

业绩扭亏为盈, HJT、储能两翼齐飞

投资要点

- **事件:** 公司2022年实现营业收入293.8亿, 同比增长56.1%; 实现归母净利润9.4亿, 同比增长2332.3%; 实现扣非归母净利润10.3亿, 同比增长258.5%。公司业绩同比扭亏为盈, 符合预期。
- **组件盈利显著改善, 储能收入大幅增长。** 1) 组件: 2022年太阳能组件业务实现营业收入234.4亿元, 同比增长93.2%。组件销量13.5GW, 同比增长66.3%, 其中海外销量8.1GW。组件销售均价1.74元/W, 毛利率4.8%, 同比增长3.1pp; 单位毛利0.08元/W, 同比大幅提升近0.06元/W。2) 硅料: 多晶硅业务实现营业收入19.1亿元, 同比增长183.8%; 销量8836吨, 同比增长91.7%; 毛利率约63.0%。3) 储能: 储能系统、灯具及辅助光伏产品业务实现营业收入14.5亿元, 同比大幅增长256.7%; 毛利率20.6%, 同比提升4.6pp。净利润方面, 光伏制造板块实现净利润9.5亿元, 光伏电站板块实现净利润1.3亿元, 其他业务及分部间抵消合计-1.2亿元。
- **电池新技术进展顺利, 完善产能一体化布局。** 截至2022年底, 公司已形成15GW电池、25GW组件产能。浙江宁海5GW HJT电池片与10GW组件项目、江苏金坛4GW HJT电池片和6GW组件项目和安徽滁州10GW TOPCon电池项目正在有序推进中。公司已掌握转换效率高达25.5%的高效HJT技术, 目标降低银耗量到10mg/W以下, 有效降低制备成本。公司向产业链上游延伸的工业硅项目一期已经开工, 并拟投资源网荷储一体化项目(包括风电电站705MW、光伏电站300MW、储能系统275MW/1100MWh)及10GW拉晶项目, 完善一体化布局, 有利于持续提升盈利能力。
- **储能在手订单充足, 出货有望超预期。** 根据公告, 公司储能业务已签订单约1GWh, 意向在谈订单约3GWh。高工产业研究院(GGII)数据显示, 2023年Q1公开的储能中标项目达46个, 总容量达8.5GWh, 已超过去年上半年总量(约7GWh)。考虑到今年国内储能项目招标需求旺盛, 碳酸锂价格下降储能经济性显著提升, 公司在手订单充足, 部分项目受益电芯降价盈利能力提升。全年储能出货、盈利有望超预期。
- **盈利预测与投资建议。** 随着拉晶产能投产, 电池自供比例提升, TOPCon、HJT溢价凸显, 组件盈利有望持续改善。改善储能在手订单充足, 受益碳酸锂降价出货、盈利均有望超预期。预计公司23~25年归母净利润分别为20.9亿、25.8亿、32.4亿, 对应PE分别为14倍、11倍、9倍, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 新电池技术进展低于预期、海外关税政策调整等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	29384.72	52370.80	64750.44	70247.79
增长率	56.05%	78.22%	23.64%	8.49%
归属母公司净利润(百万元)	944.68	2094.19	2580.31	3235.75
增长率	2332.31%	121.68%	23.21%	25.40%
每股收益EPS(元)	0.83	1.84	2.26	2.84
净资产收益率ROE	9.19%	12.15%	13.28%	14.59%
PE	31	14	11	9
PB	3.08	1.77	1.56	1.36

数据来源: Wind, 西南证券

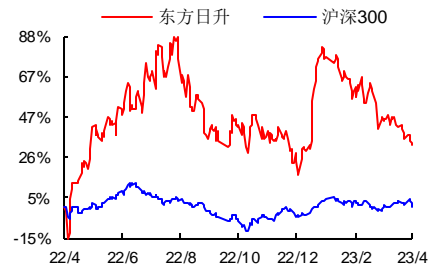
西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师
电话: 021-58351679
邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.40
流通A股(亿股)	6.93
52周内股价区间(元)	16.28-36.11
总市值(亿元)	288.65
总资产(亿元)	295.61
每股净资产(元)	9.41

相关研究

1. 东方日升(300118): 拟投建滁州高效电池产能, 一体化率有望提升(2022-11-23)
2. 东方日升(300118): 扣非业绩持续改善, HJT、储能蓄势待发(2022-10-27)
3. 东方日升(300118): 组件毛利率改善, 硅料盈利释放(2022-09-01)
4. 东方日升(300118): 组件均价提升、硅料贡献收益, Q1业绩反转(2022-04-29)

盈利预测

假设 1: 公司硅片、电池、组件产能如期投放, 组件销量随终端需求稳步增长。假设 23~25 年组件销量分别为 25GW、35GW、45GW, 随着硅料降价、电池自供比例提升, 一体化产能完善、新电池技术溢价体现, 毛利率逐年提升, 分别为 10.18%、11.29%、14.00%;

假设 2: 储能业务 23~25 年出货量分别为 4GWh、7GWh、10GWh, 考虑到碳酸锂降价, 公司规模效应体现, 以及部分储能系统相关材料自供比例提升, 毛利率分别为 14.00%、15.00%、15.00%;

假设 3: 光伏电站 EPC 及运营业务采取滚动开发、滚动出售模式, 整体收入规模及毛利率水平保持稳定增长;

假设 4: 多晶硅随着硅料价格下行, 收入及利润水平有所下降。

基于以上假设, 我们预测公司 2023~2025 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
太阳能电池及组件	收入	24126.36	43941.59	54074.34	57348.67
	增速	82.65%	82.13%	23.06%	6.06%
	毛利率	5.02%	10.18%	11.29%	14.00%
多晶硅	收入	1906.27	1327.43	1061.95	849.56
	增速	183.85%	-30.36%	-20.00%	-20.00%
	毛利率	62.98%	39.73%	20.90%	15.25%
储能系统、灯具及辅助光伏产品	收入	1447.63	4601.77	6814.16	8849.56
	增速	256.67%	217.88%	48.08%	29.87%
	毛利率	20.56%	14.00%	15.00%	15.00%
光伏电站 EPC 与转让	收入	380.09	800.00	1000.00	1200.00
	增速	-67.69%	110.48%	25.00%	20.00%
	毛利率	21.12%	15.00%	15.00%	15.00%
光伏电站运营	收入	399.58	500.00	600.00	800.00
	增速	-47.87%	25.13%	20.00%	33.33%
	毛利率	55.49%	55.00%	55.00%	55.00%
其他业务	收入	1124.80	1200.00	1200.00	1200.00
	增速	17.62%	6.69%	0.00%	0.00%
	毛利率	11.66%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	29384.72	52370.80	64750.44	70247.79
	增速	56.05%	78.22%	23.64%	8.49%
	毛利率	10.69%	11.87%	12.37%	14.64%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	29384.72	52370.80	64750.44	70247.79	净利润	955.79	2114.19	2600.31	3255.75
营业成本	26242.40	46152.52	56742.04	59962.12	折旧与摊销	1019.58	1317.07	1548.32	1746.57
营业税金及附加	81.83	130.93	194.25	351.24	财务费用	-73.03	458.39	491.98	885.38
销售费用	278.26	523.71	712.25	913.22	资产减值损失	-256.89	-200.00	-200.00	-300.00
管理费用	1802.75	2932.76	3885.03	4566.11	经营营运资本变动	3559.52	-2889.84	-622.31	-1345.18
财务费用	-73.03	458.39	491.98	885.38	其他	-2168.99	815.94	456.18	299.62
资产减值损失	-256.89	-200.00	-200.00	-300.00	经营活动现金流净额	3035.99	1615.75	4274.47	4542.14
投资收益	318.73	200.00	200.00	200.00	资本支出	319.68	-2000.00	-2000.00	-2000.00
公允价值变动损益	-226.96	0.00	0.00	0.00	其他	-941.67	122.41	246.88	195.58
其他经营损益	0.00	200.00	200.00	200.00	投资活动现金流净额	-621.99	-1877.59	-1753.12	-1804.42
营业利润	1098.37	2372.48	2924.90	3669.72	短期借款	461.37	-4023.20	117.80	-350.98
其他非经营损益	-25.35	30.00	30.00	30.00	长期借款	348.26	500.00	500.00	500.00
利润总额	1073.02	2402.48	2954.90	3699.72	股权融资	9.85	5000.00	0.00	0.00
所得税	117.24	288.30	354.59	443.97	支付股利	0.00	-188.94	-418.84	-516.06
净利润	955.79	2114.19	2600.31	3255.75	其他	-226.05	-1445.06	-491.98	-885.38
少数股东损益	11.10	20.00	20.00	20.00	筹资活动现金流净额	593.43	-157.19	-293.02	-1252.42
归属母公司股东净利润	944.68	2094.19	2580.31	3235.75	现金流量净额	3115.22	-419.04	2228.34	1485.30
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9845.78	9426.74	11655.08	13140.38	成长能力				
应收和预付款项	6008.46	10465.99	12839.40	13858.45	销售收入增长率	56.05%	78.22%	23.64%	8.49%
存货	6402.34	11538.13	14185.51	14390.91	营业利润增长率	620.76%	116.00%	23.28%	25.46%
其他流动资产	1180.35	3892.60	4224.22	4442.35	净利润增长率	6513.68%	121.20%	22.99%	25.21%
长期股权投资	751.14	751.14	751.14	751.14	EBITDA 增长率	29.95%	102.84%	19.70%	26.92%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	10467.94	11270.19	11841.19	12213.94	毛利率	10.69%	11.87%	12.37%	14.64%
无形资产和开发支出	950.26	852.59	754.92	657.25	三费率	6.83%	7.48%	7.86%	9.06%
其他非流动资产	2655.33	2633.68	2612.03	2590.38	净利率	3.25%	4.04%	4.02%	4.63%
资产总计	38261.60	50831.07	58863.50	62044.80	ROE	9.19%	12.15%	13.28%	14.59%
短期借款	4256.38	233.18	350.98	0.00	ROA	2.50%	4.16%	4.42%	5.25%
应付和预收款项	13959.78	27339.43	31916.92	31956.81	ROIC	8.50%	18.55%	16.41%	19.12%
长期借款	2121.14	2621.14	3121.14	3621.14	EBITDA/销售收入	6.96%	7.92%	7.67%	8.97%
其他负债	7524.34	3242.75	3898.42	4151.11	营运能力				
负债合计	27861.64	33436.50	39287.45	39729.07	总资产周转率	0.87	1.18	1.18	1.16
股本	891.87	1140.01	1140.01	1140.01	固定资产周转率	3.24	5.33	5.91	6.11
资本公积	5173.05	9924.91	9924.91	9924.91	应收账款周转率	8.11	9.77	8.51	8.01
留存收益	3376.08	5281.33	7442.80	10162.49	存货周转率	5.52	5.15	4.41	4.20
归属母公司股东权益	9371.64	16346.26	18507.73	21227.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.53%	—	—	—
少数股东权益	1028.32	1048.32	1068.32	1088.32	资本结构				
股东权益合计	10399.95	17394.58	19576.05	22315.74	资产负债率	72.82%	65.78%	66.74%	64.03%
负债和股东权益合计	38261.60	50831.07	58863.50	62044.80	带息债务/总负债	22.89%	8.54%	8.84%	9.11%
					流动比率	0.96	1.20	1.23	1.32
					速动比率	0.70	0.81	0.83	0.91
					股利支付率	0.00%	9.02%	16.23%	15.95%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	2044.93	4147.94	4965.19	6301.66	每股收益	0.83	1.84	2.26	2.84
PE	30.56	13.78	11.19	8.92	每股净资产	8.22	14.34	16.23	18.62
PB	3.08	1.77	1.56	1.36	每股经营现金	2.66	1.42	3.75	3.98
PS	0.98	0.55	0.45	0.41	每股股利	0.00	0.17	0.37	0.45
EV/EBITDA	8.63	4.74	3.65	2.66					
股息率	0.00%	0.65%	1.45%	1.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn