

2019年10月22日

太极股份 (002368.SZ)

公司业绩弹性被低估，债底保护性较佳

事件：公司近期发布可转换公司债券募集说明书，本次发行可转换公司债券总额为 100000 万元，发行数量为 1000 万张，期限为自发行之日起 6 年。

■**业绩稳定增长，业务结构优化带来毛利率提升：**公司是国内电子政务、智慧城市和关键行业信息化的领先企业，近年来，随着业务转型，公司逐步构建了新的业务结构，主要包括云服务、网络安全与自主可控、智慧应用与服务和系统集成服务。2019 年上半年，公司实现收入 30.13 亿元，同比增长 11.75%；实现归母净利润 2148 万元，同比增长 7.06%；同时得益于业务结构的持续优化，毛利率较去年同期提升 4.66pct。

■**上半年新签约额超 50 亿，大安全板块高速增长：**上半年公司加强市场开拓力度，新签合同总额大幅增加，签约总额超过 50 亿元。子业务方面，“大安全”板块在上半年共实现收入 6.79 亿元，同比增长 46.19%。子公司人大金仓上半年业务发展迅速，营业收入较去年同期增长超过 50%。上半年新发布金仓 HTAP 分布式数据库 KSOnc、金仓分布式视频数据库系统 KVDB、金仓异构数据同步软件 KFS 三款新品，以分布式、视频图像处理、异构数据同步等技术融合创新，开启数据库细分领域新征程。

■**估值处于低位，业绩弹性被低估：**公司当前股价为 28.50 元，对应 PE TTM 为 37X，处于 5 年来估值底部。公司估值远低于自主可控同类企业东软集团 (608.63X)、中国软件 (271.93X)、东方通 (60.57X) 等。考虑到公司背靠中国电科，在自主可控市场的产品和集成能力均处于国内领先地位。随着国家推进国产化力度的持续加强，公司未来业绩增长有望提速。

■**股权结构集中，质押风险低且无解禁压力：**公司股权结构较为集中，大股东为中国电子科技集团第十五研究所，占股比例为 38.86%，其余股东持股比例均低于 5%。目前公司股权质押总量为 0.02 万股，质押风险低。公司上次解禁为 2017 年 9 月股权激励限售股份流通，目前无解禁压力，未来短期无新解禁事项。

■**赎回价 112 元，债底保护性较佳：**公司转债的票面利率分别为 0.4%、

公司快报

证券研究报告

系统集成及 IT 咨询

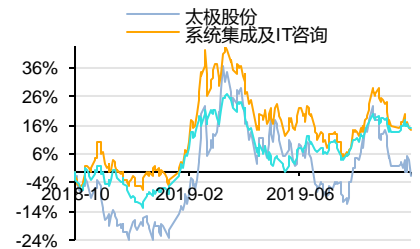
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**37 元**
股价 (2019-10-21) **28.50 元**

交易数据

总市值 (百万元)	11,764.16
流通市值 (百万元)	11,538.96
总股本 (百万股)	412.78
流通股本 (百万股)	404.88
12 个月价格区间	22.16/39.89 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.69	-2.06	-17.24
绝对收益	-12.71	5.75	3.84

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

相关报告

太极股份：业务结构优化，毛利率提升/胡又文	2019-08-20
太极股份：业务结构优化，现金流创历史最佳/胡又文	2019-03-22
太极股份：业务结构进一步优化，盈利能力有所提升/胡又文	2018-10-29
太极股份：业务结构进一步优化，网安与云服务成为增长引擎/胡又文	2018-08-28

0.6%、1.0%、1.5%、1.8%和2.0%，到期赎回价为112元（含最后一期年度利息），期限为6年，面值对应的YTM为2.75%；债项评级为AA级，以中证公司债AA评级6年期到期收益率4.97%作为贴现率估算，债底价值为88.17元，债底保护性较佳。本次发行的可转换公司债券的初始转股价格为31.61元/股，下修条款为[15/30, 90%]，有条件赎回条款[15/30, 130%]，有条件回售条款[30, 70%, 面值+当期应计利息]。

■**投资建议：**预计2019-2020年EPS分别为0.92元、1.14元，对应PE分别为31和25倍，维持“买入-A”评级，6个月目标价37元。

■**风险提示：**行业巨头涌入，市场竞争加剧。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	5,299.6	6,016.1	7,219.3	8,591.0	10,137.4
净利润	291.9	316.1	380.2	473.2	555.6
每股收益(元)	0.71	0.77	0.92	1.14	1.34
每股净资产(元)	6.35	6.89	7.61	8.41	9.35
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	40.3	37.2	31.0	24.9	21.2
市净率(倍)	4.5	4.1	3.7	3.4	3.0
净利润率	5.5%	5.3%	5.3%	5.5%	5.5%
净资产收益率	11.1%	11.1%	12.1%	13.6%	14.4%
股息收益率	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%
ROIC	14.5%	14.6%	20.2%	17.5%	29.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,299.6	6,016.1	7,219.3	8,591.0	10,137.4	成长性					
减:营业成本	4,132.4	4,679.6	5,602.2	6,640.8	7,826.0	营业收入增长率	2.6%	13.5%	20.0%	19.0%	18.0%
营业税费	19.1	27.2	36.1	43.0	50.7	营业利润增长率	17.9%	6.9%	21.7%	24.3%	17.5%
销售费用	98.6	108.3	137.2	163.2	192.6	净利润增长率	-3.2%	8.3%	20.3%	24.4%	17.4%
管理费用	719.3	696.1	938.5	1,134.0	1,368.5	EBITDA 增长率	1.6%	54.7%	-0.1%	18.8%	13.5%
财务费用	14.6	13.9	18.0	19.7	17.2	EBIT 增长率	-8.0%	63.1%	0.1%	23.7%	16.4%
资产减值损失	62.6	68.7	68.0	69.0	70.0	NOPLAT 增长率	15.1%	8.9%	20.4%	23.7%	16.4%
加:公允价值变动收益	-	-0.1	0.0	-	-	投资资本增长率	8.2%	-13.1%	42.7%	-30.1%	33.2%
投资和汇兑收益	0.6	1.4	0.6	0.9	1.0	净资产增长率	15.7%	8.0%	10.0%	9.9%	10.5%
营业利润	322.7	345.1	420.0	522.1	613.2	利润率					
加:营业外净收支	-1.5	0.1	0.8	1.6	1.7	毛利率	22.0%	22.2%	22.4%	22.7%	22.8%
利润总额	321.2	345.2	420.8	523.7	614.9	营业利润率	6.1%	5.7%	5.8%	6.1%	6.0%
减:所得税	34.9	30.3	42.1	52.4	61.5	净利润率	5.5%	5.3%	5.3%	5.5%	5.5%
净利润	291.9	316.1	380.2	473.2	555.6	EBITDA/营业收入	6.7%	9.2%	7.6%	7.6%	7.3%
						EBIT/营业收入	5.1%	7.3%	6.1%	6.3%	6.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	25	43	37	29	24
						流动营业资本周转天数	25	9	17	19	17
						流动资产周转天数	418	406	401	417	412
						应收帐款周转天数	174	159	167	167	165
						存货周转天数	92	93	80	88	86
						总资产周转天数	551	537	516	508	485
						投资资本周转天数	147	125	118	99	81
						投资回报率					
						ROE	11.1%	11.1%	12.1%	13.6%	14.4%
						ROA	3.3%	3.4%	3.3%	3.7%	3.8%
						ROIC	14.5%	14.6%	20.2%	17.5%	29.2%
						费用率					
						销售费用率	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
						管理费用率	13.6%	11.6%	13.0%	13.2%	13.5%
						财务费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
						三费/营业收入	15.7%	13.6%	15.1%	15.3%	15.6%
						偿债能力					
						资产负债率	67.4%	67.5%	70.6%	71.5%	71.9%
						负债权益比	206.4%	207.7%	239.7%	251.1%	255.4%
						流动比率	1.22	1.15	1.24	1.18	1.24
						速动比率	0.93	0.90	1.02	0.90	1.00
						利息保障倍数	18.41	31.47	24.34	27.44	36.62
						分红指标					
						DPS(元)	0.21	0.23	0.28	0.34	0.40
						分红比率	30.0%	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,346.7	1,670.2	2,165.8	2,577.3	3,041.2
交易性金融资产	-	0.8	0.8	0.8	0.8
应收帐款	2,515.4	2,811.4	3,901.6	4,062.0	5,204.5
应收票据	246.6	109.1	828.9	185.3	852.4
预付帐款	890.6	838.9	534.8	1,422.3	950.4
存货	1,593.4	1,518.6	1,672.6	2,511.3	2,353.0
其他流动资产	9.8	30.4	15.4	18.6	21.5
可供出售金融资产	14.0	15.0	15.0	15.0	15.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	122.3	128.0	128.0	128.0	128.0
投资性房地产	28.3	105.1	105.1	105.1	105.1
固定资产	661.6	762.0	722.8	683.6	644.4
在建工程	52.6	155.0	155.0	155.0	155.0
无形资产	682.1	724.4	650.0	575.7	501.4
其他非流动资产	454.6	476.7	453.8	448.3	445.2
资产总额	8,617.8	9,345.5	11,349.6	12,888.2	14,417.6
短期债务	581.3	486.0	1,140.1	975.9	1,404.1
应付帐款	1,898.4	2,234.4	2,679.9	3,240.6	3,677.4
应付票据	125.1	201.5	394.6	270.6	450.4
其他流动负债	2,807.0	3,169.5	3,119.7	4,667.2	4,500.5
长期借款	320.0	160.0	613.9	-	268.0
其他非流动负债	73.7	56.7	60.3	63.6	60.2
负债总额	5,805.5	6,308.1	8,008.7	9,217.8	10,360.5
少数股东权益	192.9	191.7	190.2	188.4	186.2
股本	415.2	415.2	413.9	413.9	413.9
留存收益	2,242.1	2,470.6	2,736.7	3,068.0	3,456.9
股东权益	2,812.3	3,037.5	3,340.9	3,670.3	4,057.1

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	286.4	314.9	380.2	473.2	555.6
加:折旧和摊销	90.3	122.3	113.5	113.5	113.5
资产减值准备	62.6	68.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	0.1	0.0	-	-
财务费用	14.8	16.2	18.0	19.7	17.2
投资损失	-0.6	-1.4	-0.6	-0.9	-1.0
少数股东损益	-5.6	-1.2	-1.5	-1.8	-2.2
营运资金的变动	-117.2	153.1	-922.5	728.7	-756.2
经营活动产生现金流量	321.2	680.5	-412.8	1,332.5	-73.0
投资活动产生现金流量	-80.6	-127.6	0.6	0.9	1.0
融资活动产生现金流量	-36.1	-231.8	907.8	-921.9	535.9

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.71	0.77	0.92	1.14	1.34
BVPS(元)	6.35	6.89	7.61	8.41	9.35
PE(X)	40.3	37.2	31.0	24.9	21.2
PB(X)	4.5	4.1	3.7	3.4	3.0
P/FCF	68.3	22.8	21.5	21.5	18.7
P/S	2.2	2.0	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	28.5	15.8	20.7	15.7	14.1
CAGR(%)	18.1%	20.7%	8.7%	18.1%	20.7%
PEG	2.2	1.8	3.6	1.4	1.0
ROIC/WACC	1.5	1.6	2.2	1.9	3.1
REP	2.9	2.9	1.9	2.8	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

胡又文声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034