

硅片销量大幅提升，业绩如期释放

——京运通（601908）点评报告

买入（维持）

2021年04月28日

报告关键要素：

公司发布 21 年一季报，21Q1 实现营收 10.96 亿元，同比+50.58%；归母净利润 2.17 亿元，同比+157.49%；扣非归母净利润 2.08 亿元，同比+157%，营收和利润高增的主要原因系公司硅片销量大幅增加。公司 Q1 综合毛利率高达 39.62%，同比+8.18pct，环比+8.26pct，毛利率提升的原因主要系公司硅片业务非硅成本持续下降。

投资要点：

乌海一期满产满销，盈利水平良好：今年一季度，公司乌海一期 8GW 产能爬坡完毕，预计 Q1 硅片出货量大约为 1.75-1.9GW，按硅片含税售价 0.54 元/W 估算，公司硅片营收应在 8.4-9.12 亿元，公司非硅成本持续下降，在硅料涨价的情况下，预计 Q1 硅片毛利率仍保持在 30%以上，硅片板块对应净利润预计约 1.2 亿元，符合我们此前预期。随着公司乐山一期和乌海二期产能在下半年逐步释放，全年硅片利润有望达到 8-9 亿元。

电站业务保持稳定，出售 300MW 风电场维持轻资产运营：公司 Q1 电站板块保持相对稳定，实现光伏结算电量 2.94 亿 kWh，风电结算电量 0.81 亿 kWh。光伏电站并网容量 1.25GW，风电 0.15GW，较此前减少 300MW，主要是公司拟向内蒙古吉电能源有限公司转让锡林浩特 300MW 风电场 41% 的股权所致，公司维持轻资产的运营模式，电站规模稳定。

单晶炉大比例自供乐山与乌海产能，高端装备业务预计下滑：公司今年乐山一期 12GW 以及乌海二期 10GW 产能相继开始建设，公司生产的 1600mm 单晶炉将大比例用于自身产能扩张，仅有小部分对外销售，今年高端装备业务收入预计将出现一定程度的下滑。我们认为，随着今年乌海二期和乐山一期单晶炉陆续安装，明年公司硅片产能建设趋缓，对单晶炉需求减少，对外供货增加，预计高端装备业务收入将逐步恢复。

盈利预测与投资建议：预计公司 21-23 年营业收入分别为 91.29/183.25/211.03 亿元，归母净利润分别为 10.74/21.95/28.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.44/0.91/1.16 元/股，公司硅片满产满销，业绩如期释放，随着下半年新产能投放，我们预计公司全年硅片出货应在 13-14GW。维持买入评级，维持目标价 14.06 元/股。

风险因素：新产能投产速度不及预期，21Q 硅片盈利能力不及预期，上游原材料价格大幅上涨；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)	7.58
总市值(亿元)	183.03
流通A股市值(亿元)	151.07

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

硅片业务快速发展，估值有望迎来重塑
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	9129.19	18324.78	21103.18
增长比率(%)	97	125	101	15
净利润(百万元)	440.12	1073.52	2194.92	2812.35
增长比率(%)	67	144	104	28
每股收益(元)	0.18	0.44	0.91	1.16
市盈率(倍)	41.59	17.05	8.34	6.51
市净率(倍)	2.41	1.84	1.23	0.88

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	9129	18325	21103
%同比增速	97%	125%	101%	15%
营业成本	2735	6123	12749	14384
毛利	1321	3006	5576	6720
%营业收入	33%	33%	30%	32%
税金及附加	30	110	220	253
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	31	183	366	422
%营业收入	1%	2%	2%	2%
管理费用	157	411	724	739
%营业收入	4%	5%	4%	4%
研发费用	155	274	541	528
%营业收入	4%	3%	3%	3%
财务费用	432	696	952	1026
%营业收入	11%	8%	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	183	275	211
投资收益	9	18	27	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	-100	2	2
营业利润	499	1434	3077	3986
%营业收入	12%	16%	17%	19%
营业外收支	0	1	0	0
利润总额	499	1435	3077	3986
%营业收入	12%	16%	17%	19%
所得税费用	52	172	400	598
净利润	448	1263	2677	3388
%营业收入	11%	14%	15%	16%
归属于母公司的净利润	440	1074	2195	2812
%同比增速	67%	144%	104%	28%
少数股东损益	7	189	482	576
EPS (元/股)	0.18	0.44	0.91	1.16

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.18	0.44	0.91	1.16
BVPS	3.14	4.12	6.15	8.57
PE	41.59	17.05	8.34	6.51
PEG	0.84	0.12	0.08	0.23
PB	2.41	1.84	1.23	0.88
EV/EBITDA	14.51	8.20	5.59	4.30
ROE	6%	11%	15%	14%
ROIC	8%	5%	10%	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	5989	11660	13223
存货	593	2364	4504	4912
预付款项	74	177	368	411
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	631	707	805	834
流动资产合计	4290	26368	21418	33412
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	47472	49665	65699
短期借款	809	23476	13601	22033
应付票据及应付账款	1283	4679	8949	9837
预收账款	0	529	1013	991
合同负债	106	118	287	347
应付职工薪酬	43	106	234	253
应交税费	24	153	309	317
其他流动负债	2686	26497	18000	26558
流动负债合计	4143	32082	28792	38303
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	37213	34023	43633
归属于母公司的所有者权益	7581	9954	14855	20703
少数股东权益	116	305	787	1363
股东权益	7697	10260	15642	22066
负债及股东权益	16870	47472	49665	65699

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	371	2321	3208	4491
投资	85	60	-30	-50
资本性支出	-438	-8139	-5438	-2038
其他	25	188	197	191
投资活动现金流净额	-327	-7891	-5271	-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	22767	-9775	8531
筹资成本	-172	-772	-1162	-1126
其他	-1708	0	0	0
筹资活动现金流净额	-543	21995	-10937	7405
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