

审慎推荐-A (维持)

东方日升 300118.SZ

目标估值: 13.5-14 元

当前股价: 10.72 元

2019 年 07 月 16 日

基础数据

上证综指	2938
总股本(万股)	90136
已上市流通股(万股)	69654
总市值(亿元)	97
流通市值(亿元)	75
每股净资产(MRQ)	8.6
ROE(TTM)	5.9
资产负债率	57.0%
主要股东	林海峰
主要股东持股比例	29.1%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《东方日升(300118)一1季度业绩高增长,收入、盈利能力有望持续提升》2019-05-22

游家训

021-68407937

youjx@cmschina.com.cn

S1090515050001

研究助理

普绍增

pushaozeng@cmschina.com.cn

2季度业绩超预期, 出货与盈利情况有望继续爬升

公司发布 2019 年上半年业绩预告, 预计实现归母净利润 4.65-5.0 亿元, 同比增长 279-308%, 其中, 2 季度归母净利润 1.61-1.96 亿元, 同比增长 280-362%, 高增长, 超市场预期。公司组件业务受益于海外市场繁荣, 预计组件出货量、市占率有望进一步提升; 同时, 今年 Q3 是公司电池产能爬坡最快时期, 一体化发展有望促使盈利能力继续提升。公司在海外市场长时期投入, 海外已经实现本土化, 并储备了较大体量的海外 EPC/BT 项目, 非标环节的 EPC/BT 盈利情况比较高, 将是未来重要的新增利润点。此外, 公司拟发行可转债投入 Hit 电池片研发与扩产。维持“审慎推荐-A”评级, 维持目标价 13.5-14 元。

- **2 季度业绩实现高增长, 超市场预期。** 公司预告, 上半年归母净利润 4.65-5.0 亿元, 同比增 279-308%。其中, 政府补贴等非经营性净利润 2 亿元, 上半年扣非利润 2.65-3 亿元, 同比增长 113-141%。Q2 公司归母净利润 1.61-1.96 亿元, 同比增长 280-362%, 扣非利润 1.55-1.9 亿元, 同比增长 237-313%, 2 季度扣非利润环比增长 40-71%, 公司 2 季度业绩超市场预期。
- **分项业务拆分与估算。** 根据公司 Q1 经营情况以及产能、行业数据, 推算公司上半年组件生产量在 3GW 左右(外销占比 90%为 2.7GW 左右), 电池片出货估算 1.6GW 左右; 组件端毛利率(含电池)可能提升 2 个百分点达到 16% 左右, 主要系去年低价订单结束以及电池片自供比例提升。估算公司上半年光伏发电业务利润近 1 亿元, EVA 胶膜利润大概 0.4 亿元, 光伏灯具利润可能在 0.1-0.2 千万元左右。
- **公司组件出货有望快速增长, 盈利能力可能还有所提升。** 受益于海外市场的繁荣, 公司组件出货量快速增长, 2019 年 1-5 月公司组件出口量约 1.9GW, 全球排名第 6, 在印度、越南、澳大利亚、巴西等市场份额居前。截至 2019 年中期, 公司组件产能达到 7GW, 2019 年有效产能将达到 9GW 左右。至 2019 年中期, 公司电池片产能达 5GW, 年底有效产能将达 7.5GW, 其中 p-Perc 5.5GW 以上, 随着电池片自供比例提升, 公司盈利能力有望继续提高。
- **海外 EPC/BT 业务将是未来重要的利润增量。** 公司在海外市场长时期投入, 海外业务基本实现本土化, 并储备了较大体量的海外 EPC/BT 项目, 非标环节的 EPC/BT 盈利情况较高, 将是公司未来重要的新增利润点。
- **投资建议:** 给予“审慎推荐-A”评级, 目标价 13.5-14 元。
- **风险提示:** 海外需求不达预期, 产能投放不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	11452	9752	16308	21937	27915
同比增长	63%	-15%	67%	35%	27%
营业利润(百万元)	788	275	1097	1539	1928
同比增长	12%	-65%	299%	40%	25%
净利润(百万元)	650	232	972	1333	1685
同比增长	-6%	-64%	318%	37%	26%
每股收益(元)	0.72	0.26	1.08	1.48	1.87
PE	14.9	41.6	9.9	7.2	5.7
PB	1.3	1.3	1.2	1.0	.9

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、2 季度业绩高增长，超预期	4
2、海外渠道优势明显，受益于海外市场繁荣	5
3、高效电池片快速扩产，锁定电池、组件生产提升盈利能力	7
风险提示	10

图表目录

图 1 公司海外收入占比很高	5
图 2 公司组件产能处在快速上升期	6
图 3 上游延伸，公司毛利率开始提升	7
图 4 公司高效电池片产能快速释放（单位，MW）	8
图 5 电池片、组件产能匹配度有望快速提升	8
图 6: 东方日升历史 PE Band	10
图 7: 东方日升历史 PB Band	10
表 1: 公司 19 年上半年业绩情况	4
表 2: 公司季度业绩情况	4
表 3: 公司具备丰富的海外光伏电站项目经验	5
表 4: 组件出货量情况统计	6
表 5: 2019 年 1-5 月组件出口数据	6
表 6: 公司组件产能情况	7
表 7: 2018 年公司电池组件业务经营数据	7
表 8: 电池片非硅成本对比	7
表 9: 电池片毛利率水平（单位，%）	8
表 10: 公司高效电池产能情况	8
表 11: PERC 电池产能展望（GW）	8
表 12: 公司开始布局异质结电池	9

表 13: 异质结电池片、高效组件规模及性能指标.....	9
表 14: 现有业务与募投的高效太阳能电池（异质结）与组件生产项目对比	10
表 15: 异质结电池片有望为公司带来更高的盈利能力	10
附：财务预测表.....	11

1、2 季度业绩高增长，超预期

2 季度业绩实现高增长，超市场预期。公司发布 2019 年上半年业绩预告，预计实现归上净利润 4.65-5.0 亿元之间，同比增长 279-308%。其中，政府补贴等非经营性净利润 2 亿元左右，上半年扣非利润 2.65-3 亿元，同比增长 113-141%，高增长。2 季度公司归上利润 1.61-1.96 亿元，同比增长 280-362%，扣非利润 1.55-1.9 亿元，同比增长 237-313%，环比增长 40-71%。2 季度业绩超市场预期。

分项业务拆分与估算。根据一季度情况与公司产能等情况，推算公司组件上半年生产 3GW 左右（外销 2.7GW 左右），电池片出货估计有 1.6GW 左右。组件端毛利率（含电池）可能提升 2 个百分点达到 16%左右，主要系去年低价单结束以及电池片一体化占比提升。估算公司上半年发电利润近 1 亿元，EVA 胶膜大概 0.4 亿元，光伏灯具 0.2 千万左右。

表 1: 公司 19 年上半年业绩情况

(百万元)	19 年 H1 下限	19H1 上限	19Q2 下限	19Q2 上限
归上净利润	465	500	161.61	196.61
同比	279.3%	307.8%	281.0%	363.5%
扣非后归上净利润	265	300	154.53	189.53
同比	112.9%	141.0%	236.7%	312.9%

资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 公司季度业绩情况

(百万元)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2 下限	19Q2 上限
营业收入	2081.01	2665.51	2094.76	2910.90	2391.81		
营业成本	(1777.98)	(2290.77)	(1646.35)	(2270.98)	(1974.12)		
毛利润	294.19	362.87	431.67	624.96	407.45		
销售费用	(64.30)	(133.64)	(91.45)	(166.49)	(63.96)		
管理费用	(98.50)	(122.96)	(115.59)	(176.31)	(167.20)		
经营利润	131.39	106.27	224.63	282.17	176.28		
归上净利润	80.18	42.42	88.49	21.28	303.39	161.61	196.61
扣非后净利润	78.60	45.89	111.29	43.05	110.47	154.53	189.53
主要比率(%)							
毛利率	14.56	14.06	21.41	21.98	17.46		
销售费用率	3.09	5.01	4.37	5.72	2.67		
管理费用率	4.73	4.61	5.52	6.06	6.99		
财务费用率	3.11	(0.44)	(2.33)	2.15	4.22		
经营利润率	6.31	3.99	10.72	9.69	7.37		
净利率	3.93	1.53	4.25	0.57	12.60		
所得税率	14.81	(9.37)	23.73	(29.26)	19.08		
少数股东权益率	1.84	(3.93)	0.68	(27.35)	(0.67)		

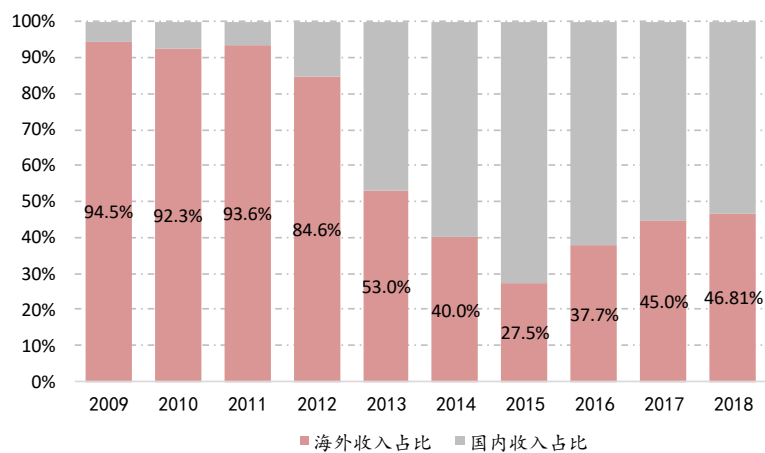
资料来源：公司公告、招商证券

2、海外渠道优势明显，受益于海外市场繁荣

海外市场深耕多年，渠道优势明显。公司起家主要做太阳能灯，专攻海外市场，2009年开始出口光伏组件，并在海外多个市场有光伏电站项目的经验，建立了很强的销售渠道。海外市场正在进入更分散和可持续的多元市场时代，而海外市场能力与渠道无法同制造业一样快速复制，有海外渠道优势的组件企业议价权将有所提升。

受益于海外市场繁荣，组件出货快速增长。受益于2018年下半年开始光伏海外市场的繁荣，公司组件出货量快速增长，据 solarzoom 统计，2019年1-5月份公司组件出口量达1.9GW，位于第一梯队，排名第6，并在印度、越南、澳大利亚、巴西等市场份额居前。

图 1 公司海外收入占比很高



资料来源：公司公告、招商证券

表 3：公司具备丰富的海外光伏电站项目经验

项目名称	安装时间	安装类型	组件类型
巴西屋顶项目	2014.11.05	屋顶安装	多晶 250W
澳大利亚屋顶项目	2014.06.22	屋顶安装	多晶 250W
德国地面项目	2014.02.07	地面安装	多晶 250W 255W
智利地面项目	2013.10.05	地面安装	多晶 225W
墨西哥地面项目	2013.03.14	地面安装	多晶 245W
意大利地面项目	2013.03.08	地面安装	多晶 245W
罗马尼亚地面项目	2013.03.04	地面安装	
加蓬离网系统项目	2013.02.03	地面安装	PL2000A/RL3000A
保加利亚地面项目	2012.06.08	地面安装	多晶类 245W
保加利亚地面项目	2012.06.05	地面安装	多晶 230W
日本屋顶按照项目	2012.03.14	屋顶安装	RSM-72-5-180M
德国地面项目	2012.02.05	地面安装	RSM-72-5-190M
美国停车棚项目	2012.01.18		多晶 235W
英国地面项目	2011.04.10	地面安装	单晶 230W
奥地利屋顶安装项	2011.01.14	屋顶安装	RSM60-6-230P
比利时屋顶项目	2010.02.15	屋顶安装	多晶 230W
捷克地面项目	2009.04.05	地面安装	RSM-72-5-180M

资料来源：公司官网、招商证券

表 4: 组件出货量情况统计

2018 排名	厂商名称	17 出货量 (GW)	18 出货量 (GW)	18 市场份额 (%)
1	晶科	9.79	11.17	10.74
2	晶澳	7.14	8.06	7.75
3	阿特斯	6.83	6.62	6.36
4	天合光能	8.46	6.60	6.35
5	隆基乐叶	4.45	6.58	6.33
6	韩华	5.44	5.60	5.38
7	协鑫集成	4.84	4.57	4.39
8	尚德	2.50	3.40	3.27
9	东方日升	2.81	3.35	3.22
10	First Solar	2.30	2.70	2.60
11	中利集团	1.85	1.76	1.69

资料来源: 公司年报、行业数据、招商证券

表 5: 2019 年 1-5 月组件出口数据

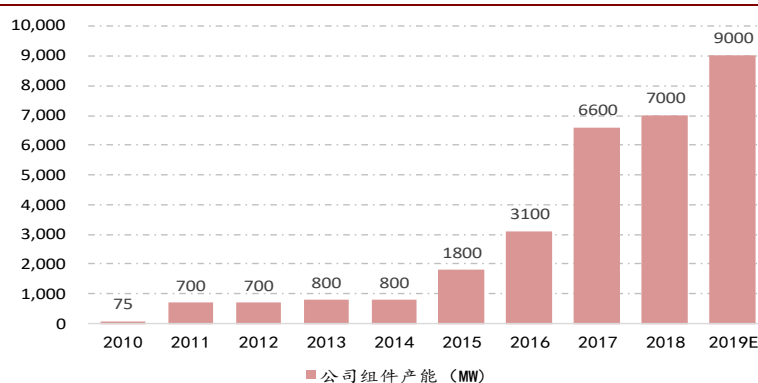
规模 (GW)	印度	荷兰	日本	越南	澳大利亚	墨西哥	西班牙	巴西	德国
晶科	晶科	晶澳	晶科	晶科	阿特斯	晶澳	晶科	阿特斯	正泰
天合	尚德	天合	阿特斯	日升	晶科	晶科	隆基	正泰	韩华
晶澳	正信	隆基	天合	天合	天合	隆基	天合	协鑫	晶科
阿特斯	日升	阿特斯	晶澳	协鑫	日升	天合	协鑫	韩华	协鑫
隆基乐叶	晶澳	晶科	尚德	隆基	隆基	正泰	日升	日升	隆基
东方日升	协鑫	尚德	韩华	正泰	尚德	日升	阿特斯	天合	日升
尚德	天合	协鑫	隆基	晶澳	晶澳	韩华	尚德	晶澳	晶澳
正泰	隆基	正泰	正泰	阿特斯	正泰	阿特斯	正泰	晶科	天合
协鑫集成	正泰	日升	日升	尚德	韩华	协鑫	晶澳	尚德	正信
韩华	韩华	韩华	协鑫	韩华	正信	尚德	正信	正信	阿特斯
正信	阿特斯	正信	正信	正信	协鑫	正信	韩华	隆基	尚德

资料来源: solarzoom, 招商证券

组件产能持续投放, 市占率有望继续增长。截至 2018 年底, 公司组件产能达到近 7GW, 2019 年金坛二期、义乌高效组件项目各 2GW 产能将分别达产, 预计全年公司有效产能将达到 9GW 左右。

公司在海外市场渠道很强, 目前在手订单饱满, 随新产能逐步释放, 预计组件的出货量、市占率会有进一步的提升。

图 2 公司组件产能处在快速上升期



资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 公司组件产能情况

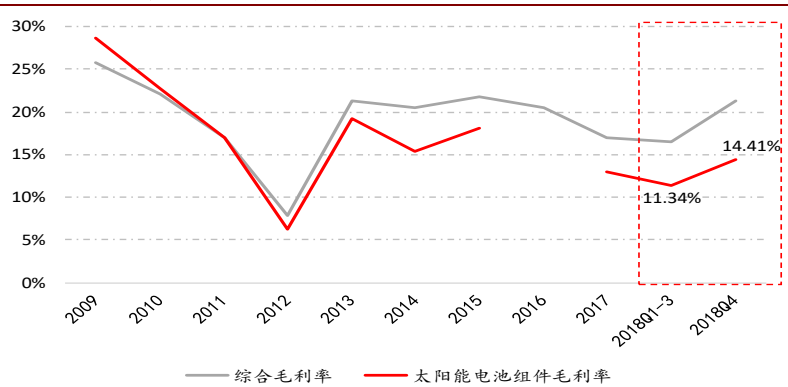
项目	规模	达产时间
金坛二期	组件 2GW+p-PERC 电池 2GW(电池实际产能可能会达到 2.5GW)	2019 年中
义乌高效组	组件 2GW	2019 年 11 月
金坛三期	组件 2GW+p-PERC 电池 2GW	2019 年底开始投产

资料来源: 公司公告、招商证券

3、高效电池片快速扩产，锁定电池、组件生产提升盈利能力

高效电池片快速扩产，通过锁定电池、组件环节提升盈利能力。截至目前，预计公司 p-PERC 电池片产能达 3GW 左右，2019 年公司继续加快产能投放力度，预计有效产能将达 5.5GW 以上。公司通过向上游延伸，锁定电池片、组件环节的生产，规避了单一环节价格波动的风险，盈利能力有望获得持续提升。

图 3 上游延伸，公司毛利率开始提升



资料来源: 公司公告、招商证券

表 7: 2018 年公司电池组件业务经营数据

	2018 年前三季度	2018 年第四季度
组件销量 (MW)	2,291.8	1,089.1
销售金额 (百万元)	4,883.2	2,037.3
销售成本 (百万元)	4,329.2	1,743.6
单瓦毛利 (元)	0.2417	0.2696
毛利率	11.34%	14.41%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 8: 电池片非硅成本对比

排序	公司	非硅成本 (元/W)
第一梯队	通威	0.2-0.25
	隆基	0.3
	爱旭	0.341
第二梯队	晶科、晶澳、天合、阿特斯新线、 东方日升	0.35
	展宇、平煤等新产线	-
第三梯队	大全等	0.4~0.45
第四梯队	英利、海润、台湾电池工厂	0.6

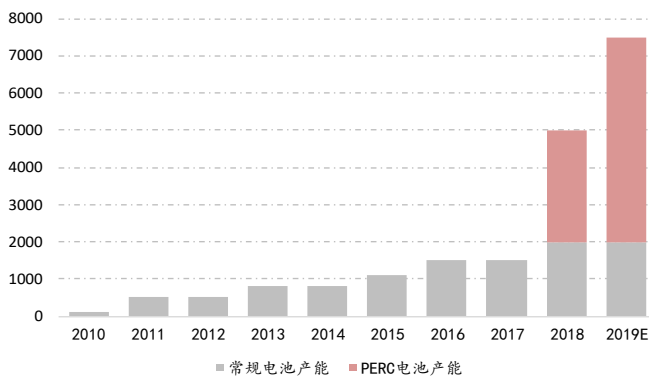
资料来源: 新能源情报网、公司公告、招商证券

表 9: 电池片毛利率水平 (单位, %)

		2014	2015	2016	2017	2018
通威股份	多晶电池片			20.58	19.17	18.62
	单晶电池片			15.62	17.29	18.80
隆基股份	电池片	17.67	19.06	22.12	23.80	9.43
东方日升	电池片	15.37	18.18	-	12.03	14.31
亿晶光电	电池片	19.75	20.73	20.66	11.79	11.87
拓日新能	组件+电池片	15.58	18.71	17.21	18.94	7.51
中利科技	组件+电池片	19.97	15.20	24.11	8.69	18.00
向日葵	组件+电池片	17.08	22.05	24.00	14.33	-

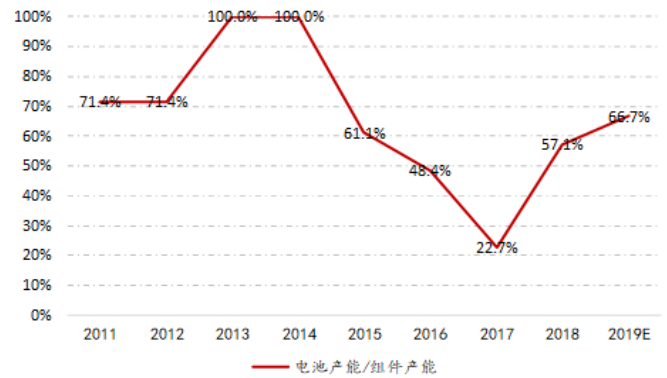
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4 公司高效电池片产能快速释放 (单位, MW)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 5 电池片、组件产能匹配度有望快速提升



资料来源: 公司公告、招商证券

表 10: 公司高效电池产能情况

项目	规模	达产时间
金坛二期	组件 2GW+p-PERC 电池 2GW (电池产能实际可能达到 2.5GW)	2019 年中
金坛三期	组件 2GW+p-PERC 电池 2GW	2019 年底开始投产

资料来源: 公司公告、招商证券

表 11: PERC 电池产能展望 (GW)

	2018Q4	2019Q1	2019Q2E	2019Q3E	2019Q4E
韩华	6.5	6.5	7.0	7.7	7.8
通威	9.0	9.0	9.0	9.0	13.4
阿特斯	4.7	6.8	7.8	8.8	9.3
隆基	4.0	4.0	7.0	10.6	10.6
爱旭	4.5	5.8	5.8	7.8	9.6
晶科	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
天合	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
晶澳	4.2	4.2	5.5	5.5	5.5
平煤	2.0	2.0	2.0	3.0	4.0
苏州润阳	2.0	2.0	4.0	4.0	4.0
尚德	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
东方日升	3.0	3.0	4.0	6.0	6.0
URE	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
正泰	1.6	1.6	2.1	2.1	2.1
协鑫集成	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
东方环盛	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5

	2018Q4	2019Q1	2019Q2E	2019Q3E	2019Q4E
Suming	1.5	1.5	2.5	2.5	2.5
亿晶光电	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
横店东磁	1.2	1.2	1.4	2.2	2.2
Vina	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5
潞安	1.0	2.0	2.0	2.0	2.0
江苏昊宇	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
越南 Boviet	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
REC	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Mcell	0.6	0.6	1.0	1.0	1.0
TSEC	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
中锂腾晖	0.5	0.5	0.7	1.0	1.0
晋能	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Motech	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
印度 Adani	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
中国节能	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
航天机电	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4
Inventec	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
URE	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
台湾 E-ton	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
江苏中宇	0.1	0.7	0.7	1.5	3.0
Yingli	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
中电光伏	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Uniex	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
阳光中科	0.0	0.0	0.6	1.5	1.5
其他	0.0	4.7	6.7	8.6	9.4
合计	67.9	77.8	92.4	107.4	119.8

资料来源: PVInfolink、招商证券

开始布局异质结电池。公司计划投入 32.56 亿元建设年产 2.5GW 高效太阳能电池（异质结）与组件生产项目，预计第三年达到设计产能的 80%，第四年完全达产。

异质结电池具备更高的发电效率，符合市场对高效产品需求的趋势。若公司投产进展顺利，有望为公司带来更多的市场份额和更高的盈利能力。

表 12: 公司开始布局异质结电池

项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
年产 2.5GW 高效太阳能电池（异质结）与组件生产项目	325,641.00	190,000.00
澳洲 Merredin Solar Farm 132MW 光伏电站项目	14,549.50（澳元）	60,000.00
补充流动资金	40,000.00	40,000.00
合计	-	290,000.00

资料来源: 公司公告、招商证券

表 13: 异质结电池片、高效组件规模及性能指标

序号	产品名称	设计规模	性能指标
1	高效双面半片组件	1 GW	输出功率 405-410W
2	高效叠瓦组件	1.5 GW	输出功率 450-455W
3	异质结电池片	2.5 GW	5.86W/片、效率 24%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 14: 现有业务与募投的高效太阳能电池（异质结）与组件生产项目对比

产品名称	生产工艺		性能指标	
	本次募投	现有业务	本次募投	现有业务
高效电池片	异质结	常规单/多晶 单/多晶	转换效率 24%	转换效率 22%
高效组件	双面半片/叠瓦	单面常规	双面半片组件达到 405-410W 叠瓦组件达到 450-455W	270-380W

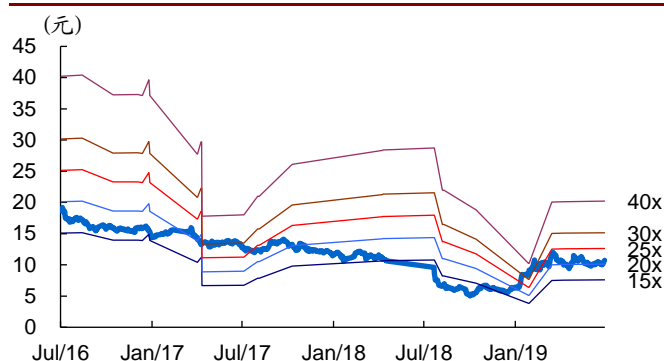
资料来源：公司公告、招商证券

表 15: 异质结电池片有望为公司带来更高的盈利能力

项	募投项目（异质结）	2018Q4	2018 年 1-9 月	2017 年度	2016 年度	2015 年度
	1.62	1.87	2.13	2.57	3.00	3.17
	0.28	0.2696	0.24	0.33	0.51	0.58
	17.27%	14.41%	11.34%	13.03%	17.13%	18.18%

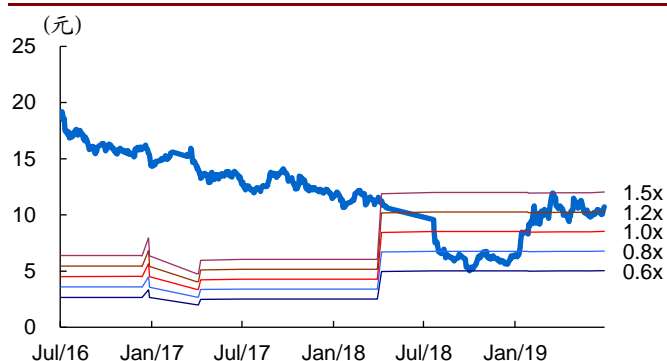
资料来源：公司公告、招商证券

图 6: 东方日升历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 7: 东方日升历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

- 1、海外需求不达预期。公司组件销售主要为海外市场，如果海外需求不及预期，可能会对公司组件业务的销售带来影响。
- 2、产能投放不及预期。公司组件、电池产能处于快速增长期，组件产能增长如果不及预期，可能会对公司组件销量带来影响。电池片产能增长如果不及预期，可能会对公司盈利能力提升带来影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	10553	9158	12094	15772	19713
现金	4496	2114	866	926	986
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	591	441	738	993	1263
应收款项	2696	3781	6323	8505	10823
其它应收款	563	547	915	1231	1566
存货	1163	1187	1958	2640	3396
其他	1043	1088	1294	1477	1679
非流动资产	5958	9623	11025	12614	14151
长期股权投资	21	25	25	25	25
固定资产	3950	6179	8378	10019	11602
无形资产	157	506	456	410	369
其他	1831	2914	2167	2161	2156
资产总计	16511	18782	23119	28386	33864
流动负债	7378	9014	11672	15215	18830
短期借款	1378	2450	2744	3289	3596
应付账款	2097	2572	4241	5720	7356
预收账款	601	486	802	1082	1391
其他	3301	3506	3885	5124	6487
长期负债	1598	1365	1365	1365	1365
长期借款	782	297	297	297	297
其他	816	1068	1068	1068	1068
负债合计	8976	10379	13037	16580	20195
股本	905	904	901	901	901
资本公积金	5089	4901	4901	4901	4901
留存收益	1484	1626	2543	3649	5022
少数股东权益	57	972	1736	2355	2845
归属于母公司所有者权益	7478	7431	8345	9451	10824
负债及权益合计	16511	18782	23119	28386	33864

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	426	132	578	1534	1846
净利润	650	232	972	1333	1685
折旧摊销	216	343	417	539	628
财务费用	109	195	266	276	112
投资收益	(42)	22	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	(514)	(580)	(1083)	(620)	(573)
其它	8	(81)	30	31	20
投资活动现金流	(1215)	(3006)	(1084)	(1540)	(1694)
资本支出	(1177)	(2163)	(1819)	(2128)	(2165)
其他投资	(38)	(843)	735	588	470
筹资活动现金流	3010	718	(741)	66	(92)
借款变动	(758)	823	(442)	545	307
普通股增加	228	(0)	(3)	0	0
资本公积增加	2944	(188)	0	0	0
股利分配	(90)	(54)	(54)	(227)	(312)
其他	687	138	(241)	(252)	(87)
现金净增加额	2222	(2156)	(1248)	60	60

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11452	9752	16308	21937	27915
营业成本	9514	7986	13170	17761	22843
营业税金及附加	43	52	82	110	140
营业费用	455	456	734	987	1312
管理费用	455	395	815	1097	1396
财务费用	120	67	266	276	112
资产减值损失	135	269	169	191	209
公允价值变动收益	(1)	(47)	(14)	(14)	(14)
投资收益	105	(22)	39	39	39
营业利润	788	275	1097	1539	1928
营业外收入	38	4	88	60	60
营业外支出	54	16	46	46	46
利润总额	772	263	1139	1553	1942
所得税	84	35	138	189	238
净利润	688	228	1001	1364	1704
少数股东损益	39	(4)	30	31	20
归属于母公司净利润	650	232	972	1333	1685
EPS (元)	0.72	0.26	1.08	1.48	1.87

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	63%	-15%	67%	35%	27%
营业利润	12%	-65%	299%	40%	25%
净利润	-6%	-64%	318%	37%	26%
获利能力					
毛利率	16.9%	18.1%	19.2%	19.0%	18.2%
净利率	5.7%	2.4%	6.0%	6.1%	6.0%
ROE	8.7%	3.1%	11.6%	14.1%	15.6%
ROIC	7.4%	2.5%	9.1%	10.3%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	54.4%	55.3%	56.4%	58.4%	59.6%
净负债比率	18.9%	18.5%	13.2%	12.6%	11.5%
流动比率	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	1.3	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	0.7	0.5	0.7	0.8	0.8
存货周转率	7.6	6.8	8.4	7.7	7.6
应收帐款周转率	4.4	3.0	3.2	3.0	2.9
应付帐款周转率	5.4	3.4	3.9	3.6	3.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.72	0.26	1.08	1.48	1.87
每股经营现金	0.47	0.15	0.64	1.70	2.05
每股净资产	8.30	8.24	9.26	10.49	12.01
每股股利	0.10	0.06	0.25	0.35	0.44
估值比率					
PE	14.9	41.6	9.9	7.2	5.7
PB	1.3	1.3	1.2	1.0	.9
EV/EBITDA	13.6	22.6	8.4	6.3	5.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

陈雁冰：曾就职于远景能源、博世联电、华金证券，2017 年加入招商证券，主要研究新能源汽车中游。

普绍增：上海财经大学本硕，2017 年加入招商证券，主要研究光伏、工控自动化产业。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。