

新能源行业

京运通 (601908)

公司研究报告 新股分析

评级: 无

发行数据 (单位: 万股)

发行前总股本	36989
拟发行股本	6000
发行后总股本	42989

发行后股本结构

序号	股东名称及持股情况
1	北京京运通 持股量 28701 万股 持股比例 66.76%
2	韩丽芬 持股量 3271 万股 持股比例 7.61%
3	普凯投资 持股量 2576 万股 持股比例 5.99%
4	苏州国润创投 持股量 1030 万股 持股比例 2.40%
5	北京乾元盛创投 持股量 515 万股 持股比例 1.20%

技术领先的国内光伏设备制造龙头

京运通拟采取网下向配售对象累计投标询价发行与网上资金申购定价发行相结合的方式发行 6000 万股, 计划募集资金 90000 万元建设晶硅材料产业园项目 (一期), 该项目预计于 2013 年达产, 目标产能多晶硅铸锭炉 400 台、大尺寸单晶硅生长炉 50 台、区熔单晶硅生长炉 30 台及多晶硅片 4800 万片。

投资要点:

- 公司在光伏设备行业耕耘日久, 占据行业领先地位。2003 年自主研发成功 5 英寸单晶硅生长炉并实现产业化推广, 累计销售单晶硅生长炉超过 2200 台, 在国内市场保有率处于首位。2008 年自主研发成功多晶硅铸锭炉并实现产业化推广, 累计销售多晶硅铸锭炉超过 500 台, 在国内市场保有率名列前茅。从光伏设备销售收入规模和利润规模来看, 公司是国内行业内龙头企业。
- 重视研发的超前性, 技术优势明显, 主要产品毛利率高于国内同行。公司主推的 JRDL-1000 和 1100 型单晶炉在投料量和单位能耗上显著优于市场上的主流产品, JRDL-1040-AT 型单晶炉既可以拉制大尺寸太阳能级单晶硅, 又可以拉制半导体级单晶硅, 市场空间广阔。JZ-800/1000 多晶硅炉在世界范围内率先实现超过 800kg 的投料量, 硅锭有效利用率达 75%, 显著高于 450kg 铸锭炉 68% 的利用率, 使得硅锭吨成本由 6 万下降到 3.8 万, 预期该产品将为新建生产线广泛使用, 同时还会对市场上已有的 450kg 铸锭炉形成替代。
- 看好光伏行业长期增长前景, 光伏设备制造子行业相对于晶体硅/硅片/电池片/组件生产而言, 技术门槛较高, 子行业内的龙头企业预期会有较好的增长前景。
- 公司运用在晶体硅生长设备制造上的技术优势, 进行相关行业拓展, 技术储备丰富, 包括蓝宝石生长设备、金刚石沉积炉等。多行业拓展能改变目前产品行业单一无法规避行业系统性风险的状况, 同时也能为公司未来的持续增长寻找新的蓝海。
- 风险提示: 1、全球光伏产品需求下降的风险; 2、竞争激烈, 销售收入增长低于预期的风险。
- 盈利预测及估值分析。我们预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为 1.49 元、2.04 元、2.65 元, 参考可比公司市盈率并考虑公司业绩未来的成长性, 给予公司 2011 年底 25—30 倍的 PE, 股价区间为 37.25—44.70 元, 中间价 40.98 元。

新能源及电力设备行业研究小组
证书编号 S0120511030001

联系人
何俊峰
8621-68761616-8511

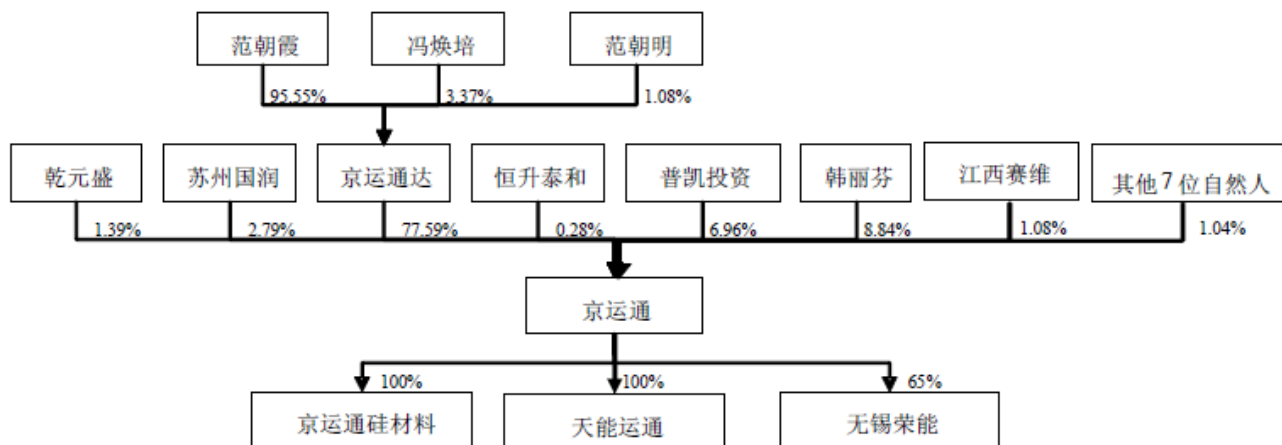
德邦证券有限责任公司
上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼
<http://www.tebon.com.cn>

请务必阅读正文后的免责声明部分

1. 股权结构

公司实际控制人为范朝霞和冯焕培夫妇，两人共同控制发行前股份的 76.65%。

图 1：公司发行前股权结构

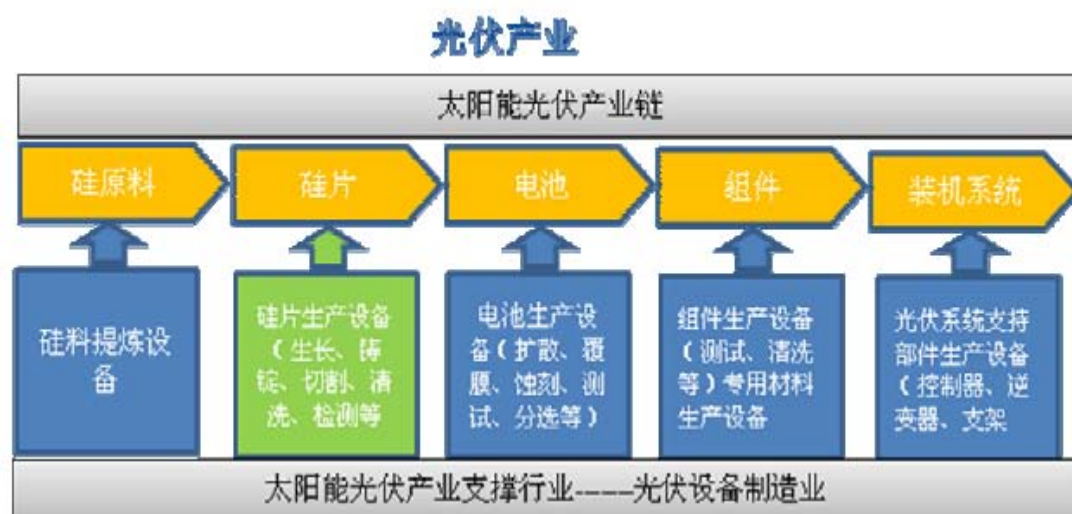


资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

2. 经营情况——国内光伏设备行业龙头

公司前身东方科运成立于 2002 年，专业从事晶体生长设备的研发和生产，着眼于太阳能光伏产业的巨大发展前景，较早便将发展重点集中于光伏设备。

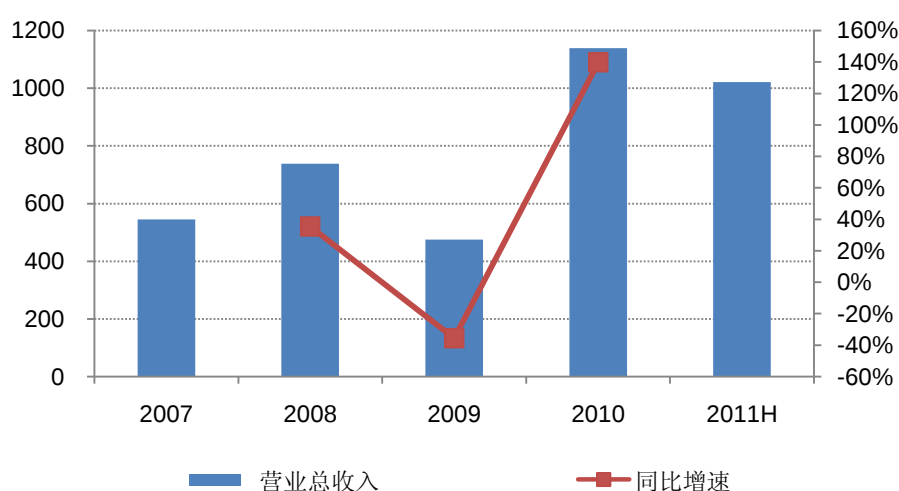
图 2：晶体硅光伏产业链及配套设备制造业



资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

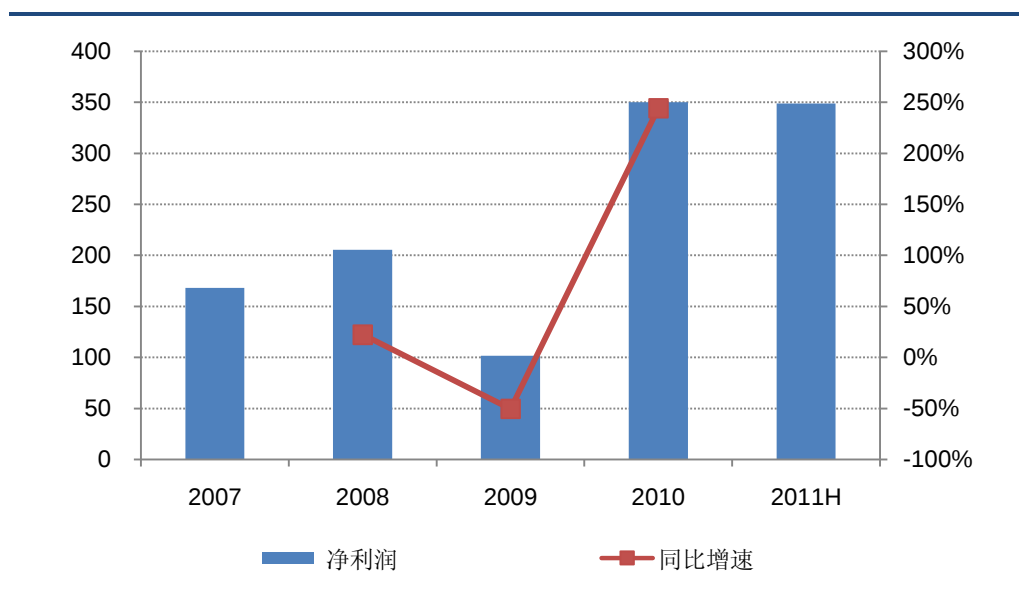
公司主营硅片环节的硅棒/硅锭生长设备单晶硅生长炉和多晶硅铸锭炉，产品国内市场占有率占据行业领先地位。同时为检测和优化设备性能，亦辅助性地开展了晶体硅生长和硅片业务。

图 3：近 5 年公司营业总收入及增速



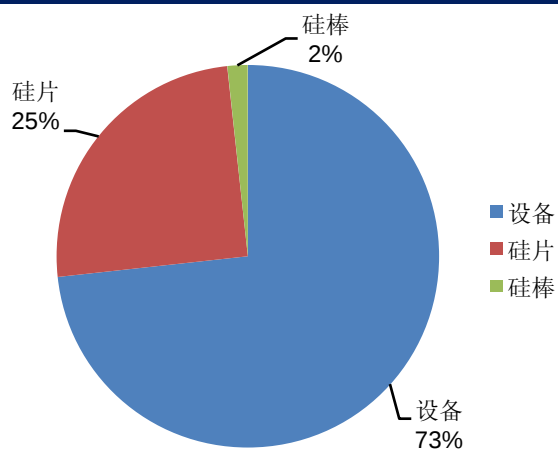
资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

图 4：近 5 年公司净利润及增速



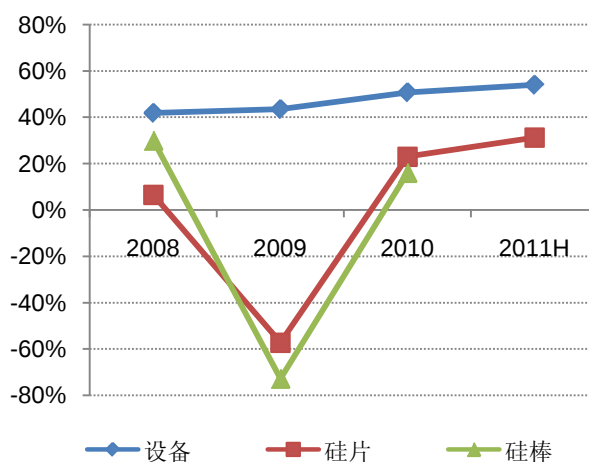
资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

图 5：2010 年按产品分收入构成



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 6：近 4 年各产品毛利率变动情况



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

3. 募投项目情况

公司拟在新购置的北京经济技术开发区路东区 F5 街区 F5M1 地块上建设硅晶材料

产业园，一方面将继续加大单晶硅生长炉、多晶硅铸锭炉等传统光伏设备业务发展，逐渐实现大尺寸单晶炉、区熔炉等创新设备的产业化推广，另一方面将深入产业链的垂直整合，并为用户提供先进适用的培训条件，发展晶体硅生长和晶片业务。本次募集资金投资项目为硅晶材料产业园项目（一期），总投资 90,000 万元。

至本项目达产年，本公司将建成 1~5# 厂房，形成年产多晶硅铸锭炉 400 台、大尺寸单晶硅生长炉 50 台、区熔单晶硅生长炉 30 台以及多晶硅片 4,800 万片的生产能力。

表 1：募投项目资金使用计划和备案情况（货币单位：万元）

项目名称	总投资额	资金投入进度				环评批复	项目核准情况
		第一年	第二年	第三年	第四年		
硅晶材料产业园项目（一期）	90,000	37,500	41,310	7,683	3,507	京技环审字 [2009]178 号、 京技环审字 [2010]32 号	京技管项核字 [2010]16 号

资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

表 2：公司盈利预测表（单位：百万元）

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	737.95	475.11	1138.73	1935.84	2516.60	3271.57
减：营业成本	466.79	310.12	646.34	1098.78	1428.42	1856.95
营业税金及附加	3.16	3.76	4.29	10.30	13.39	17.41
营业费用	3.17	3.60	10.14	13.41	17.43	22.66
管理费用	17.11	27.25	76.77	95.47	124.11	161.35
财务费用	0.44	9.53	9.46	-42.14	-105.86	-134.88
资产减值损失	36.71	16.65	9.10	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	210.56	104.20	382.62	760.02	1039.10	1348.08
加：其他非经营损益	2.76	20.34	23.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	213.32	124.54	405.68	760.02	1039.10	1348.08
减：所得税	7.96	22.79	55.55	95.00	129.89	168.51
净利润	205.36	101.75	350.14	665.01	909.21	1179.57
减：少数股东损益	0.00	0.00	12.47	23.69	32.39	42.02
归属母公司股东净利润	205.36	101.75	337.66	641.32	876.82	1137.55
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	270.98	317.88	339.20	2912.64	3896.62	4570.72
应收和预付款项	191.71	209.84	451.54	478.37	730.52	841.04
存货	220.55	193.43	364.93	584.20	649.67	954.36
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	140.94	196.06	485.49	763.55	1154.64	1502.40
无形资产和开发支出	20.91	79.38	85.84	125.76	147.17	165.09
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	845.09	996.60	1727.01	4864.52	6578.63	8033.61
短期借款	0.00	12.20	48.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	218.59	158.16	550.11	404.54	836.21	776.47
长期借款	200.00	0.00	200.00	200.00	200.00	200.00
其他负债	10.00	208.00	73.98	73.98	73.98	73.98
负债合计	428.59	378.36	872.10	678.53	1110.19	1050.45
股本	286.77	308.24	369.89	429.89	429.89	429.89
资本公积	0.00	22.16	14.72	2354.72	2354.72	2354.72
留存收益	129.72	287.84	438.06	985.72	1734.47	2705.88
归属母公司股东权益	416.49	618.24	822.67	3770.32	4519.08	5490.48
少数股东权益	0.00	0.00	32.25	55.94	88.33	130.34
股东权益合计	416.49	618.24	854.92	3826.26	4607.40	5620.83
负债和股东权益合计	845.09	996.60	1727.01	4504.79	5717.60	6671.28
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	85.42	38.89	353.77	307.96	1041.18	740.37

投资性现金净流量	-167.84	-84.55	-232.80	-35.00	-35.00	-35.00
筹资性现金净流量	157.62	90.43	-76.61	2300.47	-22.20	-31.27
现金流量净额	75.23	44.59	44.29	2573.44	983.98	674.10

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%

减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。