东兴证券
DONGXING SECURITIES

向制造服务商转型提速，光伏下游利润增厚可期

——东方日升（300118）2016 半年度财报点评

2016 年 08 月 29 日

强烈推荐/首次

东方日升 | 财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031	
史鑫	联系人	
	shixin@dxzq.net.cn 010-60554044	
林劼	联系人	
	jaylin0256@163.com 010-66554034	
王革	联系人	
	wangge@dxzq.net.cn 010-66554043	

事件：

8 月 26 日，公司发布 2016 年半年度报告。2016 年上半年，公司实现营业收入 319,449.02 万元，同比增长 97.72%；营业利润 35,797.99 万元，同比增长 158.56%；归属于母公司股东净利润 47,999.22 万元，同比增长 365.72%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	1397.56	742.64	873.03	1311.74	2332.02	1852.56	1341.93
增长率（%）	56.54%	50.08%	129.97%	92.86%	66.86%	149.46%	53.71%
毛利率（%）	19.47%	19.98%	25.52%	23.63%	20.04%	20.25%	21.62%
期间费用率（%）	10.02%	24.22%	7.97%	10.62%	9.71%	6.79%	12.01%
营业利润率（%）	9.34%	-2.02%	17.57%	8.95%	7.50%	11.40%	10.94%
净利润（百万元）	40.97	-17.01	129.78	98.30	130.70	358.02	136.49
增长率（%）	60.69%	-245.53%	1184.79%	556.43%	218.98%	-2204.30%	05.17%
每股盈利（季度，元）	0.05	-0.03	0.19	0.14	0.18	0.52	0.19
资产负债率（%）	52.44%	53.58%	58.83%	61.16%	63.00%	62.33%	64.86%
净资产收益率（%）	1.47%	-0.61%	4.49%	3.29%	4.16%	9.76%	3.63%
总资产收益率（%）	0.70%	-0.28%	1.85%	1.28%	1.54%	3.68%	1.28%

观点：

- **业绩实现快速增长，全产业链加快布局。**在今年上半年光伏抢装的高景气度带动下，公司产能维持高利用率水平，产业规模稳步增长，大量订单不断转化利润效益，盈利水平高于预期。

  1. 电池片、组件制造方面，公司第一主业光伏组件目前产能2200MW，实现营收198,867.97万元，占

总营收的62.3%；光伏电池片产能1200MW，正逐步突破产能瓶颈，营收同比增长3,568.97%。

2. 光伏新材料业务方面，公司收购斯威克后EVA产能不断释放，报告期内，已运营的三个厂区年产能超过1.8亿平米，同时筹划进一步扩产准备，实现国内外主要组件厂商客户的全面覆盖。

3. 光伏电站业务方面，公司已形成下游光伏电站开发、建设、运营海内外并行。公司推出不超过32亿元的定增方案，加快布局国内外发展中国家光伏电站项目，意在迅速抢占新兴市场的份额，将产业链向下游光伏终端市场进一步延伸，增厚公司收益。

4. 太阳能灯具及LED方面，公司全资子公司双羽电子产品得到国内外大型网商等客户的验收认可，通过产业协同推动光伏发电终端应用的大规模使用，有望成为公司新的业务增长点。

- **推进技术研发投资，提高技术核心竞争力。**报告期内，公司研发投入同比增加129.37%，研发水平进步显著，“扩散变温掺杂变温吸杂研究”等四十多个研发项目稳步推进，部分项目已取得阶段性成果并应用于规模生产。目前公司常规光伏1650*992组件可售功率突破280W，多晶电池片的转换效率突破19.00%，组件转换效率突破17.00%，1年的衰减率不超过2%，25年衰减率不超过19.2%。研发水平和工艺技术的持续进步将有效降低公司生产成本，增强持续盈利能力。

- **发力资本市场，加快转型升级。**报告期内，公司加速业务升级，向新能源+创新+能源互联网模式转型，积极布局互联网金融、电站检测等业务，子公司光合联萌与日升融资租赁已开始运营，试图构建引领未来光伏行业的新型商业模式。

- **积极整合优质资源，实行股权激励计划。**子公司谦德咏仁购买持有桐君阁股份23,074,538股，通过并购重组做强做优。随着行业集中度的不断提高，公司在这一方面的布局将形成核心竞争优势。此外，公司持续推进股权激励计划，提升公司凝聚力，彰显公司推进业务的决心。

结论：

随着上半年光伏抢装热度渐渐退去，光伏制造端竞争格局加剧，企业的盈利能力将向光伏下游转移。我们看好公司在光伏产业链下游终端市场的大规模布局，结合公司由制造商向制造服务商的平台化转型，公司未来持续盈利可期。我们预计公司2016 - 2018年的营业收入分别为73.87亿元、94.05亿元和114.77亿元；净利润分别为6.47亿元、8.46亿元和10.43亿元；EPS分别为0.94元、1.24元和1.53元，对应PE分别为19.04、14.51和11.74，首次覆盖给予公司“**强烈推荐**”评级。

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3756	5903	7961	10206	12569
货币资金	795	1401	1968	2505	3058
应收账款	1791	2364	3036	3865	4717
其他应收款	88	225	316	402	491
预付款项	309	482	713	1007	1365
存货	593	1014	1421	1809	2208
其他流动资产	0	102	102	102	102
非流动资产合计	2114	2583	2373	2159	1938
长期股权投资	18	17	17	17	17
固定资产	1289.4	1392.3	######	1303.8	1197.0
无形资产	116	129	116	103	90
其他非流动资产	27	15	15	15	15
资产总计	5871	8486	10334	12365	14508
流动负债合计	2853	3907	5045	6148	7264
短期借款	1169	1258	1519	1556	1504
应付账款	615	1031	1421	1809	2208
预收款项	94	358	654	1030	1489
一年内到期的非流	350	0	0	0	0
非流动负债合计	225	1439	1716	2216	2716
长期借款	208	1216	1716	2216	2716
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	3078	5346	6761	8364	9980
少数股东权益	101	117	127	137	147
实收资本(或股本)	650	675	675	675	675
资本公积	2032	2125	2125	2125	2125
未分配利润	-44	244	307	391	494
归属母公司股东权	2692	3023	3446	3864	4380
负债和所有者权	5871	8486	10334	12365	14508

现金流量表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-103	-144	397	590	797
净利润	78	342	647	846	1043
折旧摊销	225.10	228.82	0.00	214.60	220.66
财务费用	190	168	96	111	116
应收账款减少	0	0	-672	-829	-852
预收帐款增加	0	0	295	376	459
投资活动现金流	-90	-291	-52	-60	-60
公允价值变动收益	0	-5	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	7	0	0
投资收益	9	-2	0	0	0
筹资活动现金流	257	421	222	8	-184
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	500	500	500
普通股增加	90	25	0	0	0
资本公积增加	514	93	0	0	0
现金净增加额	64	-14	567	538	552

利润表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2952	5259	7387	9405	11477
营业成本	2346	4111	5765	7338	8956
营业税金及附加	6	25	37	47	57
营业费用	98	171	236	301	386
管理费用	155	276	389	495	604
财务费用	190	168	96	111	116
资产减值损失	38.04	71.64	60.00	60.00	60.00
公允价值变动收益	0.00	-4.59	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.21	-2.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	128	431	804	1052	1299
营业外收入	14.32	26.51	15.00	15.00	15.00
营业外支出	45.14	9.14	10.00	10.00	10.00
利润总额	97	448	809	1057	1304
所得税	19	106	162	211	261
净利润	78	342	647	846	1043
少数股东损益	11	19	10	10	10
归属母公司净利润	67	322	637	836	1033
EBITDA	543	828	1102	1378	1635
EPS（元）	0.11	0.50	0.94	1.24	1.53

主要财务比率					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入增长	36.44%	78.15%	40.44%	27.32%	22.04%
营业利润增长	57.13%	236.38	86.61%	30.96%	23.43%
归属于母公司净利润	97.56%	31.25%	97.56%	31.25%	23.60%
获利能力					
毛利率(%)	20.53%	21.84%	21.95%	21.97%	21.97%
净利率(%)	2.63%	6.50%	8.76%	9.00%	9.09%
总资产净利润（%）	1.14%	3.80%	6.16%	6.76%	7.12%
ROE(%)	2.49%	10.67%	18.48%	21.64%	23.59%
偿债能力					
资产负债率(%)	52%	63%	65%	68%	`
流动比率	1.32	1.51	1.58	1.66	1.73
速动比率	1.11	1.25	1.30	1.37	1.43
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.73	0.78	0.83	0.85
应收账款周转率	2	3	3	3	3
应付账款周转率	6.05	6.39	6.02	5.82	5.71
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.50	0.94	1.24	1.53
每股净现金流(最新	0.10	-0.02	0.84	0.80	0.82
每股净资产(最新摊	4.14	4.48	5.11	5.73	6.49
估值比率					
P/E	158.41	36.25	19.04	14.51	11.74
P/B	4.34	4.01	3.52	3.14	2.77
EV/EBITDA	23.23	15.95	12.15	9.72	8.13

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

史鑫

材料学硕士，具备三年以上新能源汽车产业研发经验，两年证券从业经历，目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏、光热、充电桩等环节。

林劼

清华大学材料学硕士，新能源行业研究员，2016 年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能等板块。

王革

中科院电气工程硕士，4 年光伏电池研发和产业化经验，1 年公司管理经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。