

京运通 (601908) 定价报告

光伏设备巨头，高端产品未来持续推出

新能源/光伏

定价区间
33.00—39.00 元

发布时间：2011 年 9 月 7 日

投资要点：

- **国内光伏设备行业前景广阔**：虽然目前光伏产能短期已过剩，但中长期来看，光伏行业仍将继续扩产，产业链龙头厂商的扩产步伐虽有所放缓，但仍在继续中，未来随着光伏设备保有量的不断增长，我们认为未来国内光伏设备厂商将受益于进口替代、设备维护及更新换代。
- **公司单晶生长炉——行业领先，未来方向大尺寸、全自动、配置超导磁场**：明后年公司将主推的装料量 150kg，晶体尺寸 10 英寸的单晶炉。未来公司还将推出的配备超导磁场的单晶炉，可以拉制电子级单晶硅，同时也可以用作高转化率的光伏硅片生产。
- **多晶铸锭炉——技术领先，向高投料量及高利用率挺进**：公司多晶铸锭炉目前未执行订单共计 785 台。未来公司将重点推出 JZ800/1000 型，单次投料量 800-1000kg，硅锭有效利用率 75%，公司产品未来将持续处于行业领先地位。
- **区熔单晶炉——革命性产品，前景广阔**：目前区熔单晶硅炉为国外少数几家公司所垄断，公司自主研发的 JQ-800 区熔单晶硅炉样机已出，未来若实现产业化生产，将填补国内空白，大幅降低区熔单晶硅的生产成本，推动区熔单晶硅市场快速发展，成为公司业绩新的亮点。
- **募投项目**：总投资 90000 万元。项目达产后将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 4800 万片的生产能力。
- **预计公司 2011、2012 和 2013 年的每股收益分别为 1.50、1.89 和 2.48 元**。我们认为公司合理价值区间在 33.00-39.00 元之间，对应的 2011 年的动态市盈率为 22-26 倍。
- **风险提示**：(1) 光伏行业需求放缓；(2) 新产品推广不及预期。

业绩预测	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)
2010	113,873	139.7	33,766	231.9	0.79
2011E	217,240	90.8	64,358	90.6	1.50
2012E	303,000	39.5	81,354	26.4	1.89
2013E	385,500	27.2	106,825	31.3	2.48

发行数据	2010 年
发行前股本 (万股)	36,989
发行数量 (万股)	6,000
发行价格 (元)	42.00
发行前 EPS (元)	0.91
发行后 EPS (元)	0.79
发行前每股净资产 (元)	3.17
发行日期	2011-8-29
上市日期	2011-9-8
主承销商	中信证券

分析师:潘喜峰 联系人:龚斯闻

执业证书编号: S0550511020005

TEL: (8621)6336 7000-268

(8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3209

Email: panxf@nesc.cn

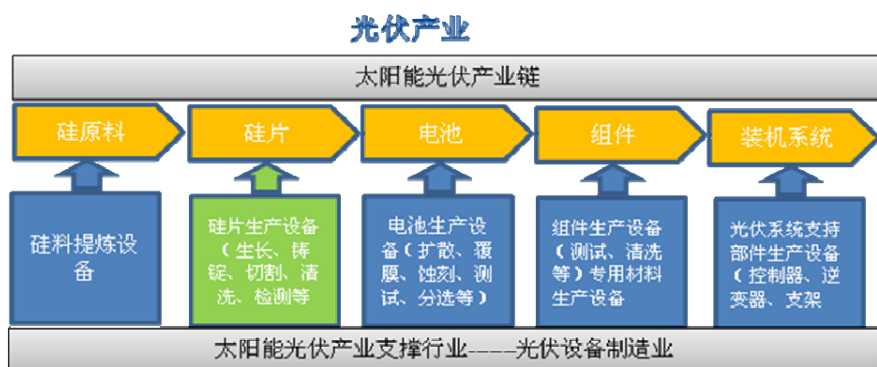
地 址: 上海市延安东路45 号20 楼

邮 编: 200002

一、光伏设备行业——受益进口替代、设备维护及更新换代

光伏产业链包括硅料、硅片、电池片、组件、安装系统五个环节构成。随着全球光伏市场需求的持续提升，光伏行业产能也在不断扩张中，相应的光伏设备行业近年来获得了巨大的市场空间。

图 1 光伏产业链及相关设备



资料来源：公司招股说明书、东北证券

国内光伏设备厂商近年来获得了长足的进步。在国内硅片生产设备领域内，单晶生长炉目前已完成进口替代，国内厂商已经占据了绝对的市场领先地位。多晶铸锭炉前期主要以国外供应商为主，目前国产厂商的市场份额正在迅速扩大。开方机、切割机等一些高端设备目前国内厂商也正在逐步推出中，取代国外设备指日可待。而区熔单晶炉等顶尖设备，国内厂商也正在研发中，打破国际垄断值得期待。

虽然目前全球光伏产能短期已过剩，但中长期来看，光伏行业仍将继续扩产，产业链龙头厂商的扩产目前仍在继续中，国内扩产的趋势较国外更为明显，此外未来随着光伏设备保有量的不断增长，设备的维护及更新换代也是一大需求来源，我们认为未来国内光伏设备厂商将受益于进口替代、设备维护及更新换代。

二、公司概况

公司以光伏设备制造业务为核心，主导产品包括单晶硅生长炉和多晶硅铸锭炉等。此外公司也开拓了硅棒、硅锭和硅片等业务，在对外销售的同时，也有利于公司不断摸索、改进设备性能，同时满足客户培训的需要。

2.1 单晶生长炉——行业领先，未来方向大尺寸、全自动、超导磁场

公司单晶硅生长炉在国内市场保有量持续居于行业首位。截至 2011 年 6 月 30 日，

公司未执行的单晶炉订单共计 297 台，未来市场保有量将继续提升，从而进一步稳固公司的市场地位。

目前公司单晶炉主流产品是 JRDL-900 型，最大装料 120kg，处于行业领先地位，未来公司产品将向大尺寸、全自动、超导磁场等方向发展。

明后年公司主推的 JRDL-1000 型装料量将达 150kg，晶体尺寸将达 10 英寸。

而未来公司将推出的 JRDL-1040-AT 及 JRDL-1350 型单晶炉将配备超导磁场，可以拉制电子级单晶硅，同时也可以用作高转化率的光伏硅片生产。目前类似产品被国外厂商所垄断。

2.2 多晶铸锭炉——技术领先，向高投料量及高利用率挺进

2008 年公司打破国外技术垄断，开始规模化产销多晶铸锭炉，主要产品为 JZ-450 和 JZ-460/660 等型号。目前公司是国内多晶铸锭炉市场保有量仅次于美国 GT 公司的第二大生产企业。截至 2011 年 6 月 30 日，公司未执行的多晶炉订单共计 785 台。

未来公司多晶铸锭炉将重点推出 JZ800/1000 型，单次投料量 800-1000kg，硅锭有效利用率 75%，公司产品未来将持续处于行业领先地位。

2.3 区熔单晶炉——革命性产品，前景广阔

区熔单晶硅与直拉单晶硅相比，纯度更高，杂质含量少，电阻较高，载流子寿命较长。

区熔单晶硅由于设备昂贵，成本较高，目前主要用于国防、航天、航空等方面的电子器件使用，如绝缘栅双极型晶体管器件、大功率晶闸管，红外探测器等。区熔单晶硅若用于光伏领域，其光电转换效率可达 23%，比目前市场主流单晶硅电池高出约 6 个百分点，若区熔单晶硅成本进一步降低，则未来用于光伏领域的前景将十分广阔。

目前区熔单晶硅炉为国外少数几家公司所垄断，目前公司自主研发的 JQ-800 区熔单晶硅炉样机已出，该产品可生产 4-8 英寸之间各种规格的区熔单晶硅，未来若实现产业化生产，将填补国内空白，大幅降低区熔单晶硅的生产成本，推动区熔单晶硅市场快速发展，成为公司业绩新的亮点。

2.4 其他设备储备充足，硅片业务辅助公司发展

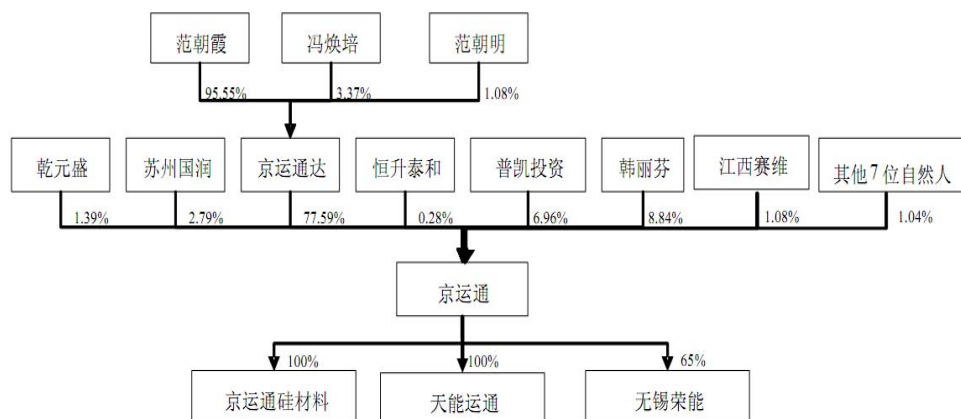
公司其他设备技术储备也很充足，包括 LED 蓝宝石生长炉、开方机、金刚石沉淀炉未来都有可能成为公司新的业绩增长点。

此外公司的硅片业务目前也有一定规模，在对外销售获得一定利润的同时，也作为公司不断改进设备性能的试验线，同时可满足客户培训的需要。

三、本次发行情况

本次发行前公司股本总额为 36989 万股，本次拟向社会公开发行不超过 6000 万股，占发行后总股本的比例不超过 13.96%。

图 2 发行前股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东北证券

四、募投项目

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 90000 万元。至项目达产后，公司将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 4800 万片的生产能力。

五、估值分析

预计公司 2011、2012 和 2013 年的每股收益分别为 1.50、1.89 和 2.48 元。我们认为公司合理价值区间在 33.00-39.00 元之间，对应的 2011 年的动态市盈率为 22-26 倍。

六、风险提示

(1) 光伏行业需求放缓；(2) 新产品推广速度不及预期。

表 1 可比公司估值对比表

证券代码	证券简称	总股/亿股	流通股/亿股	PE			PB 最新
				TTM	2011E	2012E	
000926.SZ	福星股份	7.12	5.24	15.28	10.66	7.66	1.35
002132.SZ	恒星科技	5.40	2.88	36.61	18.30	12.75	5.16
600089.SH	特变电工	26.36	26.36	20.62	15.85	12.54	2.23
600295.SH	鄂尔多斯	10.32	6.12	17.32	16.38	13.20	3.45
300118.SZ	东方日升	3.50	0.90	25.92	21.20	13.98	2.90
300080.SZ	新大新材	2.80	1.32	35.43	24.92	16.65	3.46
002056.SZ	横店东磁	4.26	4.11	30.81	28.92	17.21	3.89
600644.SH	乐山电力	3.26	3.26	52.54	23.75	17.65	5.64
300082.SZ	奥克股份	2.59	0.92	30.20	22.52	16.67	2.52
300111.SZ	向日葵	5.09	0.51	35.23	22.87	17.19	6.84
300029.SZ	天龙光电	2.00	1.09	47.39	27.83	18.34	4.29
002006.SZ	精功科技	1.52	1.33	38.20	27.01	20.05	10.79
600770.SH	综艺股份	7.36	6.67	42.06	24.97	14.80	4.14
600516.SH	方大炭素	12.79	12.79	28.16	25.69	20.97	5.68
002077.SZ	大港股份	2.52	2.44	34.27	27.23	17.11	3.51
002518.SZ	科士达	1.15	0.29	44.24	34.17	24.19	3.03
002335.SZ	科华恒盛	1.56	0.46	32.79	28.18	21.95	4.10
002129.SZ	中环股份	7.24	7.23	50.84	30.45	17.22	7.97
002506.SZ	超日太阳	5.27	1.32	36.20	29.20	18.08	3.54
600550.SH	天威保变	13.73	13.73	35.50	25.68	18.70	3.05
600674.SH	川投能源	9.33	5.47	31.42	27.10	22.13	1.98
002163.SZ	中航三鑫	8.04	4.11	78.82	39.33	19.95	3.98
002218.SZ	拓日新能	4.90	4.22	89.73	32.60	18.08	3.89
002371.SZ	七星电子	0.85	0.24	53.63	39.57	25.75	5.85
300064.SZ	豫金刚石	3.04	1.35	60.84	46.77	32.62	5.48
002389.SZ	南洋科技	1.34	0.34	53.22	44.20	26.16	5.13
600151.SH	航天机电	9.57	9.57	67.27	109.78	64.84	3.63
平均值				41.65	30.56	20.24	4.35

资料来源：Wind、东北证券

表 2 公司利润预测表

(单位：万元)	2010	2011E	2012E	2013E
一、主营业务收入	113,873	217,240	303,000	385,500
减：主营业务成本	64,634	121,362	184,310	232,730
减：主营业务税金及附加	429	1,738	2,424	3,084
营业费用	1,014	2,824	3,333	3,470
管理费用	7,677	11,948	16,665	19,275
财务费用	946	1,500	-2,000	-2,500
资产减值损失	910	1,000	1,100	1,200
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	38,262	76,868	97,168	128,242
加：营业外收入	2,522	0	0	0
减：营业外支出	216	0	0	0
三、利润总额	40,568	76,868	97,168	128,242
减：所得税费用	5,555	11,530	14,575	19,236
四、净利润	35,014	65,338	82,593	109,005
归属于母公司所有者的净利润	33,766	64,358	81,354	106,825
少数股东损益	1,247	980	1,239	2,180
六、每股收益（元）	0.79	1.50	1.89	2.48

来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归我公司所有。