

证券研究报告

公司研究——中报点评

东方日升 (300118.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2017.04.28

郭荆璞 首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

刘强 分析师

执业编号: S1500514070005

联系电话: +86 10 83326707

邮箱: liuqiang1@cindasc.com

相关研究

《龙头地位稳固,光伏电站拉动业绩增长》2017.04

《三季度行业低点已过,后续看需求提升》2016.11

《光伏组件及 EVA 助力公司业绩大幅增长,光伏电站开发加速值得期待》2015.07

《成立融资租赁和互联网金融子公司,打造能源互联网金融生态圈》2015.05

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

组件业务支撑业绩增长,海外电站布局有望打开业绩成长空间

2017 年 09 月 12 日

事件: 公司发布 2017 年中报。2017 年上半年公司实现营业收入 57.78 亿元,同比增长 80.88%,归属于母公司净利润 2.73 亿元,同比减少 43.03%,对应 EPS 0.35 元/股。

点评:

- **组件业务为公司带来稳定业绩增长。**2017 年上半年公司实现营业收入 57.78 亿元,同比增长 80.88%,归属于母公司净利润 2.73 亿元,同比减少 43.03%,对应 EPS 0.35 元/股。2017 年上半年,公司太阳能组件业务实现营业收入 35.70 亿元,同比增加 79.51%;公司组件业务营收占总营收的 61.78%,为公司带来稳定业绩增长。截至 2017 年上半年,公司光伏电池片年产能 1,500MW、光伏组件年产能 3,100MW,产能分布于浙江宁波、河南洛阳、内蒙古乌海、江西九江、墨西哥等生产基地。电池片、组件研发成果显著,取得多项专利注册,产品转换效率达到了新的高度,多晶电池片的转换效率突破 19.20%,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%。公司始终以客户为中心,紧扣市场需求,优化产品结构,在科技研发、高效产品推广、工艺改进、精益生产和成本控制等方面不断提升核心竞争力。
- **子公司斯威克 EVA 薄膜业务领先行业,未来有望持续增厚公司业绩。**江苏斯威克核心技术团队通过多年的研发攻关,成功研制出了光伏组件用 EVA 胶膜的产品生产配方及相应的工艺,并依靠产品过硬的品质,通过了 TUV、SGS 等多项国际认证检测,进而得到光伏组件主要生产厂商的认可。江苏斯威克秉承差异化的竞争战略,专注于高性能 EVA 产品的开发应用,研发技术水平也始终处于行业前列。在行业中率先提出高透光型 EVA 胶膜与超高截止型背膜配套使用的技术方案,达到进一步提高光伏组件转换效率的效果,得到了下游组件厂商的普遍采用;而针对光伏组件在高温、高湿等恶劣环境下出现 PID(电势诱导衰减)效应、导致组件性能在特殊环境下下降的问题,江苏斯威克较早地从组件封装环节上找到了解决方案,进而推出了抗 PID 型 EVA 胶膜产品,深受下游客户好评。目前,如中广核、中节能、航天机电等地面光伏电站开发商已开始将江苏斯威克的抗 PID 型 EVA 胶膜作为其部分电站项目的指定或者优选 EVA 胶膜供应商,列入组件材料要求清单。2017 年上半年,公司 EVA 薄膜业务实现营业收入 4.11 亿元,同比增加 12.34%。我们预计该业务有望保持增长态势,持续增厚公司业绩。
- **加快海外电站布局,电站业务有望打开业绩成长空间。**公司全资子公司日升香港、日升电力,专注拓展海内外电站开发、建设、运营等,采取的业务模式有 EPC、BT、BOT、持有运营等。报告期内,公司完成“宁波市宁海县蛇蟠涂 99MW

渔光互补光伏发电项目”、“湖北仙桃 50MW 农光互补发电项目”等光伏电站并网任务，户用分布式业务取得较大区域市场占有率。公司在巩固原有海外电站投建区域外，根据国家“一带一路”建设规划，提升了包括尼泊尔、孟加拉国、吉尔吉斯斯坦、东南亚等在内的全球范围的光伏电站开发投资规模。此外，大力推进储能业务发展，公司“光储”、“光储充”一体化解决方案、智能微电网解决方案已进行商业化应用。公司还将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。报告期内，公司太阳能电站业务实现营业收入 6.73 亿元，同比大幅增加 437.18%。我们预计未来光伏电站业务将为公司业绩打开成长空间。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2017 年、2018 年、2019 年营业收入分别为 85.36 亿元、100.96 亿元、120.51 亿元，归母净利润分别为 8.09 亿元、10.36 亿元、12.80 亿元，EPS 分别为 0.89、1.15、1.41 元，对应 2017 年 9 月 12 日收盘价的 PE 分别为 15、12、10 倍，维持“买入”评级。
- **股价催化剂：**电站业务拓展超预期；光伏行业超预期变化。
- **风险因素：**1、光伏业务拓展低于预期； 2、创新发展方面低于预期； 3、应收账款等财务风险。

公司报告首页财务数据

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,259.44	7,016.75	8,536.35	10,096.01	12,050.97
增长率 YoY %	78.15%	33.41%	21.66%	18.27%	19.36%
归属母公司净利润(百万元)	322.39	688.85	808.55	1,036.49	1,279.97
增长率 YoY%	381.56%	113.67%	17.38%	28.19%	23.49%
毛利率%	21.84%	20.56%	22.04%	22.29%	22.55%
净资产收益率 ROE%	11.28%	20.21%	14.17%	12.74%	13.77%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.36	0.76	0.89	1.15	1.41
市盈率 P/E(倍)	39	18	15	12	10
市净率 P/B(倍)	3.1	2.5	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2017 年 09 月 12 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,902.98	6,634.16	9,312.08	9,802.89	11,157.13
货币资金	1,401.05	1,491.15	2,815.47	2,234.14	2,246.24
应收票据	314.88	297.60	464.48	549.35	655.72
应收账款	2,363.94	2,558.02	3,112.00	3,680.59	4,393.29
预付账款	482.40	367.96	698.84	823.90	980.13
存货	1,013.52	1,339.09	1,640.94	1,934.57	2,301.41
其他	327.19	580.34	580.34	580.34	580.34
非流动资产	2,583.46	3,330.49	5,024.08	6,216.10	6,934.08
长期投资	17.26	15.48	15.48	15.48	15.48
固定资产	1,392.38	2,129.50	3,293.18	3,867.57	4,725.52
无形资产	129.27	141.42	155.85	168.87	181.92
其他	1,044.55	1,044.09	1,559.58	2,164.18	2,011.16
资产总计	8,486.44	9,964.66	14,336.16	16,018.98	18,091.20
流动负债	3,907.02	4,784.60	5,325.80	5,967.57	6,753.89
短期借款	1,257.68	1,084.64	1,084.64	1,084.64	1,084.64
应付账款	1,030.80	1,424.36	1,704.88	2,009.95	2,391.09
其他	1,618.53	2,275.60	2,536.29	2,872.99	3,278.17
非流动负债	1,439.47	1,222.99	1,222.99	1,222.99	1,222.99
长期借款	1,215.63	1,101.17	1,101.17	1,101.17	1,101.17
其他	223.83	121.82	121.82	121.82	121.82
负债合计	5,346.48	6,007.59	6,548.79	7,190.57	7,976.88
少数股东权益	117.21	164.56	167.97	172.53	178.47
归属母公司股东权益	3,022.75	3,792.50	7,619.40	8,655.88	9,935.85
负债和股东权益	8486.44	9964.66	14336.16	16018.98	18091.20

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,259.44	7,016.75	8,536.35	10,096.01	12,050.97
同比	78.15%	33.41%	21.66%	18.27%	19.36%
归属母公司净利润	322.39	688.85	808.55	1,036.49	1,279.97
同比	381.56%	113.67%	17.38%	28.19%	23.49%
毛利率	21.84%	20.56%	22.04%	22.29%	22.55%
ROE	11.28%	20.21%	14.17%	12.74%	13.77%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.76	0.89	1.15	1.41
P/E	39	18	15	12	10
P/B	3.1	2.5	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.26	10.97	11.14	8.43	6.96

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,259.44	7,016.75	8,536.35	10,096.01	12,050.97
营业成本	4,110.82	5,573.95	6,654.73	7,845.53	9,333.24
营业税金及附加	24.60	32.11	39.06	46.20	55.14
营业费用	170.62	209.21	254.51	301.02	359.30
管理费用	276.49	377.87	459.71	543.70	648.98
财务费用	168.04	98.20	143.37	116.88	128.51
资产减值损失	71.64	101.22	95.46	112.88	134.72
公允价值变动收益	-4.59	5.63	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-2.00	73.54	21.56	25.68	34.91
营业利润	430.64	703.36	911.07	1,155.48	1,425.97
营业外收入	26.51	220.58	87.14	111.41	139.71
营业外支出	9.14	68.20	40.83	39.39	49.47
利润总额	448.01	855.74	957.38	1,227.50	1,516.21
所得税	106.24	129.98	145.42	186.45	230.30
净利润	341.77	725.76	811.96	1,041.05	1,285.90
少数股东损益	19.38	36.91	3.41	4.56	5.93
归属母公司净利润	322.39	688.85	808.55	1,036.49	1,279.97
EBITDA	724.53	1,098.26	1,363.36	1,801.94	2,181.89
EPS (摊薄)	0.36	0.76	0.89	1.15	1.41

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-143.62	333.27	377.04	1,153.51	1,353.83
净利润	341.77	725.76	811.96	1,041.05	1,285.90
折旧摊销	103.15	161.13	232.79	401.25	492.49
财务费用	173.37	81.39	173.19	173.19	173.19
投资损失	2.00	-73.54	-21.56	-25.68	-34.91
营运资金变动	-864.55	-507.61	-907.86	-543.25	-690.55
其它	100.64	-53.87	88.52	106.95	127.70
投资活动现金流	-291.47	-256.48	-1,897.87	-1,561.65	-1,168.55
资本支出	-243.39	-248.05	-1,919.44	-1,587.33	-1,203.45
长期投资	0.00	25.25	21.56	25.68	34.91
其他	-48.08	-33.68	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	420.99	166.68	2,887.20	-131.15	-131.15
吸收投资	155.61	27.72	3,154.04	0.00	0.00
借款	1,036.10	53.19	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	108.32	153.11	266.84	131.15	131.15
现金净增加额	-6.21	260.13	1324.32	-581.33	12.10

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

刘强，新能源与电力设备行业首席研究员，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事锂电池、动力电池、燃料电池、光伏电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长，推动行业发展。

马步芳，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加盟信达证券研发中心，目前从事能源化工研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。