

# 京运通 (601908.SH)

## 海外并购崭露头角，外延锁定半导体方向

### ● 公司并购基金 27.5 亿元收购恩智浦旗下子公司

2017 年 2 月 7 日，公司全资设立的合肥广合基金联合其他机构通过该基金管理人建广资产间接控制的海外持股公司 Nexperia Holding B.V.，以 27.5 亿美元对价，收购荷兰恩智浦公司 NXP B.V 全资子公司 Nexperia B.V.100%的股权，其中 9.5 亿美元为股权投资（含合肥广合基金出资 1.0 亿美元），8.0 亿美元为并购贷款。NXP B.V 是恩智浦半导体（NXPI.O）全资子公司及业务运营主体。

### ● 并购标的市场应用空间广泛，盈利能力不断改善

Nexperia B.V.成立于 2016 年 6 月，为 NXP B.V 原标准产品业务剥离出来成立的独立公司，主营半导体通用、逻辑及功率 MOS 等分立及集成器件，广泛应用于汽车、通信、工业控制、计算机、消费电子等领域。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。收购标的 2015 年 EBITDA 达 2.8 亿美元，三年来 CAGR 近 20%，并且 EBITDA 利润率从 20%到 27%持续攀升。

### ● 光伏设备制造商迈向半导体新方向

公司以光伏设备制造起家，目前涉及硅棒硅片等材料领域，还拥有 651.47MW 光伏电站和 99MW 风电项目。公司悬浮区熔单晶炉可生产 4-6 英寸的单晶硅，可用于工业生产无污染、高电阻、高寿命、高提纯的半导体材料，实现从光伏领域拓展至半导体领域，随着公司进入集成电路领域将发挥两者协同。

### ● 关注探索半导体领域新增长点，维持买入评级

公司以全资设立并购基金方式瞄准半导体领域寻求海外优质标的，探索公司新增长点。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.22、0.32 和 0.44 元/股，维持买入评级。

### ● 风险提示：海外并购的政策性风险；光伏新增装机增长低于预期。

### 盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	694.82	1,582.60	2,450.82	2,999.51	3,417.00
增长率(%)	49.14%	127.77%	54.86%	22.39%	13.92%
EBITDA(百万元)	219.48	439.66	664.36	888.13	1,206.19
净利润(百万元)	114.98	224.54	446.95	647.52	872.99
增长率(%)	102.04%	95.29%	99.05%	44.88%	34.82%
EPS(元/股)	0.134	0.113	0.224	0.324	0.437
市盈率(P/E)	84.12	72.96	30.47	21.03	15.60
市净率(P/B)	2.57	2.70	2.06	1.86	1.65
EV/EBITDA	45.23	40.20	21.21	16.76	12.89

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

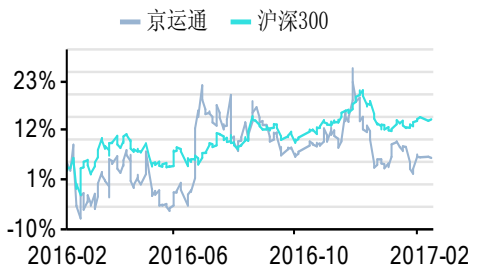
### 公司评级

当前价格 6.88 元

前次评级 买入

报告日期 2017-02-09

### 相对市场表现



分析师：陈子坤 S0260513080001

010-59136752

chenzikun@gf.com.cn

分析师：王理廷 S0260516040001

0755-82534784

wangliting@gf.com.cn

### 相关研究：

京运通 (601908.SH)：全资 2016-11-18

设立并购基金，瞄准集成电路

京运通 (601908.SH)：主业 2016-10-28

稳步增长，关注转型预期

京运通 (601908.SH)：光伏 2016-08-26

抢装助力高增长，布局售电顺

应趋势

联系人：华鹏伟 010-59136752

huapengwei@gf.com.cn

纪成炜 021-60750617

jichengwei@gf.com.cn

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1857	5108	4808	4455	4481
货币资金	406	1428	2000	869	435
应收及预付	384	812	1084	1503	1763
存货	753	727	1124	1384	1583
其他流动资产	314	2140	600	700	700
<b>非流动资产</b>	3543	5465	6822	8291	9882
长期股权投资	0	1	1	1	1
固定资产	2496	3778	4637	5677	6848
在建工程	736	1106	1706	2106	2506
无形资产	246	257	274	302	323
其他长期资产	65	322	205	205	205
<b>资产总计</b>	5400	10572	11631	12746	14363
<b>流动负债</b>	1105	2661	3128	3465	4092
短期借款	103	640	393	72	254
应付及预收	905	1683	2434	3142	3587
其他流动负债	97	338	301	251	251
<b>非流动负债</b>	519	1808	1839	1879	1919
长期借款	462	1747	1777	1817	1857
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	57	61	62	62	62
<b>负债合计</b>	1624	4469	4967	5344	6012
股本	860	1993	1997	1997	1997
资本公积	1899	2893	2889	2889	2889
留存收益	1007	1189	1636	2283	3156
归属母公司股东权	3766	6075	6622	7339	8262
少数股东权益	10	28	42	62	89
<b>负债和股东权益</b>	5400	10572	11631	12746	14363

**现金流量表**

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	-325	-260	2272	798	1154
净利润	118	240	461	668	900
折旧摊销	132	191	207	266	336
营运资金变动	-650	-801	1619	-70	-14
其它	75	111	-15	-66	-68
<b>投资活动现金流</b>	-164	-3234	-1436	-1552	-1741
资本支出	-860	-884	-1466	-1587	-1781
投资变动	726	-1807	30	35	40
其他	-30	-544	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	226	4138	-265	-378	153
银行借款	704	2655	-217	-281	222
债券融资	-470	-359	67	20	50
股权融资	0	2126	0	0	0
其他	-9	-283	-115	-117	-119
<b>现金净增加额</b>	-262	644	572	-1131	-434
<b>期初现金余额</b>	567	406	1428	2000	869
<b>期末现金余额</b>	305	1050	2000	869	435

**主要财务比率**

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	49.1	127.8	54.9	22.4	13.9
营业利润增长	107.6	2,000.8	170.1	45.2	46.2
归属母公司净利润增长	102.0	95.3	99.0	44.9	34.8
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	36.2	26.5	33.0	32.7	32.4
净利率	17.0	15.1	18.8	22.3	26.3
ROE	3.1	3.7	6.7	8.8	10.6
ROIC	2.2	3.3	6.3	7.0	8.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	30.1	42.3	42.7	41.9	41.9
净负债比率	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
流动比率	1.68	1.92	1.54	1.29	1.09
速动比率	0.99	1.63	1.16	0.86	0.69
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.14	0.20	0.22	0.25	0.25
应收账款周转率	2.47	3.83	3.65	2.81	2.81
存货周转率	0.75	1.57	1.46	1.46	1.46
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.13	0.11	0.22	0.32	0.44
每股经营现金流	-0.38	-0.13	1.14	0.40	0.58
每股净资产	4.38	3.05	3.32	3.68	4.14
<b>估值比率</b>					
P/E	84.1	73.0	30.5	21.0	15.6
P/B	2.6	2.7	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	45.2	40.2	21.2	16.8	12.9

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	695	1583	2451	3000	3417
营业成本	444	1163	1641	2020	2311
营业税金及附加	4	5	10	12	14
销售费用	18	21	49	60	34
管理费用	142	145	294	285	188
财务费用	19	84	115	117	119
资产减值损失	95	30	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	33	3	30	35	40
<b>营业利润</b>	7	138	372	541	790
营业外收入	113	107	100	150	150
营业外支出	1	2	2	2	3
<b>利润总额</b>	119	242	470	688	937
所得税	1	3	9	21	37
<b>净利润</b>	118	240	461	668	900
少数股东损益	3	15	14	20	27
<b>归属母公司净利润</b>	115	225	447	648	873
EBITDA	219	440	664	888	1206
EPS(元)	0.13	0.11	0.22	0.32	0.44

## 广发电力设备与新能源研究小组

陈子坤：首席分析师，10年相关产业协会和证券从业经验。2016年新财富电力设备新能源行业入围，2015年新财富环保行业第一名，2013年、2014年新财富有色金属行业第一名，2013年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。