



中信证券研究部



弓永峰
首席电新分析师
S1010517070002



林劼
电新分析师
S1010519040001

核心观点

公司 2020H1 业绩符合预期，得益于组建销售市场结构优化推动产品盈利能力逆势回升，未来两年业绩有望迎来稳步增长；略调整公司 2020-2022 年净利润预测至 10.0/13.1/16.9 亿元，现价对应 PE 14/11/8 倍，给予目标价 21.88 元，维持“买入”评级。

中报业绩符合预期，毛利率小幅提升。公司 2020H1 公司营收 76.45 亿元（同比+26.2%，下同），归母净利润 3.45 亿元（-28.8%），扣非后归母净利润 2.93 亿元（+4.4%），业绩符合预期；其中 Q2 收入 41.86 亿元（+14.3%），归母净利润 1.69 亿元（-6.9%），扣非后归母净利润 1.52 亿元（-10.5%）。公司 2020H1 毛利率升至 19.7%（+1.2pcts），主要得益于组件业务在欧美等高价市场销售占比提升；期间费用率 13.6%（+1.3pcts），销售/管理（含研发）/财务费用率为 3.8%/7.8%/2.0%（+0.6/+0/+0.7pcts），其中销售费用率提升由于 DDP 业务订单增多和疫情导致物流成本增加，财务费用率提升由于利息支出和汇兑损益增加；经营活动净现金流 1.68 亿元（-87.2%），主要由于海外客户远期信用证结算比例增加。

美国组件销售占比提升，推动盈利能力逆势回升。公司 2020H1 组件业务收入 59.69 亿元（+27.9%），销量 3.37GW（+21.4%），海外销量占比达 79.8%（-3.3pcts），且高盈利的美国市场销量占比增至 14.5%并跻身最大出口国，推动整体毛利率达 17.5%（+2.7pcts），ASP 增至 1.77 元/W（+5.4%）。公司义乌二期一阶段 1.5GW 组件产能于 6 月投产，总产能增至 12.6GW，预计年底产能将超 15GW。目前公司 P 型单晶/类单晶/N 型电池片转化效率突破 23.5%/23.0%/24.2%，P 型单晶/半片 HJT 组件效率突破 21.4%/21.9%，且 9BB 半片 HJT 电池组件于 4 月开始陆续发货。

胶膜业务稳步增长，拟分拆斯威克独立上市。公司 2020H1 光伏胶膜业务收入 6.83 亿元（+37.1%），毛利率 15.1%（-0.8pcts）；产能 2.6 亿平米，产量/外销量分别达 1.04/0.88 亿平米（+3.0%/+29.4%），白色 EVA、PO 胶膜等高端产品出货比例稳步增长，产能利用率仍具提升空间。胶膜子公司斯威克于 3 月完成股份制改造，并于 5 月审议通过创业板上市预案，计划通过独立上市拓宽融资渠道，加快光伏胶膜等新材料业务发展，强化竞争力和盈利能力。

加快海外电站开发投资，电站运营稳步扩张。电站运营规模公司稳步提升全球光伏电站开发投资规模，目前在运营光伏电站 875.83MW（+21.3%），其中海外电站 203.77MW（+119.7%），2020H1 电费收入达 4.12 亿元（+24.1%）。公司另有在建待运营电站 563.5MW，其中海外 413.5MW；同时还推动已有光伏电站的多形式处置，提高电站建设资金的使用效率。

风险因素：光伏装机增长不及预期；产品价格下降；公司产能释放不及预期。

投资建议：基于公司组件市场销售结构优化带动毛利率提升，并考虑非经常性损益变化情况，略调整公司 2020-2022 年净利润预测至 10.0/13.1/16.9 亿元（原预测值为 10.0/12.0/15.1 亿元），对应 EPS 预测为 1.11/1.46/1.87 元，现价对应 PE 14/11/8 倍，给予目标价 21.88 元（对应 2021 年 15 倍 PE），维持“买入”评级。

东方日升	300118
评级	买入（维持）
当前价	15.55 元
目标价	21.88 元
总股本	901 百万股
流通股本	632 百万股
52 周最高/最低价	17.76/10.76 元
近 1 月绝对涨幅	0.65%
近 6 月绝对涨幅	-16.99%
近 12 月绝对涨幅	15.56%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,752.17	14,404.25	18,071.05	22,667.83	27,187.19
营业收入增长率	-15%	48%	25%	25%	20%
净利润(百万元)	232.37	973.65	998.50	1,314.53	1,689.50
净利润增长率	-64%	319%	3%	32%	29%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.26	1.11	1.11	1.46	1.87
毛利率%	18%	21%	20%	20%	19%
净资产收益率 ROE%	3.13%	11.80%	11.01%	12.89%	14.54%
每股净资产(元)	8.24	9.15	10.06	11.31	12.89
PE	60	14	14	11	8
PB	1.9	1.7	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 26 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,752	14,404	18,071	22,668	27,187	货币资金	2,114	4,218	3,614	4,534	5,437
营业成本	7,986	11,391	14,509	18,200	21,986	存货	1,187	1,676	2,022	2,640	3,162
毛利率	18.11%	20.92%	19.71%	19.71%	19.13%	应收账款	3,781	3,084	5,056	6,679	7,152
营业税金及附加	52	71	85	114	133	其他流动资产	2,076	3,032	4,726	5,573	6,435
销售费用	456	655	777	975	1,169	流动资产	9,158	12,009	15,418	19,425	22,186
营业费用率	4.67%	4.55%	4.30%	4.30%	4.30%	固定资产	6,179	8,131	9,908	12,106	14,225
管理费用	395	465	542	680	816	长期股权投资	25	374	374	374	374
管理费用率	4.05%	3.23%	3.00%	3.00%	3.00%	无形资产	506	611	768	971	1,126
财务费用	67	131	203	328	327	其他长期资产	2,914	4,484	5,054	5,129	4,503
财务费用率	0.68%	0.91%	1.12%	1.45%	1.20%	非流动资产	9,623	13,601	16,104	18,580	20,228
投资收益	(22)	(4)	0	0	0	资产总计	18,782	25,609	31,522	38,005	42,415
营业利润	275	1,136	1,157	1,528	1,959	短期借款	2,450	3,094	7,184	8,689	8,013
营业利润率	2.82%	7.88%	6.40%	6.74%	7.20%	应付账款	2,572	3,591	4,148	5,601	6,661
营业外收入	4	33	25	21	26	其他流动负债	3,992	6,454	6,258	8,020	9,867
营业外支出	16	40	36	31	36	流动负债	9,014	13,140	17,590	22,310	24,540
利润总额	263	1,129	1,146	1,518	1,949	长期借款	297	977	977	977	977
所得税	35	151	143	197	252	其他长期负债	1,068	2,125	2,764	3,393	4,140
所得税率	13.18%	13.37%	12.46%	13.00%	12.95%	非流动性负债	1,365	3,102	3,741	4,370	5,117
少数股东损益	(4)	4	4	6	8	负债合计	10,379	16,241	21,331	26,680	29,657
归属于母公司股东的净利润	232	974	999	1,315	1,690	股本	904	901	901	901	901
净利率	2.38%	6.76%	5.53%	5.80%	6.21%	资本公积	5,099	5,091	5,091	5,091	5,091
						归属于母公司所有者权益合计	7,431	8,248	9,067	10,195	11,620
						少数股东权益	972	1,120	1,124	1,130	1,138
						股东权益合计	8,403	9,368	10,191	11,325	12,757
						负债股东权益总计	18,782	25,609	31,522	38,005	42,415

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	263	1,129	1,146	1,518	1,949
所得税支出	-35	-151	-143	-197	-252
折旧和摊销	343	583	723	802	881
营运资金的变化	-932	700	-4,064	-182	978
其他经营现金流	492	348	569	586	347
经营现金流合计	132	2,609	-1,770	2,526	3,904
资本支出	-2,163	-552	-3,180	-3,227	-2,478
投资收益	-22	-4	0	0	0
其他投资现金流	-820	-396	0	0	0
投资现金流合计	-3,006	-952	-3,180	-3,227	-2,478
发行股票	900	130	0	0	0
负债变化	10,008	10,616	4,729	2,134	71
股息支出	-90	-54	-180	-186	-265
其他融资现金流	-10,099	-11,787	-203	-328	-327
融资现金流合计	718	-1,096	4,346	1,620	-522
现金及现金等价物净增加额	-2,156	562	-603	919	904

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-14.8%	47.7%	25.46%	25.44%	19.94%
营业利润增长率	-65.1%	313.3%	1.89%	32.03%	28.21%
净利润增长率	-64.2%	319.0%	2.55%	31.65%	28.52%
毛利率	18.11%	20.92%	19.71%	19.71%	19.13%
EBITDA Margin	7.41%	13.35%	11.44%	11.66%	11.59%
净利率	2.38%	6.76%	5.53%	5.80%	6.21%
净资产收益率	3.13%	11.80%	11.01%	12.89%	14.54%
总资产收益率	1.24%	3.80%	3.17%	3.46%	3.98%
资产负债率	55.26%	63.42%	67.67%	70.20%	69.92%
所得税率	13.18%	13.37%	12.46%	13.00%	12.95%
股利支付率	23.39%	18.52%	18.61%	20.17%	19.10%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。