

京运通（601908）点评报告

海外并购取得实质性进展，外延布局集成电路产业 买入（首次）

2017年02月08日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

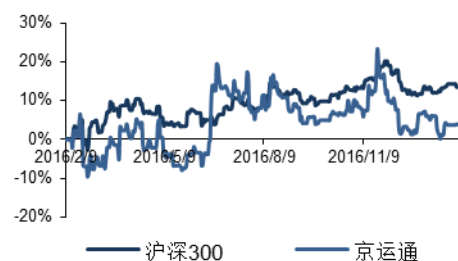
zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

投资要点：

- **出资 1 亿美金联合收购全球分立及逻辑器件领先厂商，持股 5%：**公司发布公告，公司出资占比约 100%的有限合伙并购基金合肥广合，联合其他机构收购荷兰分立及逻辑器件厂商 Nexperia B.V.100%股权，收购价款 27.5 亿美金，其中 19.5 亿美金为股权投资（合肥广合出资 1 亿美金，持股约 5.13%），8 亿美金为并购贷款。
- **把握全球半导体重整良机，跨境产业投资取得实质性进展：**2016 年 11 月 19 日，公司公告与建广资产共同设立产业并购基金合肥广合，公司作为有限合伙人，出资 1.055 亿美金，占该基金认缴出资总额的约 100%。建广资产为中国建银投资下属公司。合肥广合基金作为建广资产的产业并购基金，成立目的在于抓住当前去阿牛半导体产业重组的良好时机，从事集成电路产业链上下游潜在优质项目的跨境并购。本次交易是合肥广合基金对外投资的实质性进展，收购价款支付、项目交个已于 2017 年 2 月 7 日完成，并且作为海外收购项目，已经通过相关国家监管机构的事前审查（包括美国外国投资委员会、美国联邦交易委员会、欧盟委员会的审批），含中国在内各国的反垄断审批，以及商务部、发改委的对外投资备案案等。
- **并购标的为全球分立及逻辑器件龙头，外延布局集成电路产业：**Nexperia B.V.为荷兰恩智浦公司原标准产品业务剥离出来的独立公司，主营半导体通用、逻辑及功率 MOS 分立及逻辑器件，自主拥有在欧洲和亚洲强大的生产基础设施，是全球分立及逻辑器件生产领域的领导者。13-15 年营收分别为 10.027、10.911、10.313 亿美金，EBITDA 分别为 1.978、2.579、2.813 亿美元。15 年末总资产 5.916 亿美元、净资产 4.303 亿美元。根据公告内容，合肥广合基金将通过 IPO 或者注入上市公司等资本运作方式退出。
- **签订单晶设备大单，分布式光伏电站持续扩张：**近期公司公告与晶澳签订软轴单晶硅炉、多晶铸锭炉销售合同，合计 2.77 亿元，将增厚 17 年业绩。随着行业内单晶路线占比的提升，公司单晶设备将放量，带动光伏设备业务持续回暖。截至 2016 年 3 季度末，公司并网光伏电站已达 516MW，其中分布式电站 200MW，到 2016 年底并网容量有望达到 900MW。光伏电站规模的不断扩张，将显著增厚公司业绩。
- **投资建议：**我们预计公司 2016-2018 年的净利润分别为 4.27、6.35、8.46 亿元，对应 EPS 分别为 0.21 元、0.32 元和 0.42 元，业绩增速 90.4%、48.6%和 33.2%。给予公司 2017 年 30 倍 PE，对应目标价 9.5 元，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。
- **风险提示：**光伏电站开发不达预期，设备需求增长不达预期，融资不达预期，产品价格下跌风险等

股价走势



市场数据

收盘价（元）	6.82
一年最低价/最高价	7.19/6.51
市净率（倍）	2.1626
流通 A 股市值（百万元）	13592.38

基础数据

每股净资产（元）	3.14
资本负债率（%）	37.43%
总股本（百万股）	1,996.8177
流通 A 股（百万股）	1,993.0177

相关研究

图表 1: 京运通的三张表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	5107.7	5511.4	6450.5	8636.6	营业收入	1582.6	2299.6	3003.1	3710.8
现金	1428.3	800.6	878.5	1035.8	营业成本	1162.8	1469.1	1859.7	2320.7
应收款项	767.3	1058.5	1398.7	1748.6	营业税金及附加	4.9	11.5	12.0	13.0
存货	726.7	885.5	1120.9	1398.7	营业费用	21.2	32.2	33.0	37.1
其他	2185.3	2766.9	3052.4	4453.4	管理费用	149.9	216.7	260.4	283.4
非流动资产	5464.5	9215.9	11057.3	12846.6	财务费用	83.9	209.0	370.3	502.5
长期股权投资	1.0	3.0	5.0	7.0	投资净收益	2.7	3.0	50.0	80.0
固定资产	4883.9	8638.3	10482.9	12275.3	其他	-24.7	-24.9	-14.9	-14.9
无形资产	153.2	148.1	143.0	137.9	营业利润	137.9	339.2	502.8	619.2
其他	426.4	426.4	426.4	426.4	营业外净收支	104.5	100.0	150.0	250.0
资产总计	10572.2	14727.3	17507.9	21483.2	利润总额	242.4	439.2	652.8	869.2
流动负债	2661.3	6692.8	9053.3	12062.9	所得税费用	2.9	5.3	7.8	10.4
短期借款	974.5	4343.1	6160.7	8522.6	少数股东损益	15.0	6.5	9.7	12.9
应付账款	1548.6	1932.0	2445.7	3051.8	归属母公司净利润	224.5	427.5	635.3	845.9
其他	138.1	417.8	446.9	488.5	EBIT	248.9	575.3	843.1	1061.7
非流动负债	1807.7	1822.7	1922.7	2462.3	EBITDA	435.4	854.2	1287.6	1640.2
长期借款	1747.1	1747.1	1747.1	1747.1					
其他	60.6	75.6	175.6	715.2	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	4469.0	8515.6	10976.1	14525.2	每股收益(元)	0.11	0.21	0.32	0.42
少数股东权益	28.3	29.9	32.4	35.7	每股净资产(元)	3.05	3.10	3.25	3.47
归属母公司股东权益	6074.9	6181.8	6499.4	6922.4	发行在外股份(百万股)	1993.0	1996.8	1996.8	1996.8
负债和股东权益总计	10572.2	14727.3	17507.9	21483.2	ROIC(%)	3.7%	5.4%	6.2%	#VALUE!
					ROE(%)	3.7%	6.9%	9.8%	12.2%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	26.2%	35.6%	37.7%	37.1%
经营活动现金流	-260.0	354.7	883.9	106.1	EBIT Margin(%)	15.7%	25.0%	28.1%	28.6%
投资活动现金流	-3234.5	-4030.4	-2306.0	-2387.8	销售净利率(%)	14.2%	18.6%	21.2%	22.8%
筹资活动现金流	4139.0	3048.0	1500.0	2439.0	资产负债率(%)	42.3%	57.8%	62.7%	67.6%
现金净增加额	643.9	-627.7	77.9	157.3	收入增长率(%)	127.8%	45.3%	30.6%	23.6%
折旧和摊销	186.5	278.9	444.5	578.5	净利润增长率(%)	95.3%	90.4%	48.6%	33.2%
资本开支	-1737.6	-4028.4	-2304.0	-2385.8	P/E	60.53	31.86	21.44	16.10
营运资本变动	-1783.3	-383.3	-218.4	-1341.6	P/B	2.24	2.20	2.09	1.96
企业自由现金流	-3086.3	-3564.4	-1244.9	-2099.8	EV/EBITDA	41.48	25.88	19.08	17.14

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

