

京运通(601908)新股定位分析报告

（仅供参考）

上市时间	股票代码	股票名称	发行价格 (元)	发行后摊薄 市盈率(倍)	发行后每股 净资产(元)	每股收 益(元)	2011 年 1-6 月加权 平均净资产收益率 (%)								
2010-9-8	601908	京运通	42	53.47	8.34	0.81	34.95%								
发 行 数 量 (万股)	上市数量 (万股)	发行后股 本(万股)	中签率 (%)	主承销商	所属行业	合理估值定位（元）									
6000	4800	42988.5	0.9706%	中信证券	光伏行业	48-56 元									
公 司 投 资 要 点	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。随着光伏设备的技术升级，尤其是新产品的逐渐推出，公司开始进行产业链垂直整合，发展了晶体硅生长和晶片业务，产品包括硅棒、硅锭和硅片，从而实现装备制造技术与晶体生长、加工工艺的结合。目前，本公司已经形成了光伏设备制造业务与晶体硅生长和晶片业务互补发展的业务格局。未来，公司将致力于成为以先进装备制造业务为核心，同时实现光伏产业链垂直整合的国际一流企业。														
	2003 年以来，公司自主研发成功并对外销售单晶硅生长炉，新产品开发始终走在国内前列。截至本招股意向书签署日，公司已累计销售单晶硅生长炉超过 2,200 台，在国内单晶硅生长炉市场保有率一直保持第一。														
	2008 年以来，公司自主研发成功并对外销售多晶硅铸锭炉，性能已达国际先进水平，截至本招股意向书签署日，公司累计销售多晶硅铸锭炉超过 500 台，在国内多晶硅铸锭炉市场保有率仅次于美国 GT 公司，居于国内厂商之首。														
	公司作为国内最早开始从事光伏设备制造业务的公司之一，已经耕耘光伏市场多年，奠定了良好的客户基础，与江西赛维等客户形成了长期的合作关系。在晶体硅生长和晶片业务领域也培育了优质的客户基础，包括国内的无锡尚德、东方日升新能源股份有限公司以及美国 MEMC 公司、德国 DEUTSCHESOLARAG 公司等都是公司长期客户。截止 2011 年 6 月 30 日，本公司光伏设备业务目前已签署尚未执行完毕合同总金额超过 22.29 亿元，为未来年度的盈利提供了保障。														
募 集 资 金 投 向	<table><tr><th>序号</th><th>项目名称</th><th>投入资金（万元）</th><th>项目建设期</th></tr><tr><td>1</td><td>硅晶材料产业园项目（一期）</td><td>90,000</td><td>2 年</td></tr></table>							序号	项目名称	投入资金（万元）	项目建设期	1	硅晶材料产业园项目（一期）	90,000	2 年
	序号	项目名称	投入资金（万元）	项目建设期											
	1	硅晶材料产业园项目（一期）	90,000	2 年											
	1）硅晶材料产业园项目（一期）：项目建设期 2 年，第 3 年投产，第 4 年达产。达产年，将形成年产大尺寸单晶硅生长炉 50 台、区熔单晶硅生长炉 30 台、多晶硅铸锭炉 400 台，以及多晶硅片 4,800 万片的产能。														
	2）募集资金项目新增固定资产投资 75,000 万元，建设期第一年不产生新增固定资产折旧费用，第二年新增固定资产折旧 1,496 万元，投产期及达产期每年将新增固定资产折旧 5,641 万元。														
3）以公司所在行业的财务基准收益率为 12%，按所得税后（所得税税率 25%）数据计算：项目增量投资财务内部收益率（税后）为 29.52%，高于基准收益率；增量投资财务净现值（税后）为 81,050 万元，投资回收期为 5.2 年。项目产能利用率为 39.1%时即可达到盈亏平衡。															

估值分析	1、根据公司招股说明书，2010 年营业收入 11.4 亿，同比增长 139.7%；归属于母公司净利润 3.4 亿元，同比增长 231.86%；2011 年 1-6 月营业收入 10.2 亿，归属于母公司净利润 3.48 亿。 2、按发行后总股本 42988.5 万股计算，发行后 2010 年每股收益为 0.81 元；根据机构一致预期，预计 2011 年每股收益约为 1.6 元。 3、参考同类上市公司天龙光电 PE39X、新能源主题指数平均 PE25X 等，结合行业未来发展前景及公司业绩增长潜力等因素，给予公司 2011 年 30X-35XPE 动态估值。 4、按照2011年预计EPS和相应PE水平估值，目前合理估值应当为48-56元。
风险提示	1、多晶硅价格波动风险：公司晶体硅生长和晶片业务系以多晶硅作为主要原料，多晶硅原料价格波动对公司业绩构成一定影响。公司已采用如下措施应对价格变动风险：（1）增加代加工模式比重，转移原材料价格变动风险。（2）加强对原材料价格的分析研究，合理配置采购量和采购时间，规避相关风险。同时，培养长期多晶硅原料供应商，稳定供应。 2、产业政策风险：现阶段太阳能光伏产业发展仍一定程度上依赖政府补贴等支持政策。并且，目前我国光伏终端产品 90%以上用于出口。因此，如果外国政府大幅削减或者停止对光伏产品的政策补贴，对我国光伏产品的贸易政策发生改变，实施关税及非关税壁垒，将会对我国光伏产品需求造成影响，进而影响光伏产品生产和光伏设备制造企业的发展，公司的业务发展将受到影响。 3、与大客户“江西赛维”后续合同的执行风险。
综述	根据公司 2011 年预计 EPS 及相应 PE 水平，合理估值应当为 48-56 元。

安信证券新股研究组

分析师：李慧

2011-9-7