

# 业绩预告符合预期，看好 异质结领域领先布局

东方日升(300118)

## 事件

公司发布三季度业绩预告，预计前三季度盈利 7.65-8.15 亿元，同比增长 262%-286%；非经常性损益 2.4 亿元，扣非净利润预计 5.25-5.75 亿元。第三季度业绩 2.8-3.3 亿元，同比增长 217%-273%；非经常性损益 0.36 亿元，扣非净利润 2.44-2.94 亿元。业绩预告符合预期，继续看好公司组件业务盈利能力提升，以及异质结方面的领先布局。

## 简评

### 核心主业组件业务盈利能力持续提升

公司是组件环节的龙头企业，截至上半年末，公司组件年产能 9.1GW，生产基地分布于浙江宁波、江苏金坛、河南洛阳、内蒙古乌海、墨西哥等地。去年下半年，由于高效电池价格维持高位，产业链利润大多流向电池环节，组件业务盈利能力较差。这一情况在今年出现以下两点变化，使得公司组件业务盈利能力大幅改善：1) 公司在电池环节扩产较多，电池自产比例提高，使得电池环节利润留存公司，自产电池的组件盈利能力获提升；2) 受电池行业产能扩张较快影响，三季度 PERC 电池快速降价，而组件价格降幅小于电池，使得外采电池的组件盈利能力亦有提升。

展望未来，我们认为公司组件业务将持续受益于以下三点：1) 组件快速扩产，营收规模持续扩大；2) 电池自有产能增加，盈利能力持续提升；3) 公司长期深耕海外市场，品牌效应强大，海外项目经验丰富，海外市场份额领先。因此我们长期看好公司的组件业务。

### 异质结项目持续推进，率先抢占下一个风口

异质结电池是下一代高效光伏电池技术，具有转换效率高、衰减小、双面率高、温度系数低等优势，最有希望成为光伏行业下一个风口。公司于 2018 年 11 月 21 日发布可行性分析报告，拟发行可转债募集资金投资 2.5GW 高效异质结电池与组件项目。虽然此次发行于 2019 年 7 月 26 日被监管机构决定“不予核准”，但募投项目仍在持续推进，并已于 8 月 19 日在浙江宁海开工。

目前异质结行业内多条中试线正处于安装测试过程中，预计在今年下半年至明年上半年将会陆续有中试或量产数据出炉。经过此轮中试，预计异质结量产效率、良率与成本将持续优化，国产设备将快速成熟，技术成熟度与性价比将凸显。此时坚定推进异质结项目，将使公司在下一轮技术竞争中取得先机，因此我们看好公司在异质结领域的后续发展。

### EVA 胶膜等业务较为稳定

除组件业务外，公司业务还包括 EVA 胶膜、光伏电站电费收入、电

调高

买入

王革

wanggezgs@csc.com.cn

010-86451496

执业证书编号：S1440518090003

研究助理 刘烁

liushuo@csc.com.cn

010-86451012

研究助理 张鹏

zhangpengyf@csc.com.cn

010-86451496

发布日期：2019 年 10 月 11 日

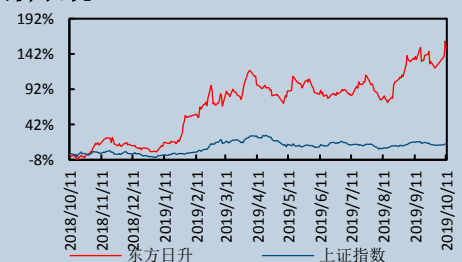
当前股价：13.65 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
6.64/8.21	36.05/34.05	125.04/115.95
12 月最高/最低价 (元)		14.35/4.91
总股本 (万股)		90,135.99
流通 A 股 (万股)		69,576.7
总市值 (亿元)		123.04
流通市值 (亿元)		94.97
近 3 月日均成交量 (万)		1,652.79
主要股东		
林海峰		29.19%

## 股价表现



## 相关研究报告

18.05.21 东方日升：技术为王，市场供应链逐步完善

站建设、灯具及辅助光伏产品等，这些业务单项占比不高，且盈利状况相对稳定。

## 二股东影响渐弱，市场冲击渐小

此前公司二股东李宗松股权稳定性压力较大，自 2018 年 8 月以来多次主动减持或被质权人平仓，使得公司二级市场价格承压。截至 8 月 26 日，李宗松股权占比已降至 4.87%，对公司二级市场价格影响已经大大减小。同时出于对公司前景的看好，公司持续回购公司股份，截至 8 月 30 日，回购比例已达 3.64%，持续提振市场信心。

## 盈利预测

预计公司 19-21 年营业收入分别为 163/205/241 亿元，归母净利润分别为 10.1/11.6/14.2 亿元，对应 EPS 分别为 1.12/1.29/1.57 元，对应 PE 分别为 11.7/10.2/8.3 倍，调高至“买入”评级。

## 风险提示：

- 1) 组件与电池扩产进度不及预期；
- 2) 下游需求不及预期导致组件价格下跌超预期；
- 3) 异质结项目进展不及预期。

## 指标分析

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>业绩表现</b>					
收入增长率	63.2%	-14.8%	67.0%	26.0%	17.3%
净利增长率	-5.7%	-64.2%	335.0%	15.2%	22.2%
EBITDA 增长率	13.3%	-22.1%	67.5%	23.2%	10.5%
EBIT 增长率	11.1%	-41.0%	122.1%	28.3%	12.2%
营业利润率	12.0%	-65.1%	320.9%	17.1%	21.1%
EBITDA Margin (%)	9.5%	8.7%	8.7%	8.5%	8.0%
ROE	8.7%	3.1%	11.8%	12.3%	13.4%
ROIC	17.4%	6.1%	15.3%	11.2%	17.3%
ROIC - WACC	1.8	0.6	1.6	1.1	1.8
<b>价值评估</b>					
P / E	18.2	50.8	11.7	10.2	8.3
EV / 收入	0.8	1.3	0.9	0.5	0.5
EV / EBITDA	8.4	14.6	10.6	6.2	6.3
EV / EBIT	10.3	23.7	12.9	7.2	7.3
EV / NOPLAT	11.4	41.9	12.3	8.3	8.3
EV / IC	1.9	1.5	1.3	1.3	1.1
P / B	1.6	1.6	1.4	1.2	1.1
Dividend Yield (%)	0.8%	0.5%	1.5%	1.8%	2.4%
<b>每股指标</b>					
报表 EPS	0.72	0.26	1.12	1.29	1.57
经常性 EPS	8.30	8.24	9.45	10.49	11.73
每股红利	18.2	50.8	11.7	10.2	8.3
每股经营现金流	1.6	1.6	1.4	1.2	1.1
每股净资产	1.0	1.2	0.7	0.6	0.5
<b>流动性</b>					
净负债 / 权益	119.1%	123.5%	150.2%	106.4%	146.4%
总负债 / 总资产	54.4%	55.3%	60.0%	51.6%	59.4%
流动比率	1.43	1.02	1.17	1.25	1.36
速动比率	1.27	0.88	0.95	1.03	1.11

## 报表预测

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
<b>利润表（百万元）</b>							
营业收入	9,752.2	16,283.8	67.0%	20,523.1	26.0%	24,069.3	17.3%
营业成本	7,986.1	13,538.7	69.5%	17,056.0	26.0%	20,050.9	17.6%
营业税金及附加	52.4	74.4	41.9%	93.6	25.9%	116.3	24.3%
营业费用	455.9	631.1	38.4%	856.5	35.7%	1,020.8	19.2%
管理费用	394.6	727.8	84.5%	854.6	17.4%	1,017.3	19.0%
财务费用	66.8	249.7	273.9%	141.0	-43.5%	38.0	-73.0%
资产减值损失	268.9	150.0	-44.2%	184.8	23.2%	201.2	8.9%
公允价值变动收益	-47.0	-26.6	-43.4%	1.6	-106.0%	7.8	386.7%
投资净收益	-22.2	31.1	-239.7%	16.9	-45.6%	8.6	-49.3%
营业利润	274.8	1,156.7	320.9%	1,355.0	17.1%	1,641.0	21.1%
营业外收入	4.0	87.6	2092.8%	43.3	-50.6%	45.0	3.9%
营业外支出	15.8	45.9	189.8%	38.5	-16.2%	33.4	-13.2%
利润总额	262.9	1,198.4	355.8%	1,359.8	13.5%	1,652.6	21.5%
所得税	34.6	156.6	352.1%	168.1	7.3%	212.7	26.5%
净利润	228.3	1,041.7	356.3%	1,191.6	14.4%	1,439.9	20.8%
少数股东损益	-4.1	30.9	-860.2%	26.9	-12.8%	16.5	-38.6%
归属母公司净利润	232.4	1,010.8	335.0%	1,164.7	15.2%	1,423.3	22.2%
EBITDA	848.2	1,421.1	67.5%	1,750.6	23.2%	1,933.7	10.5%
EPS（摊薄）	0.26	1.12	333.6%	1.29	15.2%	1.57	22.2%
<b>资产负债表（百万元）</b>							
流动资产	9,158.1	14,993.9	63.7%	12,897.2	-14.0%	20,142.3	56.2%
现金	2,113.5	1,302.7	-38.4%	1,641.8	26.0%	1,925.5	17.3%
应收账款	3,781.1	7,973.7	110.9%	6,841.3	-14.2%	10,533.6	54.0%
其它应收款	441.4	1,028.5	133.0%	844.4	-17.9%	1,461.5	73.1%
预付账款	317.7	1,214.2	282.2%	491.6	-59.5%	1,593.0	224.0%
存货	1,187.1	2,797.1	135.6%	2,222.2	-20.6%	3,678.4	65.5%
其他	1,317.3	677.7	-48.6%	855.8	26.3%	950.3	11.0%
非流动资产	9,623.4	8,891.1	-7.6%	8,817.8	-0.8%	8,582.6	-2.7%
长期投资	25.0	25.0	0.0%	25.0	0.0%	25.0	0.0%
固定资产	6,178.6	5,929.4	-4.0%	5,680.2	-4.2%	5,431.0	-4.4%
无形资产	506.2	500.7	-1.1%	495.2	-1.1%	489.7	-1.1%
其他	2,913.6	2,436.0	-16.4%	2,617.4	7.4%	2,636.8	0.7%
资产总计	18,781.5	23,885.0	27.2%	21,715.1	-9.1%	28,724.9	32.3%
流动负债	9,013.6	12,837.2	42.4%	10,344.3	-19.4%	14,859.2	43.6%
短期借款	2,449.5	3,132.4	27.9%	187.4	-94.0%	576.0	207.5%
应付账款	2,571.8	3,724.5	44.8%	4,347.4	16.7%	5,831.1	34.1%
其他	3,992.3	5,980.4	49.8%	5,809.6	-2.9%	8,452.1	45.5%
非流动负债	1,365.0	1,499.9	9.9%	851.0	-43.3%	2,207.5	159.4%
长期借款	297.1	831.2	179.8%	-	-100.0%	1,345.0	

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
其他	1,067.9	668.7	-37.4%	851.0	27.3%	862.5	1.4%
负债合计	10,378.6	14,337.1	38.1%	11,195.3	-21.9%	17,066.7	52.4%
少数股东权益	971.9	1,002.8	3.2%	1,029.7	2.7%	1,046.3	1.6%
归属母公司股东权益	8,403.0	9,547.9	13.6%	10,519.8	10.2%	11,658.2	10.8%
负债和股东权益	18,781.5	23,885.0	27.2%	21,715.1	-9.1%	28,724.9	32.3%

**现金流量表（百万元）**

经营活动现金流	131.8	-1,908.6	-1547.5%	4,397.9	-330.4%	-1,079.4	-124.5%
净利润	228.3	1,010.8	342.8%	1,164.7	15.2%	1,423.3	22.2%
折旧摊销	343.5	254.7	-25.9%	254.7	0.0%	254.7	0.0%
财务费用	194.7	249.7	28.2%	141.0	-43.5%	38.0	-73.0%
投资损失	22.2	-31.1	-239.7%	-16.9	-45.6%	-8.6	-49.3%
营运资金变动	-1,240.1	-3,397.1	173.9%	2,825.9	-183.2%	-2,811.2	-199.5%
其它	583.2	4.3	-99.3%	28.5	556.9%	24.3	-14.8%
投资活动现金流	-3,005.9	29.6	-101.0%	3.3	-88.7%	18.1	441.9%
资本支出	139.0	-81.0	-158.3%	7.6	-109.4%	21.9	186.3%
长期投资	-4.5	-	-100.0%	-	-	-	-
其他	-3,140.5	110.6	-103.5%	-4.3	-103.9%	-3.8	-11.7%
筹资活动现金流	718.2	1,068.1	48.7%	-4,062.1	-480.3%	1,345.0	-133.1%
短期借款	1,071.2	682.9	-36.2%	-2,945.1	-531.3%	388.7	-113.2%
长期借款	-484.6	534.1	-210.2%	-831.2	-255.6%	1,345.0	-261.8%
其他	131.6	-148.9	-213.1%	-285.9	92.0%	-388.7	36.0%
现金净增加额	-2,155.8	-810.8	-62.4%	339.1	-141.8%	283.7	-16.3%

资料来源：公司公告，中信建投证券

## 分析师介绍

**王革：**电力设备与新能源团队负责人。中科院电气工程硕士，国内第一批单晶 HIT 电池产业化团队核心成员，4 年光伏电池研发和产业化经验，1 年公司管理经验，3 年证券行业研究经验。2018 年加入中信建投证券研究发展部。wanggezgs@csc.com.cn

**研究助理 刘烁：**北京大学理学博士，电力设备与新能源行业研究员，2017 年加入中信建投证券研究部。liushuo@csc.com.cn

**研究助理 张鹏：**清华大学工学博士，电力设备与新能源行业研究员，2018 年加入中信建投证券研究部。zhangpengyf@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859