

2017年06月13日

京运通 (601908.SH)

## 光伏设备龙头，布局集成电路打开新成长空间

■ **公司四大产业综合发展：**公司深耕光伏产业，形成高端装备制造、新材料、光伏发电以及节能环保四大业务板块。高端装备制造业保持技术领先，市场竞争力强；光伏产业上下游互相补充，新能源发电业务形成规模效应；新材料业务运营平稳；节能环保业务积极寻求对外合作，加强技术研发。公司已形成技术密集型业务与资金密集型业务协同发展、互相促进的经营模式，稳定性与进取性兼顾。

■ **光伏设备龙头企业，外延布局集成电路产业：**国内光伏行业持续回暖，带来高端装备需求的增加，公司重点加强了光伏产业前端生产设备的研究和开发。根据年报，公司高端装备事业部 2016 年设备销售总额为 2.68 亿元，同比大幅增长 317.63%；2016 年 12 月公司与北京晶澳签订软轴单晶硅炉、多晶铸锭炉订单，合计人民币 2.77 亿元。2017 年 2 月，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 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%），Nexperia 是全球分立及逻辑器件生产领域的领导者，对公司切入半导体领域产生积极影响。

■ **新能源装机不断提升，业绩显著增厚：**公司大力发展新能源发电业务，装机容量不断提升，为公司提供长期稳定的现金流。根据年报，2016 年公司新增光伏电站并网装机容量 260.19MW，累计 651.47MW，其中新增地面电站并网装机容量 55MW，累计 315MW，新增分布式电站并网装机容量 205.19MW，累计 336.47MW；公司新增风力发电场并网装机容量 99MW，公司在安徽、山东、贵州、湖北、广东、江西等地均有在建项目，装机规模的不断提升将显著增厚公司业绩。

■ **新材料业务运营平稳：**公司新材料业务运营平稳，根据年报，2016 年硅棒、硅锭类产品的营业收入为 1.29 亿元，同比大幅增长 907.19%；硅片产品的营业收入为 4.18 亿元，同比有所下降。2017 年 6 月公司公告与乌海市人民政府签署年产 5GW 新材料项目，总投资 30 亿，有助于抓住硅材料市场发展机遇，提高市场份额。

■ **节能环保业务开拓蓝海市场：**2016 年 3 月，公司与包头市人民政府就稀土基无钒脱硝催化剂项目签署战略合作协议，2016 年 8 月与中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司就“年产 50000m<sup>3</sup>稀土基 SCR 烟气脱硝催化剂生产线”项目签约，项目计划于 2017 年 9 月建

公司快报

证券研究报告

机床设备

投资评级 **增持-A**

首次评级

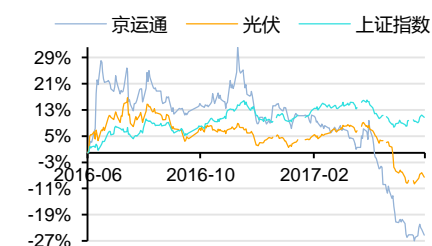
6 个月目标价：**5.28 元**

股价 (2017-06-12) **4.66 元**

交易数据

总市值 (百万元)	9,305.17
流通市值 (百万元)	9,287.46
总股本 (百万股)	1,996.82
流通股本 (百万股)	1,993.02
12 个月价格区间	4.55/8.23 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.92	-27.55	-33.38
绝对收益	-5.09	-29.82	-26.11

**邓永康** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517050005  
dengyk@essence.com.cn

**陈乐** 报告联系人  
chenle1@essence.com.cn

相关报告

成投产。另一方面，技术团队通过 XD、TCC 系列开发，以自制粉体为原料，研制出了比表面积更高、低温段活性好的新配方。同时，加强了工业窑炉等的低温脱硝技术开发，在玻璃窑脱硝领域取得了较好的工程效果。随着产能扩张与销售渠道打开，预计 2017 年将呈现高速增长。

■**投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的收入增速分别为 41.26%、41.45%、42%，净利润增速分别为 152%、45.7%、31%；首次给予增持评级，6 个月目标价为 5.28 元。

■**风险提示：**光伏电站开发进度不及预期，设备需求不及预期，产品价格下跌等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,582.6	1,813.0	2,663.0	3,550.2	4,654.1
净利润	224.5	258.0	649.9	946.9	1,240.5
每股收益(元)	0.11	0.13	0.33	0.47	0.62
每股净资产(元)	3.04	3.13	3.37	3.70	4.10

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	41.4	36.1	14.3	9.8	7.5
市净率(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.1
净利润率	14.2%	14.2%	24.4%	26.7%	26.7%
净资产收益率	3.7%	4.1%	9.7%	12.8%	15.1%
股息收益率	0.9%	0.0%	2.1%	3.1%	4.7%
ROIC	5.5%	4.7%	6.8%	11.1%	16.9%

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,582.6	1,813.0	2,663.0	3,550.2	4,654.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,162.8	1,194.7	1,564.1	2,078.8	2,699.1	营业收入增长率	127.8%	14.6%	46.9%	33.3%	31.1%
营业税费	4.9	10.4	13.4	16.8	21.7	营业利润增长率	2000.8%	70.3%	162.6%	53.9%	33.1%
销售费用	21.2	22.0	34.0	44.2	58.7	净利润增长率	95.3%	14.9%	151.9%	45.7%	31.0%
管理费用	144.8	160.8	341.1	364.8	495.7	EBITDA 增长率	160.5%	48.9%	44.5%	38.6%	25.8%
财务费用	83.9	114.0	35.3	42.5	42.5	EBIT 增长率	778.3%	57.3%	86.9%	52.0%	31.7%
资产减值损失	29.8	146.0	90.4	88.7	108.4	NOPLAT 增长率	775.2%	52.3%	86.9%	52.0%	31.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	78.0%	30.2%	-6.6%	-13.9%	23.1%
投资和汇兑收益	2.7	69.8	32.0	34.4	34.7	净资产增长率	61.6%	3.0%	7.8%	10.3%	11.2%
<b>营业利润</b>	137.9	234.9	616.7	948.8	1,262.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	104.5	36.7	84.5	75.2	65.5	毛利率	26.5%	34.1%	41.3%	41.4%	42.0%
<b>利润总额</b>	242.4	271.6	701.2	1,024.0	1,328.3	营业利润率	8.7%	13.0%	23.2%	26.7%	27.1%
减:所得税	2.9	11.6	30.1	43.9	57.0	净利润率	14.2%	14.2%	24.4%	26.7%	27.7%
<b>净利润</b>	224.5	258.0	649.9	946.9	1,240.5	EBITDA/营业收入	25.8%	33.5%	33.0%	34.3%	32.9%
						EBIT/营业收入	14.0%	19.2%	24.5%	27.9%	28.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	686	808	606	432	313
货币资金	1,428.3	948.4	213.0	1,030.5	505.9	流动营业资本周转天数	289	497	381	217	204
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	792	1,014	724	536	514
应收账款	637.4	787.0	1,156.9	993.3	2,039.0	应收账款周转天数	114	141	131	109	117
应收票据	130.0	63.7	182.5	156.3	300.8	存货周转天数	168	100	168	130	128
预付账款	44.9	293.7	125.0	214.4	331.3	总资产周转天数	1,817	2,240	1,623	1,178	989
存货	726.7	278.7	2,210.5	357.0	2,943.3	投资资本周转天数	1,253	1,613	1,201	810	638
其他流动资产	2,140.4	2,729.5	1,728.0	2,199.3	2,218.9	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	3.7%	4.1%	9.7%	12.8%	15.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.3%	2.2%	5.6%	8.7%	8.8%
长期股权投资	1.0	52.1	52.1	52.1	52.1	ROIC	5.5%	4.7%	6.8%	11.1%	16.9%
投资性房地产	-	54.6	54.6	54.6	54.6	<b>费用率</b>					
固定资产	3,538.8	4,595.4	4,374.7	4,154.0	3,933.3	销售费用率	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%
在建工程	1,106.0	1,062.0	1,062.0	1,062.0	1,062.0	管理费用率	9.1%	8.9%	12.8%	10.3%	10.7%
无形资产	153.2	171.8	165.9	160.1	154.2	财务费用率	5.3%	6.3%	1.3%	1.2%	0.9%
其他非流动资产	665.6	951.2	702.8	769.4	781.2	三费/营业收入	15.8%	16.4%	15.4%	12.7%	12.8%
<b>资产总额</b>	10,572.2	11,988.2	12,028.1	11,203.0	14,376.5	<b>偿债能力</b>					
短期债务	640.0	212.0	1,329.7	-	-	资产负债率	42.3%	47.5%	43.6%	33.3%	42.2%
应付账款	608.5	637.3	1,118.1	1,112.1	1,754.0	负债权益比	73.2%	90.6%	77.4%	49.9%	73.0%
应付票据	941.7	410.4	1,299.4	1,019.7	1,985.8	流动比率	1.92	2.88	1.28	1.90	1.82
其他流动负债	471.1	511.7	643.7	471.5	845.7	速动比率	1.65	2.72	0.78	1.76	1.18
长期借款	1,747.1	1,470.0	-	-	-	利息保障倍数	2.64	3.06	18.47	23.32	30.71
其他非流动负债	60.6	2,457.4	858.4	1,125.5	1,480.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	4,469.0	5,698.9	5,249.3	3,728.8	6,065.9	DPS(元)	0.04	-	0.10	0.14	0.22
少数股东权益	28.3	36.2	56.4	89.0	119.2	分红比率	35.6%	0.0%	30.0%	30.0%	35.0%
股本	1,993.0	1,996.8	1,996.8	1,996.8	1,996.8	股息收益率	0.9%	0.0%	2.1%	3.1%	4.7%
留存收益	4,081.9	4,270.6	4,725.5	5,388.4	6,194.7						
<b>股东权益</b>	6,103.2	6,289.3	6,778.7	7,474.2	8,310.7						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	239.5	259.9	649.9	946.9	1,240.5	EPS(元)	0.11	0.13	0.33	0.47	0.62
加:折旧和摊销	190.7	270.1	226.6	226.6	226.6	BVPS(元)	3.04	3.13	3.37	3.70	4.10
资产减值准备	29.8	146.0	-	-	-	PE(X)	41.4	36.1	14.3	9.8	7.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.1
财务费用	83.7	159.8	35.3	42.5	42.5	P/FCF	-11.5	-85.8	-11.3	8.2	-85.5
投资损失	-2.7	-69.8	-32.0	-34.4	-34.7	P/S	5.9	5.1	3.5	2.6	2.0
少数股东损益	15.0	1.9	21.2	33.2	30.8	EV/EBITDA	42.5	28.2	12.7	7.6	6.7
营运资金的变动	-2,904.7	-1,061.9	629.0	897.4	-1,945.2	CAGR(%)	59.9%	69.8%	78.5%	59.9%	69.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-260.0	482.9	1,529.9	2,112.2	-439.5	PEG	0.7	0.5	0.2	0.2	0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-3,234.5	-2,266.8	32.0	34.4	34.7	ROIC/WACC	0.6	0.5	0.7	1.1	1.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	4,139.0	1,625.2	-2,297.3	-1,329.1	-119.8	REP	4.4	3.9	1.9	1.1	0.7

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

邓永康声明，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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@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
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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