

硅片盈利大幅改善，业绩高增未来可期

——京运通（601908）事项点评报告

买入（维持）

日期：2021年03月11日

事件：

公司发布2020年业绩快报，20年公司实现营业收入40.56亿元，同比增长97.15%；实现归母净利润4.40亿元，同比增长67.09%，实现扣非归母净利润4.22亿元。

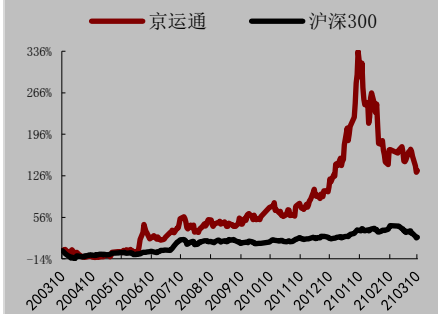
投资要点：

- **20Q4硅片出货正常，净利较低主要原因为计提减值：**单季来看，公司Q4实现营业收入10.57亿元，低于第三季度的12.79亿元，我们认为有两部分原因：1、Q4光照条件和风资源较Q3有所下降，电站业务出现一定下滑；2、由于乌海二期和乐山一期新建硅片产能需求，公司单晶炉设备主要为内部消化，四季度高端装备收入较少。硅片业务方面，公司Q4出货正常，根据我们估算，预计Q4硅片收入在7-8亿元。公司Q4归母净利润为2386万元，显著低于Q3的1.87亿，我们认为主要原因是公司对库存商品中的多晶设备做了较大的减值处理，本次计提后公司多晶产品处理基本完成，未来发展无忧。
- **21Q1硅片价格上涨，公司盈利能力提升：**一季度下游需求良好，公司月出货量超过1亿片，硅片价格持续上扬，目前M6硅片3.65元/片，较年初上涨约12.3%。按当前价格水平，我们估算21Q1公司硅片收入超过9亿元，毛利率超过30%，净利润超过1.3亿元。加上电站约1亿元的净利润，预计Q1公司净利润不低于2.3亿元，盈利能力大幅改善。
- **出让锡林浩特风电场股权，持续轻资产经营：**公司拟出让锡林浩特300MW风电场41%的股权，从目前来看，公司目前共有1.25GW的光伏电站以及0.45GW的风电电站，此次出让的锡林浩特风电场于20Q4建设完成、并网发电。出让后，公司流动资金得到补充，有利于公司维持轻资产运营，提升公司竞争力。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司20-22年营业收入分别为40.57/86.60/169.43亿元，归母净利润4.40/11.78/21.86亿元，对应EPS 0.18/0.49/0.91元/股，基于公司在第三方硅片供应商的龙头地位，维持买入评级，目标价14.06元/股。
- **风险因素：**新产能投产速度不及预期，21Q1硅片盈利能力不及预期，硅片价格不及预期，技术变革风险。

基础数据

行业	电气设备
公司网址	
大股东/持股	北京京运通达兴科技投资有限公司 /57.49%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	2,414.60
流通股A股(百万股)	1,993.02
收盘价(元)	7.81
总市值(亿元)	188.58
流通A股市值(亿元)	155.65

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2021年03月10日

相关研究

万联证券研究所 20200302_公司首次覆盖_AAA_京运通（601908）首次覆盖报告

分析师：江维

执业证书编号：S0270520090001

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

研究助理：郝占一

电话：01056508507

邮箱：haozy@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,057	4,057	8,660	16,943
增长比率(%)	1.1%	97.2%	113.5%	95.6%
净利润(百万元)	263	440	1,178	2,186
增长比率(%)	-41.7%	67.1%	167.7%	85.6%
每股收益(元)	0.11	0.18	0.49	0.91
市盈率(倍)	71.6	42.9	16.0	8.6

资料来源：wind，万联证券研究所

资产负债表		单位：百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	4,244	22,219	14,534	33,984	
货币资金	1,134	17,000	4,000	14,000	
应收票据及应收账款	1,588	2,993	6,543	12,748	
其他应收款	32	59	122	244	
预付账款	43	89	188	381	
存货	711	1,393	3,136	6,205	
其他流动资产	735	685	545	405	
非流动资产	12,591	13,917	23,650	31,540	
长期股权投资	33	31	29	27	
固定资产	9,052	10,028	14,738	19,610	
在建工程	2,443	2,743	7,743	10,743	
无形资产	209	239	269	294	
其他长期资产	854	876	871	866	
资产总计	16,835	36,136	38,184	65,524	
流动负债	4,591	19,538	17,545	38,574	
短期借款	1,080	14,118	6,930	18,417	
应付票据及应付账款	1,323	2,836	6,180	12,248	
预收账款	325	503	1,039	2,163	
其他流动负债	1,863	2,081	3,396	5,747	
非流动负债	4,995	5,095	5,195	5,295	
长期借款	1,193	1,293	1,393	1,493	
应付债券	0	0	0	0	
其他非流动负债	3,802	3,802	3,802	3,802	
负债合计	9,586	24,633	22,740	43,869	
股本	1,993	2,415	2,415	2,415	
资本公积	2,893	4,972	4,972	4,972	
留存收益	2,254	3,994	7,727	13,459	
归属母公司股东权益	7,140	11,381	15,114	20,845	
少数股东权益	109	122	330	810	
负债和股东权益	16,835	36,136	38,184	65,524	

现金流量表		单位：百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	580	1,367	2,513	4,349	
净利润	276	454	1,386	2,666	
折旧摊销	528	620	855	1,088	
营运资金变动	-339	-327	-440	-248	
其它	114	620	712	843	
投资活动现金流	559	-597	-7,699	-5,074	
资本支出	-814	-670	-8,039	-5,438	
投资变动	570	-84	152	152	
其他	802	157	188	212	
筹资活动现金流	-606	15,095	-7,814	10,726	
银行借款	2,761	13,138	-7,088	11,587	
债券融资	0	0	0	0	
股权融资	0	422	0	0	
其他	-3,367	1,535	-725	-861	
现金净增加额	533	15,866	-13,000	10,000	
期初现金余额	295	1,134	17,000	4,000	
期末现金余额	828	17,000	4,000	14,000	

利润表		单位：百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	2,057	4,057	8,660	16,943	
营业成本	1,349	2,665	5,821	11,675	
营业税金及附加	25	49	104	203	
销售费用	39	81	173	339	
管理费用	145	183	342	593	
研发费用	71	122	255	424	
财务费用	428	462	515	761	
资产减值损失	-86	-42	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	465	8	13	17	
资产处置收益	1	-45	1	2	
营业利润	257	499	1,593	3,136	
营业外收入	10	12	0	0	
营业外支出	15	11	0	0	
利润总额	252	500	1,593	3,136	
所得税	-25	46	207	470	
净利润	276	454	1,386	2,666	
少数股东损益	13	14	208	480	
归属母公司净利润	263	440	1,178	2,186	
EBITDA	956	1,578	2,820	4,797	
EPS (元)	0.11	0.18	0.49	0.91	

主要财务比率					
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
成长能力					
营业收入	1.1%	97.2%	113.5%	95.6%	
营业利润	-42.7%	94.3%	219.4%	96.9%	
归属于母公司净利润	-41.7%	67.1%	167.7%	85.6%	
获利能力					
毛利率	34.5%	34.3%	32.8%	31.1%	
净利率	13.4%	11.2%	16.0%	15.7%	
ROE	3.7%	3.9%	7.8%	10.5%	
ROIC	4.5%	3.1%	6.9%	7.4%	
偿债能力					
资产负债率	56.9%	68.2%	59.6%	67.0%	
净负债比率	28.4%	-5.8%	34.0%	31.5%	
流动比率	0.92	1.14	0.83	0.88	
速动比率	0.76	1.06	0.64	0.71	
营运能力					
总资产周转率	0.12	0.11	0.23	0.26	
应收账款周转率	1.30	1.39	1.36	1.36	
存货周转率	1.90	1.91	1.86	1.88	
每股指标 (元)					
每股收益	0.11	0.18	0.49	0.91	
每股经营现金流	0.24	0.57	1.04	1.80	
每股净资产	2.96	4.71	6.26	8.63	
估值比率					
P/E	71.59	42.85	16.01	8.63	
P/B	2.64	1.66	1.25	0.90	
EV/EBITDA	8.40	15.33	10.67	6.60	

资料来源: wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场