

硅片业务快速发展，估值有望迎来重塑

买入(维持)

——京运通(601908)点评报告

2021年03月29日

报告关键要素:

公司发布20年年度报告，全年实现营收40.56亿元，同增97.15%；归母净利润4.40亿元，同增67.09%；扣非归母净利润4.22亿元。公司硅片业务占比已由19年的18%提升至42%，硅片业务发展迅速。我们认为市场认知有望改变，公司已从电站运营商转变为硅片制造商，价值有望迎来重估。

投资要点:

四季度计提拖累，扣除后业绩符合预期: 公司Q4单季归母净利润0.24亿元，低于市场预期，主要原因是本期共计提资产减值准备0.83亿元，其中存货跌价0.5亿，固定资产减值0.15亿，其他0.18亿，考虑转回资产减值0.3亿元，本次计提影响归母净利润约5000万元。刨除计提减值的影响，公司业绩整体符合预期。

硅片业务向好，未来提升空间大: 随着乌海一期产能投产，公司硅片业务大幅增长，20年销售硅片10.18亿片，同增141%，硅片业务收入16.98亿元，同增206.16%，全年毛利率18.53%，分季度看，我们估算Q1-Q4毛利率分别为7.51%、14.81%、20.07%、25.18%，受到产能爬坡和硅片降价的影响，Q1-Q3公司硅片毛利率不理想，目前乌海7GW产能已完成爬坡实现满产满销，叠加硅片涨价，我们预计21年Q1硅片毛利率接近35%，全年毛利率接近30%，硅片收入有望超过70亿元。

设备板块高增长，电站业务保持稳定: 公司20年实现设备收入6.12亿元，同比大增18倍，主要系公司此前的订单逐步确认收入。公司1400mm、1600mm单晶炉相继出货，光伏设备技术保持市场领先水平。21年公司硅片产能大幅扩张，单晶炉主要自供，设备收入预计会出现下滑。公司目前电站规模共1.7GW，其中光伏1.25GW、风电0.45GW，20年结算电量16亿千瓦时，实现电站业务收入12.23亿元，毛利率56.69%，公司维持电站规模，预计未来电站收入保持稳定。

盈利预测与投资建议: 预计公司21-23年营业收入分别为93.75/185.79/213.58亿元，归母净利润11.58/22.81/28.99亿元，对应EPS 0.48/0.94/1.2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，210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

总股本(百万股)	2,414.60
流通A股(百万股)	1,993.02
收盘价(元)	8.79
总市值(亿元)	212.24
流通A股市值(亿元)	175.19

个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

万联证券研究所 20210311-公司事项点评-AAA-京运通(601908)事项点评报告
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

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4056.20	9375.43	18579.18	21357.58
增长比率(%)	97	131	98	15
净利润(百万元)	440.12	1157.61	2280.73	2898.65
增长比率(%)	67	163	97	27
每股收益(元)	0.18	0.48	0.94	1.20
市盈率(倍)	56.45	18.40	9.34	7.35
市净率(倍)	3.28	2.12	1.42	1.02

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4056	9375	18579	21358
%同比增速	97%	131%	98%	15%
营业成本	2735	6234	12866	14506
毛利	1321	3142	5713	6852
%营业收入	33%	34%	31%	32%
税金及附加	30	113	223	256
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	31	188	372	427
%营业收入	1%	2%	2%	2%
管理费用	157	422	734	748
%营业收入	4%	5%	4%	4%
研发费用	155	281	548	534
%营业收入	4%	3%	3%	3%
财务费用	432	695	948	1015
%营业收入	11%	7%	5%	5%
资产减值损失	-66	0	0	0
信用减值损失	15	0	0	0
其他收益	65	188	279	214
投资收益	9	19	28	21
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-40	-103	2	2
营业利润	499	1547	3197	4109
%营业收入	12%	16%	17%	19%
营业外收支	0	1	0	0
利润总额	499	1548	3197	4109
%营业收入	12%	17%	17%	19%
所得税费用	52	186	416	616
净利润	448	1362	2781	3492
%营业收入	11%	15%	15%	16%
归属于母公司的净利润	440	1158	2281	2899
%同比增速	67%	163%	97%	27%
少数股东损益	7	204	501	594
EPS (元/股)	0.18	0.48	0.94	1.20

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.18	0.48	0.94	1.20
BVPS	3.14	4.16	6.22	8.68
PE	56.45	18.40	9.34	7.35
PEG	0.84	0.11	0.10	0.27
PB	3.28	2.12	1.42	1.02
EV/EBITDA	14.51	8.72	5.94	4.59
ROE	6%	12%	15%	14%
ROIC	8%	5%	11%	9%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	575	17000	4000	14000
交易性金融资产	232	132	82	32
应收票据及应收账款	2185	6150	11821	13383
存货	593	2406	4545	4953
预付款项	74	180	371	414
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	631	709	808	836
流动资产合计	4290	26578	21627	33619
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	11392	14847	18880	21795
在建工程	199	5199	8199	9199
无形资产	205	235	265	290
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	190	190	190	190
其他非流动资产	594	634	714	814
资产总计	16870	47682	49874	65906
短期借款	809	23455	13476	21803
应付票据及应付账款	1283	4764	9031	9920
预收账款	0	543	1027	1003
合同负债	106	120	290	350
应付职工薪酬	43	108	236	255
应交税费	24	157	313	321
其他流动负债	2686	26501	17901	26353
流动负债合计	4143	32193	28798	38202
长期借款	565	665	765	865
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	8	8	8	8
其他非流动负债	4457	4457	4457	4457
负债合计	9173	37324	34029	43533
归属于母公司的所有者权益	7581	10038	15025	20959
少数股东权益	116	320	821	1415
股东权益	7697	10358	15845	22373
负债及股东权益	16870	47682	49874	65906

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	371	2344	3307	4585
投资	85	60	-30	-50
资本性支出	-438	-8142	-5438	-2038
其他	25	189	198	191
投资活动现金流净额	-327	-7893	-5270	-1897
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	1337	22746	-9879	8427
筹资成本	-172	-771	-1158	-1115
其他	-1708	0	0	0
筹资活动现金流净额	-543	21975	-11037	7312
现金净流量	-501	16425	-13000	10000

数据来源: 携宁科技云估值, 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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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