

# 乐山一期顺利投产，硅片出货高增盈利可观

## ——京运通（601908）点评报告

买入（维持）

2021 年 09 月 02 日

### 报告关键要素：

公司发布 21 年中报，上半年实现营收 23.51 亿元，同比+36.66%；归母净利润 4.55 亿元；同比+98.69%；扣非归母净利润 4.29 亿元，同比+101.91%。

### 投资要点：

**硅片出货高增，盈利水平可观：**报告期内，公司乌海一期项目产能达到 8.5GW，同时乐山一期 12GW 拉棒项目投产，目前处于爬坡期，预计年内达产。今年公司硅片产能释放，新材料业务实现收入约 12.27 亿元，同比+67%。上半年新材料业务收入占比达到 52.19%，公司非硅成本处于行业领先水平，在上半硅料价格大幅上涨的情况下，毛利率水平依然维持在 30%以上，展现了公司强大的成本控制能力。公司积极与下游客户签订长单锁定硅片产能，其中晶澳 12.6 亿片单晶硅片或硅棒，约 48.18 亿元、江苏新潮 7.74 亿片单晶硅片或硅棒，约 30.18 亿元、通威 9.60 亿片单晶硅片，约 52.61 亿元以及江苏润达 9.46 亿片，约 36.89 亿元，总规模达到 39.4 亿片，预计含税销售金额 167.86 亿元。

**新能源发电稳定发展，利润保持高水平：**截至报告期末，公司已并网光伏电站 1.25GW，风电电站 148.5MW；新能源发电装机容量共计 1.40GW。上半年实现电站业务收入约 7.54 亿元，同比增长 23%，毛利率为 59%，维持在较高水平。公司保持适当电站规模以保障轻资产的运营模式，今年 8 月份已转让持有的锡林浩特 41%股权。

**全力保障乐山扩产，单晶炉今年以自供为主：**由于上半年乐山一期拉棒项目扩产，公司单晶炉等设备产能基本全部满足自供需求。仅有少部分前期订单在上半年交货并确认收入，约实现营业收入 0.18 亿元。预计公司明年开启乐山二期 12GW 拉棒产能建设，设备业务收入将维持较低水平

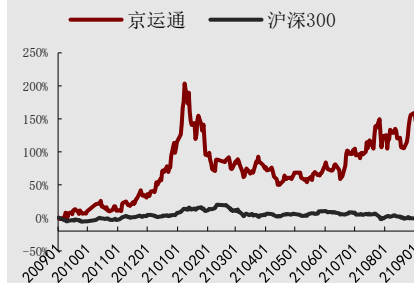
**盈利预测与投资建议：**我们维持此前盈利预测，预计公司 21-23 年营业收入分别为 90.86/183.25/211.03 亿元，归母净利润分别为 10.59/21.94/28.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.44/0.91/1.16 元/股，维持买入评级。

**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，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）	2,414.60
收盘价（元）	11.79
总市值（亿元）	284.68
流通A股市值（亿元）	284.68

### 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

硅片销量大幅提升，业绩如期释放  
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

**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	9085.99	18324.78	21103.18
增长比率(%)	97	124	102	15
净利润(百万元)	440.12	1058.76	2194.45	2811.56
增长比率(%)	67	141	107	28
每股收益(元)	0.18	0.44	0.91	1.16
市盈率(倍)	64.68	26.89	12.97	10.13
市净率(倍)	3.76	2.86	1.92	1.38

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
<b>营业收入</b>	<b>4056</b>	<b>9086</b>	<b>18325</b>	<b>21103</b>
%同比增速	97%	124%	102%	15%
营业成本	2735	6103	12749	14384
毛利	1321	2983	5576	6720
%营业收入	33%	33%	30%	32%
税金及附加	30	109	220	253
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	31	182	366	422
%营业收入	1%	2%	2%	2%
管理费用	157	409	724	739
%营业收入	4%	5%	4%	4%
研发费用	155	273	541	528
%营业收入	4%	3%	3%	3%
财务费用	432	696	953	1027
%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	182	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
<b>营业利润</b>	<b>499</b>	<b>1414</b>	<b>3076</b>	<b>3985</b>
%营业收入	12%	16%	17%	19%
营业外收支	0	1	0	0
<b>利润总额</b>	<b>499</b>	<b>1415</b>	<b>3076</b>	<b>3985</b>
%营业收入	12%	16%	17%	19%
所得税费用	52	170	400	598
净利润	448	1246	2676	3387
%营业收入	11%	14%	15%	16%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>440</b>	<b>1059</b>	<b>2194</b>	<b>2812</b>
%同比增速	67%	141%	107%	28%
少数股东损益	7	187	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	64.68	26.89	12.97	10.13
PEG	0.84	0.19	0.12	0.36
PB	3.76	2.86	1.92	1.38
EV/EBITDA	14.51	11.18	7.34	5.72
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	5961	11660	13223
存货	593	2356	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	706	805	834
流动资产合计	4290	26331	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
<b>资产总计</b>	<b>16870</b>	<b>47435</b>	<b>49665</b>	<b>65699</b>
短期借款	809	23480	13619	22052
应付票据及应付账款	1283	4664	8949	9837
预收账款	0	526	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	152	309	317
其他流动负债	2686	26497	18018	26577
流动负债合计	4143	32063	28810	38322
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
<b>负债合计</b>	<b>9173</b>	<b>37193</b>	<b>34041</b>	<b>43652</b>
归属于母公司的所有者权益	7581	9939	14839	20687
少数股东权益	116	303	785	1360
<b>股东权益</b>	<b>7697</b>	<b>10242</b>	<b>15624</b>	<b>22047</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>16870</b>	<b>47435</b>	<b>49665</b>	<b>65699</b>

现金流量表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>371</b>	<b>2317</b>	<b>3194</b>	<b>4492</b>
投资	85	60	-30	-50
资本性支出	-438	-8139	-5438	-2038
其他	25	188	197	191
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-327</b>	<b>-7891</b>	<b>-5271</b>	<b>-1897</b>
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	22771	-9761	8532
筹资成本	-172	-772	-1163	-1127
其他	-1708	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-543</b>	<b>21999</b>	<b>-10924</b>	<b>7405</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-501</b>	<b>16425</b>	<b>-13000</b>	<b>10000</b>

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