

## 京运通

601908

审慎增持 (首次)

业绩略超预期，电站运营、高端设备渐次发力

2018年05月02日

## 市场数据

市场数据日期	2018-04-27
收盘价(元)	4.95
总股本(百万股)	1995.30
流通股本(百万股)	1993.02
总市值(百万元)	9876.72
流通市值(百万元)	9865.44
净资产(百万元)	6719.93
总资产(百万元)	13639.53
每股净资产	3.37

## 主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1917	5045	7104	8653
同比增长	5.8%	163.1%	40.8%	21.8%
净利润(百万元)	390	808	1068	1373
同比增长	51.2%	107.1%	32.2%	28.5%
毛利率	34.7%	34.7%	35.4%	35.9%
净利润率	20.3%	16.0%	15.0%	15.9%
净资产收益率(%)	5.9%	10.9%	12.6%	14.0%
每股收益(元)	0.20	0.40	0.54	0.69
每股经营现金流(元)	0.55	0.20	0.81	1.16

## 相关报告

## 投资要点

- **公司17年业绩同比增51.21%，18年Q1业绩同比增67倍：**2017年公司实现营业收入19.17亿元，同比增长5.75%。实现归母净利润3.9亿元，同比增长51.21%，实现扣非归母净利润3.23亿元，同比增长70.93%。拟每10股派发现金红利0.6元。2018年Q1公司实现营业收入5.48亿元，同比增长4.18%，实现归母净利润1.56亿元，同比增长67倍，系3亿元单晶炉合同确认收入所致，超出市场预期。
- **电站运营提升业绩，高端设备贡献弹性：**公司截至2017年持有风光电站规模合计1GW，在手核准规模1.2GW。公司电站资源优质，盈利质量较高，且随着规模的提升，公司开展集中化管理，有望进一步提升盈利能力。另一方面，公司高端设备实现突破。光伏领域，顺应行业趋势，单晶硅炉产销大幅增长。且基于设备优势，公司于乌海自投5GW单晶硅材料项目，预计18年达产出货。半导体领域，公司碳化硅设备实现技术突破，引领进口替代，2018年上半年已实现对外销售，一季度贡献大幅业绩增量，成为公司利润新晋增长点。
- **盈利预测：**预计公司18-20年EPS为0.4元、0.54元、0.69元，对应（4月27日）估值为12.2倍、9.2倍、7.2倍，首次覆盖予以审慎增持评级。

**风险提示：光伏装机不及预期；单晶硅片扩产进度不及预期；光伏产品价格波动过大；设备订单不及预期。**

分析师：

苏晨

suchen@xyzq.com.cn

S0190516080004

研究助理：

陶宇鸥

taoyouou@xyzq.com.cn

### 报告正文

**公司公布 17 年年报及 18 年一季报：**2017 年公司实现营业收入 19.17 亿元，同比增长 5.75%。实现归母净利润 3.9 亿元，同比增长 51.21%，实现扣非归母净利润 3.23 亿元，同比增长 70.93%。拟每 10 股派发现金红利 0.6 元。

2018 年 Q1 公司实现营业收入 5.48 亿元，同比增长 4.18%，实现归母净利润 1.56 亿元，同比增长 67 倍，实现扣非归属净利润 1.17 亿，同比增长 13 倍。

## 一、业绩略超预期，新能源发电大幅增长

2017 年公司实现营业收入 19.17 亿元，同比增长 5.75%。实现归母净利润 3.9 亿元，同比增长 51.21%。主要系高端装备、新能源发电、节能环保三大业务板块营业收入均有不同幅度的提升，新材料业务因公司迁移产能规模略有收缩，但公司整体实现业绩的大幅增长。

2018 年一季度实现营业收入 5.48 亿元，同比增长 4.18%，实现归母净利润 1.56 亿元，同比增长 67 倍，实现扣非归属净利润 1.17 亿，同比增长 13 倍。主要系设备及电力收入增长所致。2017 年 12 月公司以融资租赁的方式出售软轴单晶硅炉，协议总金额合计 3 亿元人民币，该合同已于 2018 年一季度确认收入。

表 1、公司 2017 年财务数据一览

单位：亿元	2017	2016	同比	2017Q4	2016Q4	同比
营业收入	19.17	18.13	5.74%	6.17	4.41	39.91%
毛利率	34.75%	34.11%	0.64%	21.35%	19.75%	1.60%
营业利润	3.81	2.35	62.13%	0.27	-0.78	134.88%
利润总额	3.83	2.72	40.81%	0.21	-0.64	132.81%
归母净利润	3.9	2.58	51.16%	0.25	-0.43	159.37%
净利率	19.28%	14.34%	4.94%	3.86%	-11.38%	15.24%
股本	19.95	19.97	-0.10%	19.95	19.97	-0.10%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、17 年实现营收 19.2 亿，同比增长 5.7%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

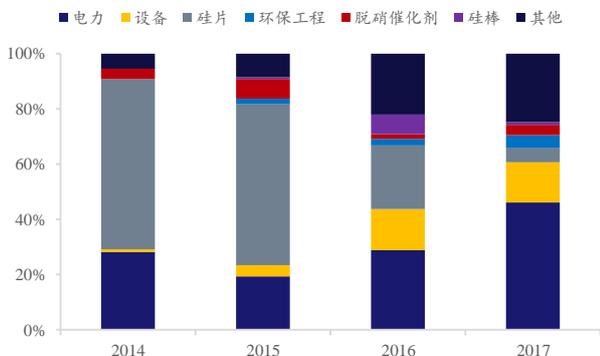
图 2、17 年实现净利润 3.9 亿，同比增长 51.2%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2017 年公司综合毛利率提升 0.64 个百分点至 34.75%，净利润率提升 4.94 个百分点，至 19.28%。盈利能力显著提升，主要系高盈利的发电业务占比提升所致。

图 3、公司业务结构有所调整，电力收入占比提升



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2017 年净利润率提升 4.9 个百分点



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

公司主营业务为高端装备制造、新能源发电、新材料和节能环保四大产业。分业务看：**(1) 高端装备业务**：实现营业收入 2.77 亿元，较去年同期增长 3.36%，稳中略有提升。**(2) 新能源发电业务**：实现营业收入 8.85 亿元，较去年同期增长 69.13%，涨幅较大。**(3) 新材料业务**：实现营业收入 1.18 亿元，较去年同期下降 78.52%，减幅较大，主要系产能迁移影响。**(4) 节能环保业务**：实现营业收入 1.65 亿元，较去年同期大幅增长 120.49%。

表 2、公司分版块业务数据一览

单位：亿元	营业收入	营业成本	毛利率	收入同比	成本同比	毛利率同比
<b>分行业</b>						
高端装备业务	2.77	1.64	40.86%	3.36%	27.93%	-11.36%
新材料业务	1.18	1.50	-27.68%	-78.52%	-65.62%	-47.91%
新能源发电业务	8.85	3.44	61.11%	69.13%	86.11%	-3.55%
节能环保业务	1.65	1.59	3.42%	120.49%	54.34%	41.39%
<b>分产品</b>						
设备	2.77	1.64	40.86%	3.36%	27.93%	-11.36%
硅棒、硅锭	0.19	0.21	-8.90%	-85.04%	-74.63%	-44.71%
硅片	0.98	1.29	-31.37%	-76.50%	-63.51%	-46.78%
电力	8.85	3.44	61.11%	69.13%	86.11%	-3.55%
脱硝催化剂	0.75	0.68	8.71%	121.97%	2.92%	
环保工程	0.90	0.91	-0.95%	119.28%	146.28%	-11.07%

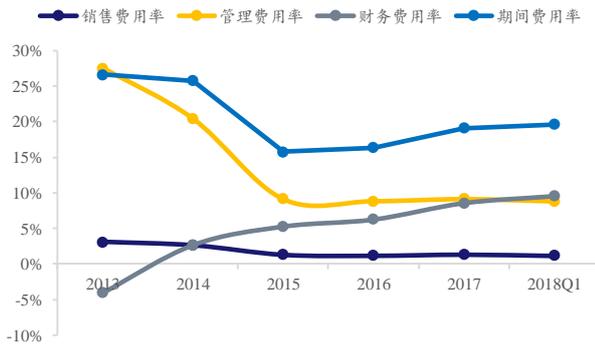
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、财务数据良好，融资渠道畅通

公司费用略增，整体费用率稳健。期间费用率为 19.12%，同比提升 2.75 个百分点。其中，销售费用率同比变动 0.15 个百分点，至 1.36%。管理费用率同比变动 0.29 个百分点，至 9.16%。财务费用率同比变动 2.31 个百分点，至 8.6%，主要系公司债券利息增加所致。

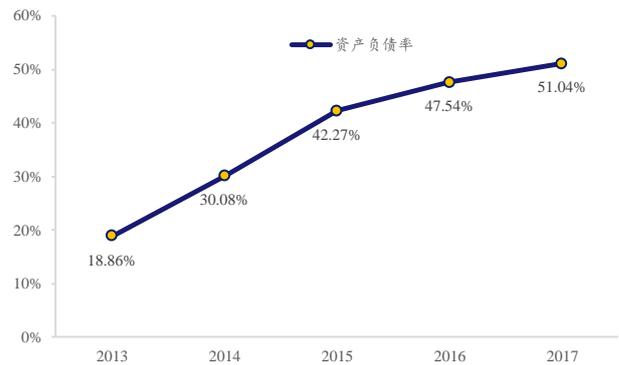
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 5、公司期间费用率稳定



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、资产负债率较低，融资渠道畅通



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

**资产负债率稳定，融资渠道畅通。**2017 年公司资产负债率提升 3.5 个百分点，至 51.04%，近年财务杠杆水平稳定。公司通过多元化融资工具，结合银行和资本市场融资工具，保障融资能力，满足公司发展的资金需求，并尽量降低融资成本。

2017 年应收账款 10.2 亿元，同比增长 86.18%，主要系光伏补贴尚未到账所致。在建工程 6.54 亿，同比下降 38%，固定资产 69.9 亿，同比增加 52%，系部分电站项目建成转固所致。

### 三、四大板块协同发展，光伏与半导体业务并重

公司主营业务为高端装备制造、新能源发电、新材料和节能环保四大产业。公司规划将继续以光伏行业为立足点，强化主营业务，并在半导体相关行业通过多种渠道寻求新的业务方向。

#### ● 高端装备业务

该业务主要包括光伏及半导体设备的设计、研发及制造，主要产品包括单晶硅生长炉、多晶硅铸锭炉、区熔单晶硅炉及其他精密设备。

**光伏设备方面，顺应行业趋势，单晶硅生长炉出货占比提升。**2017 年公司外销软轴单晶硅炉占比重较大，多晶硅铸锭炉、金刚线开方机销量稳定，但占比有所下降。2017 年 12 月公司以融资租赁的方式出售软轴单晶硅炉，协议总金额合计 3 亿元人民币，已于 2018 年一季度确认收入，带动公司 18 年 Q1 营收及业绩同比大幅增长。

此外，公司自行研发的金刚线晶硅切片机于 2017 年下半年完成满载试切，切割品质与成本数据处于行业领先水平，现已投入使用。

表 3、公司单晶硅炉销售占比较大

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)
多晶铸锭炉 (台)	25	23	10	-80.92	-82.44
单晶硅炉 (台)	298	198	100	-	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

半导体设备方面，碳化硅设备实现外销，进口替代在即。公司启动碳化硅晶体生长设备的研制工作以实现进口替代，为加快我国碳化硅产业化进程做出贡献，2018年上半年，该设备已经实现对外销售。一方面，体现公司研发和制造实力，另一方面，该业务将会为公司带来较大业绩弹性，成为新晋业绩增长点。

### ● 新能源发电业务

新能源发电业务主要为光伏发电和风力发电。公司 2012 年进入光伏发电领域，主要投资集中式电站，2014 年开始建设分布式电站项目，2015 年开始涉足风力发电项目，近年新能源发电毛利占比过半，成为公司主要的业绩贡献。

自持电站规模接近翻倍，新增装机分布式占比近半。2017 年底公司持有 46 个电站，规模合计 1.05GW，较去年同期增长 76.58%。其中，2017 年新增地面电站并网装机容量 209.30MW，新增分布式电站并网装机容量 190.62MW，合计近 400MW。同时，公司在手已核准的规模接近 1.2GW，项目储备丰富，电站规模有望持续扩张。

图 7、公司 17 年累计持有 1.05GW 电站，在手已核准规模接近 1.2GW



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

分散式建设集中化管理，益于发挥规模效应。由于分布式光伏电站，具有单个项目规模较小、地理位置分散、售电情况各异等特点，运维及管理分散，难以摊薄成本。目前公司装机规模已达到 GW 级别，有能力对子项目实施集中监控。为保障发电效率，提升盈利水平，公司已在北京总部设立光伏电站集中监控中心，2017 年，新增的风力发电集中监控系统也已安装调试完毕，进入运行阶段。预计集中

化的管理方式益于公司进一步控制成本、提升营业收入。

### ● 新材料业务

新材料业务主要产品包括多晶硅锭及硅片、单晶硅棒及硅片、区熔单晶硅棒，其中，多晶及单晶产品主要应用于光伏领域，区熔单晶硅棒可满足大功率电子器件的半导体领域应用需求。

**光伏领域，大手笔扩产单晶，收缩多晶产能。**公司 2017 年 6 月启动乌海年产能 5GW 的单晶硅片业务，2017 年 10 月工程主体部分完成，预计 2018 年将贡献部分利润。同时，考虑产能迁移和风险控制等因素，公司主动收缩多晶硅片产能

**半导体领域，技术突破，产销放量。**半导体方面，公司取得突破，用于 IGBT、晶闸管和大功率 MOSFET 的区熔硅半导体产品在国内国际市场实现销售收入 300 多万元，同比增长超过 80%。公司将受益于新能源汽车和轨道交通的快速发展，核心电力电子器件的国产化。

### ● 节能环保业务

节能环保业务主要为脱硝催化剂业务和环保工程业务：

**行业市场集中度提升。**受到节能减排政策性的压力影响和火电厂大气污染排放标准时间表的推动，脱硝改造从 2012 年起开始提速，需求量持续增长。随着国内脱硝行业市场发展，进入行业较早的外资企业已开始逐步退出市场，国内小型企业由于资金周转困难面临被市场淘汰，市场份额开始向大型企业集中。

**公司双管齐下，节能环保业务快速发展。**公司于 2013 年全资收购子公司进军节能环保领域，2017 年，公司销售管理并重，一方面，加强销售队伍建设，挖掘潜在市场。另一方面，完善成本管理体系，提质增效，同时积极寻求对外合作机会。2017 年节能环保事业部实现营业收入 1.65 亿元，较去年同期大幅增长 120.49%。未来，公司也将受益于行业市场集中度提升。

## 四、盈利预测

预计公司 18-20 年 EPS 为 0.4 元、0.54 元、0.69 元，对应（4 月 27 日）估值为 12.2 倍、9.2 倍、7.2 倍，首次覆盖予以审慎增持评级。

## 五、风险提示

1、光伏装机不及预期；2、单晶硅片扩产进度不及预期；3、光伏产品价格波动过大；4、设备订单不及预期。

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	3183	7572	10698	13032
货币资金	812	1731	2437	2968
交易性金融资产	50	0	0	0
应收账款	1021	2694	3793	4620
其他应收款	34	133	187	228
存货	416	966	1361	1658
<b>非流动资产</b>	10269	16244	18565	20747
可供出售金融资产	695	695	695	695
长期股权投资	50	50	50	50
投资性房地产	53	0	0	0
固定资产	6989	10865	13223	15432
在建工程	655	2822	2822	2822
油气资产	0	0	0	0
无形资产	169	164	160	155
<b>资产总计</b>	13451	23816	29263	33779
<b>流动负债</b>	2843	12352	16571	19599
短期借款	598	7107	9228	10653
应付票据	601	1400	1972	2402
应付账款	663	1546	2178	2653
其他	981	2298	3193	3892
<b>非流动负债</b>	4023	4081	4261	4396
长期借款	1518	1590	1684	1797
其他	2505	2491	2576	2599
<b>负债合计</b>	6866	16433	20832	23996
股本	1995	1996	1996	1996
资本公积	2899	2899	2899	2899
未分配利润	1544	2352	3421	4794
少数股东权益	22	2	-19	-39
<b>股东权益合计</b>	6586	7383	8431	9783
<b>负债及权益合计</b>	13451	23816	29263	33779

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	370	808	1068	1373
折旧和摊销	374	486	670	820
资产减值准备	-34	288	214	161
无形资产摊销	28	28	28	28
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	169	334	595	687
投资损失	-27	-27	-27	-27
少数股东损益	-20	-20	-20	-20
营运资金的变动	215	1387	942	660
<b>经营活动产生现金流量</b>	1099	397	1612	2324
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1738	-6401	-3002	-3000
<b>融资活动产生现金流量</b>	316	6922	2096	1208
现金净变动	-323	919	706	532
现金的期初余额	726	812	1731	2437
现金的期末余额	403	1731	2437	2968

## 利润表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1917	5045	7104	8653
营业成本	1251	3296	4589	5550
营业税金及附加	30	76	107	130
销售费用	26	66	85	100
管理费用	176	444	604	718
财务费用	165	334	595	687
资产减值损失	-34	-34	-34	-34
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	27	27	27	27
<b>营业利润</b>	381	890	1185	1530
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	383	892	1187	1532
所得税	13	104	139	179
净利润	370	788	1048	1352
少数股东损益	-20	-20	-20	-20
<b>归属母公司净利润</b>	390	808	1068	1373
<b>EPS(元)</b>	0.20	0.40	0.54	0.69

## 主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	5.8%	163.1%	40.8%	21.8%
营业利润增长率	62.1%	133.7%	33.1%	29.1%
净利润增长率	51.2%	107.1%	32.2%	28.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.7%	34.7%	35.4%	35.9%
净利率	20.3%	16.0%	15.0%	15.9%
ROE	5.9%	10.9%	12.6%	14.0%

## 偿债能力

资产负债率	51.0%	69.0%	71.2%	71.0%
流动比率	1.12	0.61	0.65	0.66
速动比率	0.95	0.52	0.55	0.57

## 营运能力

资产周转率	0.15	0.27	0.27	0.27
应收帐款周转率	2.09	2.46	1.98	1.86

## 每股资料(元)

每股收益	0.20	0.40	0.54	0.69
每股经营现金	0.55	0.20	0.81	1.16
每股净资产	3.29	3.70	4.23	4.92

## 估值比率(倍)

PE	25.32	12.23	9.25	7.20
PB	1.51	1.34	1.17	1.01

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场 第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn