | 24.09  | 5118.966 | 9850.24  | 19.86 |                     |
|        | 2009年 | 17169.61 | 23.80  | 7604.737 | 9986.73  | 22.32 |                     |
| 海力士    | 2007年 | 9076.42  | 15.35  | 372.68   | 2983.72  | 39.20 |                     |
|        | 2008年 | 6017.04  | -15.19 | -4372.07 | -808.19  | 61.44 |                     |
|        | 2009年 | 5927.64  | n.a    | -274.09  | n.a      | n.a   |                     |
| 尔必达    | 2007年 | 3560.16  | 8.22   | -206.70  | 729.64   | 1.31  |                     |
|        | 2008年 | 3307.77  | -26.00 | -1787.23 | -483.25  | -7.60 |                     |
|        | 2009年 | n.a      | n.a    | n.a      | n.a      | n.a   |                     |
| Micron | 2007年 | 5688.00  | 18.95  | -320.00  | 937.00   | 30.09 |                     |
|        | 2008年 | 5841.00  | -0.94  | -1619.00 | 1018.00  | 32.67 |                     |
|        | 2009年 | 4803.00  | -9.14  | -1835.00 | 1206.00  | 42.03 |                     |
| 南亚科    | 2007年 | 1610.07  | -1.09  | -379.21  | 269.18   | 3.21  |                     |
|        | 2008年 | 1152.27  | -50.61 | -1165.55 | -313.65  | 3.21  |                     |
|        | 2009年 | 1285.90  | n.a    | n.a      | n.a      | n.a   |                     |
| 华邦     | 2007年 | 977.24   | 2.59   | -176.92  | 331.99   | 46.50 |                     |
|        | 2008年 | 692.66   | -11.39 | -233.71  | 86.61    | 47.87 |                     |
|        | 2009年 | n.a      | n.a    | n.a      | n.a      | n.a   |                     |
| 力晶     | 2007年 | 2359.11  | -13.89 | -375.18  | 1023.24  | 53.82 |                     |
|        | 2008年 | 1676.56  | -73.30 | -1825.64 | -4.22    | 73.85 |                     |
|        | 2009年 | n.a      | n.a    | n.a      | n.a      | n.a   |                     |
| 钰创科技   | 2007年 | 402.37   | 16.20  | 39.13    | 30.83    | 38.99 |                     |
|        | 2008年 | 239.90   | 2.78   | -23.96   | 23.62    | 36.11 |                     |
|        | 2009年 | n.a      | n.a    | n.a      | n.a      | n.a   |                     |
| 茂德     | 2007年 | 1448.74  | -3.50  | -222.85  | 445.12   | 55.00 |                     |
|        | 2008年 | 972.84   | -77.12 | -1145.24 | 77.22    | 65.51 |                     |
|        | 2009年 | n.a      | n.a    | n.a      | n.a      | n.a   |                     |
| 奇梦达    | 2007年 | 4801.04  | 6.04   | -331.34  | 1304.05  | 34.64 | 已于2009年1月申请破产       |
|        | 2008年 | n.a      | n.a    | n.a      | n.a      | n.a   |                     |
|        | 2009年 | n.a      | n.a    | n.a      | n.a      | n.a   |                     |

来源: 国金证券研究所整理

- n 而这几年的行业经营惨淡也导致了全行业资本性开支的急速下降，这也有利于供给面保持稳定，有利于行业供需面改善。
- è 据台湾 DRAMeXchange Tech 公司预计，今年世界 DRAM 投资将大减一半左右，从 131 亿美元，下降到 71 亿美元。

图表 10: 全球 DRAM 产业的投资变化

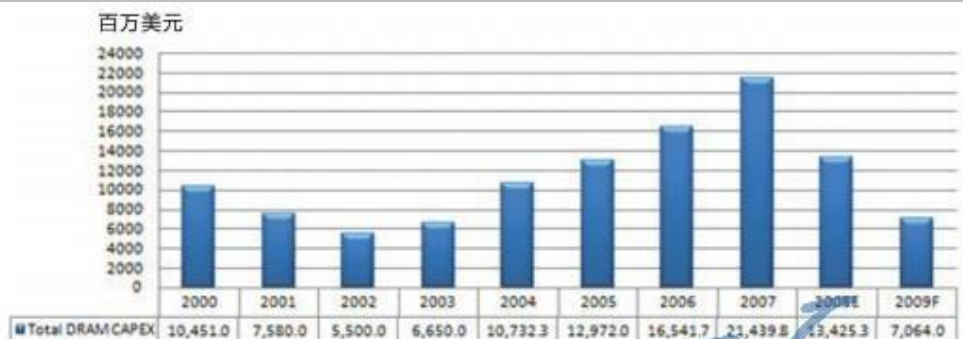


图2 世界DRAM产业的投资变化

资料来源：DRAMeXchange, 2009

来源：国金证券研究所

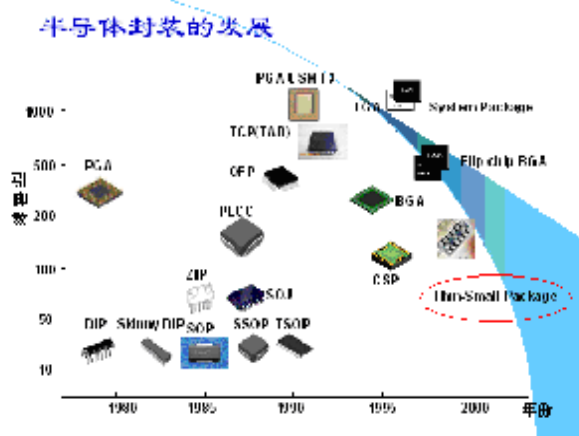
## 高端封装业务助推太极实业业务转型

### 依托海力士成就海太半导体的业务发展

依托海力士，海太半导体将成为拥有高端封装技术、较大封装规模的 DRAM 封装企业

- n 海太半导体有望借助海力士在封装业务获得成功。这是因为：
  - è 1、技术的扶持：海太半导体封装生产线来自于海力士韩国封装厂的设备转移，同时，海力士 200 多位技术人员帮助海太半导体实现技术突破。
  - è 2、订单的扶持：事实上海太半导体就是为海力士的芯片制造企业配套设立的（海力士在无锡拥有 15 万片/月的 DRAM 芯片制造产能，未来还将扩产至 20 万片/月）。
  - è 3、锁定利润：根据协议，不论海力士为海太贡献多少订单，海力士必须给予海太半导体 3500 万美元的息税前利润。
- n 而海力士全球第二的芯片制造能力也为海太半导体未来发展提供良好的发展基础。
- n 我们认为海太半导体成功后，有望拥有以下竞争力。
  - è 1、技术优势：海太半导体为高端封装技术，是 12 寸圆晶的 DRAM 封装技术。
  - è 2、规模优势：按照目前投资计算，海太半导体产能为 9 亿颗内存颗粒/年，折合 12 寸圆晶封装能力 9 万片/月。折算销售收入一举成为内资最大，合资第五大封装企业。
  - è 3、订单优势：即使不考虑其它 DRAM 制造企业订单出现，公司目前产能无法满足海力士在无锡公司的产能（目前 15 万片/月）。作为海力士参股公司，海太半导体在订单获取上拥有优势。

图表11: 太极实业封装技术为高端封装技术



来源: 国金证券研究所

图表12: 中国前十大封装企业收入规模

| 排名 | 企业名称   | 07年销售额(亿元) |
|----|--|------------|
| 1  | 飞思卡尔半导体(中国)有限公司<br>Freescale Semiconductor (China) Co.,Ltd | 134.63     |
| 2  | 奇梦达科技(苏州)有限公司<br>Qimonda Technology(Suzhou) Co.,Ltd        | 100.33     |
| 3  | 威讯联合半导体(北京)有限公司<br>RF Micro Devices (Beijing) Co.,Ltd      | 54.15      |
| 4  | 江苏新潮科技集团有限公司<br>Jiangsu Xinchao Technology Co.,Ltd         | 37.80      |
| 5  | 上海松下半导体有限公司<br>Shanghai Matsushita Semiconductor Co.,Ltd   | 32.67      |
| 6  | 深圳赛意法半导体有限公司<br>Shenzhen STS Semiconductor Co.,Ltd         | 30.61      |
| 7  | 南通富士通微电子有限公司<br>Nantong Fujitsu Microelectronics Co.,Ltd   | 25.87      |
| 8  | 星科金朋(上海)有限公司<br>STATS ChipPAC Co.,Ltd                      | 20.59      |
| 9  | 瑞萨半导体(北京)有限公司<br>Renesas Semiconductor(Beijing) Co.,Ltd    | 20.23      |
| 10 | 乐山无线电股份有限公司<br>Leshan Radio Company Limited                | 19.35      |

## 业务转型至高端封装技术

### 未来 12 寸圆晶封装测试业务成为公司主要业务

- n 海太半导体目前协议, 可实现息税前利润 35 百万美元, 扣除 6 百万财务费用, 可贡献净利润 21.75 百万美元。太极实业应占净利润 12 百万美元。
- e 在 2012 年业绩中, 我们假设公司产能扩张在 50% 以上。海太半导体 3.5 亿美元投资中银行贷款为 2 亿美元 (3% 利率)。

利润锁定构筑太极低风险投资逻辑, 而产能扩产是企业增长来源

图表13: 海太半导体封装测试业务预测

| 收入项目                          |            | 2010年  | 2011年   | 2012年  |
|-------------------------------|------------|--------|---------|--------|
| DRAM封装                        | 销售金额(百万美元) | 120.00 | 224.00  | 408.00 |
|                               | 增长率(%)     |        | 86.67%  | 82.14% |
|                               | 销售量(万片)    | 75.00  | 160.00  | 240.00 |
|                               | 增长率(%)     |        | 113.33% | 50.00% |
|                               | 单价(美元/片)   | 160.00 | 140.00  | 170.00 |
|                               | 增长率(%)     |        | -12.50% | 21.43% |
|                               | 销售净利率(%)   | 8.41%  | 8.41%   | 8.41%  |
| DRAM测试                        | 销售金额(百万美元) | 82.00  | 120.00  | 120.00 |
|                               | 增长率(%)     |        | 46.34%  | 0.00%  |
|                               | 销售净利率(%)   | 6.82%  | 6.82%   | 6.82%  |
| 海太半导体<br>为太极实业<br>所贡献利润<br>计算 | 销售金额(百万美元) | 202.00 | 344.00  | 528.00 |
|                               | 净利润(百万美元)  | 21.75  | 23.45   | 36.00  |
|                               | 汇率         | 6.82   | 6.80    | 6.80   |
|                               | 净利润(百万元)   | 148.34 | 159.49  | 244.80 |
|                               | 太极实业应占利润   | 81.58  | 87.72   | 134.64 |
|                               | 折合每股收益     | 0.174  | 0.187   | 0.287  |

来源: 国金证券研究所

## 盈利预测与假设

## 封装业务成为公司最大看点

- n 我们假设公司传统业务稳步向上增长，海太半导体 2012 年有望实现产能扩张。
  - è **传统业务**：纺织化纤预计未来三年实现净利润可达 30 百万、35 百万元与 40 百万元。
  - è **海太半导体**：锁定利润未来 5 年每年贡献 81.58 百万元，新增净利润来自于产能扩张的假设。
- n 我们预测 2009~2011 年公司实现净利润 31.53、97.50 和 145.33 百万元，同比分别增长 68.12%、209.23%和 49.06%，EPS 分别为 0.067、0.208 和 0.310 元。

## 价值评估

### 相对估值：

结合绝对估值与相对估值，我们给予太极实业 9.30 元目标价位，相当于 11 年 PE30X。

- n 技术领先（高端封装技术）、规模优势与订单扶持确保海太半导体未来五年的业绩锁定，这对于太极实业来说，只有惊喜，并无太多业绩下滑风险，成为推动太极实业成功实现业务转型的重要手段。
- n 我们选取国内分立器件优质上市公司，以行业平均市盈率为基准，按照 2011 年 EPS 估算，给予太极实业 30 倍为公司价值中枢，得出公司的合理估值为 9.30 元。

图表 14：国内外同类上市公司情况

| A股上市公司（单位：CHY） |             |             |              |              |             |               |               |               |               |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 股票名称           | 10EPS       | 11EPS       | 10PE         | 11PE         | PB          | 净资产收益率        | 06年毛利率        | 07年毛利率        | 08年毛利率        |
| 生益科技           | 0.434       | 0.572       | 24.45        | 18.55        | 4.87        | 23.18%        | 19.77%        | 16.42%        | 10.18%        |
| 长电科技           | 0.272       | 0.412       | 33.01        | 21.80        | 4.14        | 9.30%         | 22.42%        | 23.05%        | 20.27%        |
| 莱宝高科           | 0.818       | 1.120       | 27.38        | 20.00        | 4.54        | 15.16%        | 58.22%        | 53.70%        | 54.71%        |
| 通富微电           | 0.261       | 0.332       | 51.11        | 40.18        | 4.35        | 9.25%         | 32.32%        | 33.68%        | 30.42%        |
| 华天科技           | 0.322       | 0.401       | 32.11        | 25.79        | 3.19        | 10.20%        | 20.92%        | 21.51%        | 26.28%        |
| 歌尔声学           | 0.725       | 0.886       | 28.01        | 34.20        | 8.94        | 49.11%        | 35.61%        | 28.26%        | 28.82%        |
| <b>平均</b>      | <b>0.47</b> | <b>0.62</b> | <b>32.68</b> | <b>26.75</b> | <b>5.00</b> | <b>19.37%</b> | <b>31.54%</b> | <b>29.44%</b> | <b>28.45%</b> |
| 太极实业           | 0.208       | 0.310       | 37.51        | 25.16        | 1.81        | 15.30%        | 14.75%        | 16.30%        | 11.44%        |

来源：国金证券研究所整理；各个公司年报；

### 绝对估值

- n 假设条件
  - è 公司并不存在产能瓶颈，资本性开支并不显著，同时不考虑公司未来的融资计划；
  - è  $FCF = EBIT(1-T) + \text{折旧与摊销} - \text{资本性支出} - \text{营运资金净变动}$ ；
  - è 取国金元件行业指数和上证指数的 2 年周数据来计算  $\beta$  值， $\beta = 1.1741$ ；
  - è  $R_f = 3.8605\%$ ， $R_m = 6.0716\%$ ；
  - è 考虑到公司在行业内所处地位以及 2012 年将会出现的增长，取 TV 增长率为 4% 比较合理；
  - è 我们采用 WACC 法估值， $WACC = 10.23\%$ ；
  - è 企业价值 = FCFF + 短期投资；
  - è 股票价值 = 企业价值 - 债务；
  - è 每股价值 = 股票价值 / 总股本。
- n 根据上面的假设条件，我们计算出的估值结果为 9.26 元。

图表15: FCF 的计算

| 估值方法           | 每股价值        |        | 估值方法    | 每股价值  |        | 估值方法   | 每股价值   |        |             |        |        |
|----------------|-------------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|
| APV            | 9.94        |        | FCFE    | 9.26  |        | DDM    | 0.24   |        |             |        |        |
| WACC           | 9.65        |        | AE      | 5.77  |        |        |        |        |             |        |        |
| <b>II、WACC</b> |             |        |         |       |        |        |        |        |             |        |        |
| 每股价值           | <b>9.65</b> |        |         |       |        | TV增长率  |        |        | <b>4.0%</b> |        |        |
| 企业值            | 3,857.29    |        |         |       |        | WACC   |        |        | 10.23%      |        |        |
| 股票价值           | 3,558.67    |        |         |       |        | 债务     |        |        | 264.72      |        |        |
|                |             |        |         |       |        | 投资     |        |        | 42.90       |        |        |
|                |             |        |         |       |        | 少数股东权益 |        |        | 33.89       |        |        |
| 会计年度截止日: 12/31 | 2009        | 2010E  | 2011E   | 2012E | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2017E       | 2018E  |        |
|                |             |        |         |       |        |        |        |        |             |        |        |
|                | FCF         | -61.37 | -270.94 | 97.32 | 284.92 | 351.66 | 352.66 | 358.27 | 371.50      | 380.83 | 395.03 |
|                | PV(FCF)     | -55.86 | -224.43 | 73.37 | 195.50 | 219.62 | 200.45 | 185.34 | 174.91      | 163.20 | 154.07 |

来源: 国金证券研究所整理

### 结论

- n 综合相对估值和绝对估值结果, 我们认为公司的合理价值为 9.30 元。考虑公司未来的发展前景, 我们给予“买入”评级;

### 风险提示

#### 海太半导体技术掌握周期过长带来的发展困境

- n 公司目前主要盈利集中在海太半导体, 因此, 其技术掌握周期过长直接影响其未来发展, 成为盈利增长的障碍。
  - e 注意到, 我们对 2012 年的业绩预测包含了海太半导体扩产的假设, 因此, 若公司技术不能掌握, 其扩产进程势必受到影响

图表16: 销售收入预测

| 产品销售收入 (单位: 人民币百万元) |                |                |               |               |                |                |                |
|---------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 项 目                 | 2006           | 2007           | 2008          | 2009E         | 2010E          | 2011E          | 2012E          |
| <b>帆布以及其他</b>       |                |                |               |               |                |                |                |
| 销售收入 (百万元)          | 1,131.13       | 1,166.65       | 655.10        | 559.53        | 580.63         | 594.21         | 594.21         |
| 增长率 (YOY)           | #DIV/0!        | 3.14%          | -43.85%       | -14.59%       | 3.77%          | 2.34%          | 0.00%          |
| 毛利率                 | 14.75%         | 16.30%         | 11.44%        | 12.62%        | 12.92%         | 12.78%         | 12.80%         |
| 销售成本 (百万元)          | 964.28         | 976.51         | 580.17        | 488.91        | 505.63         | 518.27         | 518.17         |
| 增长率 (YOY)           | #DIV/0!        | 1.27%          | -40.59%       | -15.73%       | 3.42%          | 2.50%          | -0.02%         |
| 毛利 (百万元)            | 166.85         | 190.14         | 74.93         | 70.62         | 75.00          | 75.94          | 76.04          |
| 增长率 (YOY)           | #DIV/0!        | 13.96%         | -60.59%       | -5.75%        | 6.19%          | 1.26%          | 0.13%          |
| 占总销售额比重             | 100.00%        | 100.00%        | 100.00%       | 100.00%       | 26.02%         | 20.26%         | 18.23%         |
| 占主营业务利润比重           | 100.00%        | 100.00%        | 100.00%       | 100.00%       | 18.74%         | 14.16%         | 12.67%         |
| <b>DRAM封装</b>       |                |                |               |               |                |                |                |
| 销售收入 (百万元)          |                |                |               |               | 1,091.20       | 1,523.20       | 1,849.60       |
| 增长率 (YOY)           |                |                |               |               | N/A            | N/A            | 21.43%         |
| 毛利率                 |                |                |               |               | 19.56%         | 19.50%         | 19.50%         |
| 销售成本 (百万元)          |                |                |               |               | 877.76         | 1,226.18       | 1,488.93       |
| 增长率 (YOY)           |                |                |               |               | N/A            | 39.69%         | 21.43%         |
| 毛利 (百万元)            |                |                |               |               | 213.44         | 297.02         | 360.67         |
| 增长率 (YOY)           |                |                |               |               | N/A            | 39.16%         | 21.43%         |
| 占总销售额比重             |                |                |               |               | 48.91%         | 51.93%         | 56.74%         |
| 占主营业务利润比重           |                |                |               |               | 53.32%         | 55.40%         | 60.12%         |
| <b>12寸晶圆测试</b>      |                |                |               |               |                |                |                |
| 销售收入 (百万元)          |                |                |               |               | 559.24         | 816.00         | 816.00         |
| 增长率 (YOY)           |                |                |               |               | N/A            | 45.91%         | 0.00%          |
| 毛利率                 |                |                |               |               | 20.00%         | 20.00%         | 20.00%         |
| 销售成本 (百万元)          |                |                |               |               | 447.39         | 652.80         | 652.80         |
| 增长率 (YOY)           |                |                |               |               | N/A            | 45.91%         | 0.00%          |
| 毛利 (百万元)            |                |                |               |               | 111.85         | 163.20         | 163.20         |
| 增长率 (YOY)           |                |                |               |               | N/A            | 45.91%         | 0.00%          |
| 占总销售额比重             |                |                |               |               | 25.07%         | 27.82%         | 25.03%         |
| 占主营业务利润比重           |                |                |               |               | 27.94%         | 30.44%         | 27.20%         |
| <b>销售总收入 (百万元)</b>  | <b>1131.13</b> | <b>1166.65</b> | <b>655.10</b> | <b>559.53</b> | <b>2231.07</b> | <b>2933.41</b> | <b>3259.81</b> |
| <b>销售总成本 (百万元)</b>  | <b>964.28</b>  | <b>976.51</b>  | <b>580.17</b> | <b>488.91</b> | <b>1830.78</b> | <b>2397.25</b> | <b>2659.90</b> |
| <b>毛利 (百万元)</b>     | <b>166.85</b>  | <b>190.14</b>  | <b>74.93</b>  | <b>70.62</b>  | <b>400.28</b>  | <b>536.16</b>  | <b>599.91</b>  |
| <b>平均毛利率</b>        | <b>14.75%</b>  | <b>16.30%</b>  | <b>11.44%</b> | <b>12.62%</b> | <b>17.94%</b>  | <b>18.28%</b>  | <b>18.40%</b>  |

来源: 国金证券研究所

## 附录：三张报表预测摘要

## 损益表 (人民币百万元)

|                     | 2006         | 2007         | 2008        | 2009E       | 2010E         | 2011E         |
|---------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>1,131</b> | <b>1,167</b> | <b>655</b>  | <b>560</b>  | <b>2,231</b>  | <b>2,933</b>  |
| 增长率                 |              | 3.1%         | -43.8%      | -14.6%      | 298.7%        | 31.5%         |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-964</b>  | <b>-980</b>  | <b>-580</b> | <b>-489</b> | <b>-1,831</b> | <b>-2,397</b> |
| %销售收入               | 85.3%        | 84.0%        | 88.6%       | 87.4%       | 82.1%         | 81.7%         |
| <b>毛利</b>           | <b>167</b>   | <b>187</b>   | <b>75</b>   | <b>71</b>   | <b>400</b>    | <b>536</b>    |
| %销售收入               | 14.7%        | 16.0%        | 11.4%       | 12.6%       | 17.9%         | 18.3%         |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-4</b>    | <b>-5</b>    | <b>-2</b>   | <b>-2</b>   | <b>-9</b>     | <b>-12</b>    |
| %销售收入               | 0.4%         | 0.4%         | 0.4%        | 0.4%        | 0.4%          | 0.4%          |
| <b>营业费用</b>         | <b>-20</b>   | <b>-22</b>   | <b>-15</b>  | <b>-12</b>  | <b>-42</b>    | <b>-53</b>    |
| %销售收入               | 1.8%         | 1.9%         | 2.3%        | 2.1%        | 1.9%          | 1.8%          |
| <b>管理费用</b>         | <b>-103</b>  | <b>-85</b>   | <b>-21</b>  | <b>-18</b>  | <b>-71</b>    | <b>-94</b>    |
| %销售收入               | 9.1%         | 7.3%         | 3.2%        | 3.2%        | 3.2%          | 3.2%          |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>39</b>    | <b>75</b>    | <b>36</b>   | <b>39</b>   | <b>278</b>    | <b>378</b>    |
| %销售收入               | 3.5%         | 6.4%         | 5.5%        | 6.9%        | 12.4%         | 12.9%         |
| <b>财务费用</b>         | <b>-14</b>   | <b>-22</b>   | <b>-17</b>  | <b>-15</b>  | <b>-79</b>    | <b>-91</b>    |
| %销售收入               | 1.3%         | 1.9%         | 2.6%        | 2.7%        | 3.6%          | 3.1%          |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>0</b>     | <b>-23</b>   | <b>-3</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>投资收益</b>         | <b>0</b>     | <b>15</b>    | <b>2</b>    | <b>20</b>   | <b>5</b>      | <b>7</b>      |
| %税前利润               | 0.9%         | 34.8%        | 9.7%        | 45.8%       | 2.5%          | 2.4%          |
| <b>营业利润</b>         | <b>25</b>    | <b>46</b>    | <b>18</b>   | <b>43</b>   | <b>200</b>    | <b>293</b>    |
| 营业利润率               | 2.2%         | 3.9%         | 2.8%        | 7.6%        | 8.9%          | 10.0%         |
| <b>营业外收支</b>        | <b>6</b>     | <b>-2</b>    | <b>2</b>    | <b>1</b>    | <b>1</b>      | <b>1</b>      |
| <b>税前利润</b>         | <b>32</b>    | <b>44</b>    | <b>20</b>   | <b>44</b>   | <b>201</b>    | <b>294</b>    |
| 利润率                 | 2.8%         | 3.8%         | 3.1%        | 7.8%        | 9.0%          | 10.0%         |
| <b>所得税</b>          | <b>-12</b>   | <b>-18</b>   | <b>0</b>    | <b>-11</b>  | <b>-50</b>    | <b>-73</b>    |
| 所得税率                | 36.5%        | 41.5%        | 0.3%        | 25.0%       | 25.0%         | 25.0%         |
| <b>净利润</b>          | <b>20</b>    | <b>26</b>    | <b>20</b>   | <b>33</b>   | <b>151</b>    | <b>220</b>    |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>4</b>     | <b>6</b>     | <b>1</b>    | <b>1</b>    | <b>53</b>     | <b>75</b>     |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>16</b>    | <b>20</b>    | <b>19</b>   | <b>32</b>   | <b>98</b>     | <b>145</b>    |
| 净利率                 | 1.4%         | 1.7%         | 2.9%        | 5.6%        | 4.4%          | 5.0%          |

## 现金流量表 (人民币百万元)

|                 | 2006        | 2007        | 2008        | 2009E       | 2010E       | 2011E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>净利润</b>      | <b>16</b>   | <b>26</b>   | <b>20</b>   | <b>33</b>   | <b>151</b>  | <b>220</b>  |
| <b>少数股东损益</b>   | <b>4</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| <b>非现金支出</b>    | <b>43</b>   | <b>69</b>   | <b>41</b>   | <b>64</b>   | <b>70</b>   | <b>76</b>   |
| <b>非经营收益</b>    | <b>17</b>   | <b>6</b>    | <b>12</b>   | <b>3</b>    | <b>80</b>   | <b>90</b>   |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>13</b>   | <b>-186</b> | <b>-8</b>   | <b>-18</b>  | <b>-439</b> | <b>-172</b> |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>93</b>   | <b>-85</b>  | <b>65</b>   | <b>83</b>   | <b>-135</b> | <b>215</b>  |
| <b>资本开支</b>     | <b>-100</b> | <b>-63</b>  | <b>-151</b> | <b>-142</b> | <b>-108</b> | <b>-89</b>  |
| <b>投资</b>       | <b>0</b>    | <b>12</b>   | <b>62</b>   | <b>-1</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| <b>其他</b>       | <b>3</b>    | <b>0</b>    | <b>2</b>    | <b>20</b>   | <b>5</b>    | <b>7</b>    |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-97</b>  | <b>-51</b>  | <b>-87</b>  | <b>-123</b> | <b>-103</b> | <b>-82</b>  |
| <b>股权募资</b>     | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>32</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| <b>债权募资</b>     | <b>-26</b>  | <b>46</b>   | <b>48</b>   | <b>238</b>  | <b>358</b>  | <b>-2</b>   |
| <b>其他</b>       | <b>-19</b>  | <b>-12</b>  | <b>-61</b>  | <b>-25</b>  | <b>-90</b>  | <b>-101</b> |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>-45</b>  | <b>34</b>   | <b>19</b>   | <b>213</b>  | <b>268</b>  | <b>-103</b> |
| <b>现金净流量</b>    | <b>-49</b>  | <b>-102</b> | <b>-3</b>   | <b>173</b>  | <b>30</b>   | <b>30</b>   |

来源：公司年报、国金证券研究所

## 资产负债表 (人民币百万元)

|                 | 2006         | 2007       | 2008         | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|-----------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>226</b>   | <b>92</b>  | <b>127</b>   | <b>300</b>   | <b>330</b>   | <b>360</b>   |
| <b>应收款项</b>     | <b>272</b>   | <b>194</b> | <b>151</b>   | <b>191</b>   | <b>607</b>   | <b>789</b>   |
| <b>存货</b>       | <b>149</b>   | <b>95</b>  | <b>118</b>   | <b>100</b>   | <b>391</b>   | <b>493</b>   |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>79</b>    | <b>42</b>  | <b>17</b>    | <b>27</b>    | <b>85</b>    | <b>111</b>   |
| <b>流动资产</b>     | <b>725</b>   | <b>423</b> | <b>413</b>   | <b>618</b>   | <b>1,409</b> | <b>1,746</b> |
| %总资产            | 58.2%        | 70.8%      | 58.3%        | 48.2%        | 66.7%        | 70.9%        |
| <b>长期投资</b>     | <b>4</b>     | <b>73</b>  | <b>42</b>    | <b>43</b>    | <b>42</b>    | <b>42</b>    |
| <b>固定资产</b>     | <b>472</b>   | <b>57</b>  | <b>208</b>   | <b>574</b>   | <b>612</b>   | <b>624</b>   |
| %总资产            | 37.9%        | 9.6%       | 29.4%        | 44.8%        | 29.0%        | 25.3%        |
| <b>无形资产</b>     | <b>44</b>    | <b>44</b>  | <b>43</b>    | <b>45</b>    | <b>47</b>    | <b>49</b>    |
| <b>非流动资产</b>    | <b>520</b>   | <b>174</b> | <b>295</b>   | <b>664</b>   | <b>703</b>   | <b>717</b>   |
| %总资产            | 41.8%        | 29.2%      | 41.7%        | 51.8%        | 33.3%        | 29.1%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>1,245</b> | <b>598</b> | <b>709</b>   | <b>1,282</b> | <b>2,112</b> | <b>2,463</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>279</b>   | <b>216</b> | <b>265</b>   | <b>507</b>   | <b>865</b>   | <b>862</b>   |
| <b>应付款项</b>     | <b>334</b>   | <b>52</b>  | <b>98</b>    | <b>114</b>   | <b>430</b>   | <b>562</b>   |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>13</b>    | <b>6</b>   | <b>6</b>     | <b>7</b>     | <b>17</b>    | <b>20</b>    |
| <b>流动负债</b>     | <b>626</b>   | <b>275</b> | <b>369</b>   | <b>629</b>   | <b>1,311</b> | <b>1,445</b> |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>1</b>     |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>4</b>     | <b>14</b>  | <b>7</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>负债</b>       | <b>630</b>   | <b>289</b> | <b>376</b>   | <b>629</b>   | <b>1,311</b> | <b>1,446</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>551</b>   | <b>600</b> | <b>591</b>   | <b>619</b>   | <b>713</b>   | <b>854</b>   |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>64</b>    | <b>0</b>   | <b>34</b>    | <b>35</b>    | <b>88</b>    | <b>163</b>   |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,245</b> | <b>889</b> | <b>1,000</b> | <b>1,282</b> | <b>2,112</b> | <b>2,463</b> |

## 比率分析

|               | 2006   | 2007    | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E  |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|
| <b>每股指标</b>   |        |         |         |         |         |        |
| 每股收益          | 0.044  | 0.055   | 0.051   | 0.067   | 0.208   | 0.310  |
| 每股净资产         | 1.494  | 1.627   | 1.602   | 1.678   | 1.932   | 2.316  |
| 每股经营现金净流      | 0.253  | -0.232  | 0.175   | 0.226   | -0.367  | 0.584  |
| 每股股利          | 0.000  | 0.011   | 0.014   | 0.010   | 0.010   | 0.010  |
| <b>回报率</b>    |        |         |         |         |         |        |
| 净资产收益率        | 2.96%  | 3.38%   | 3.17%   | 5.10%   | 13.68%  | 17.01% |
| 总资产收益率        | 1.31%  | 2.28%   | 1.87%   | 2.46%   | 4.62%   | 5.90%  |
| 投入资本收益率       | 3.14%  | 5.29%   | 4.06%   | 2.50%   | 12.50%  | 15.07% |
| <b>增长率</b>    |        |         |         |         |         |        |
| 主营业务收入增长率     | 28.68% | 3.14%   | -43.85% | -14.59% | 298.74% | 31.48% |
| EBIT增长率       | -9.76% | 69.38%  | -51.50% | 6.69%   | 616.70% | 36.09% |
| 净利润增长率        | -9.96% | 24.53%  | -7.61%  | 68.12%  | 209.23% | 49.06% |
| 总资产增长率        | -1.07% | -28.58% | 12.50%  | 80.92%  | 64.67%  | 16.64% |
| <b>资产管理能力</b> |        |         |         |         |         |        |
| 应收账款周转天数      | 46.4   | 39.4    | 56.2    | 75.0    | 75.0    | 75.0   |
| 存货周转天数        | 56.9   | 45.4    | 67.1    | 75.0    | 78.0    | 75.0   |
| 应付账款周转天数      | 39.8   | 22.8    | 17.8    | 18.0    | 18.0    | 18.0   |
| 固定资产周转天数      | 236.7  | 101.8   | 228.8   | 486.3   | 131.4   | 104.0  |
| <b>偿债能力</b>   |        |         |         |         |         |        |
| 净负债/股东权益      | 8.66%  | 20.78%  | 21.98%  | 31.55%  | 66.71%  | 49.35% |
| EBIT利息保障倍数    | 3.1    | 3.5     | 2.1     | 2.6     | 3.5     | 4.2    |
| 资产负债率         | 50.60% | 32.52%  | 37.55%  | 49.01%  | 62.08%  | 58.70% |

### 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      |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 强买        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 买入        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 持有        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 减持        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 卖出        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| <b>评分</b> | <b>0</b> | <b>0</b> | <b>0</b> | <b>0</b> | <b>0</b> |

来源：朝阳永续

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出