

延伸光伏全产业链，海外业务稳健成长

投资要点

- **海外市场总量及结构均呈现积极变化，光伏市场空间大：**自17年开始，组件出口出现明显增长，由于18年产业链价格大跌，刺激海外需求，18年实现组件出口39.2GW，同比增长51.9%。同时光伏组件出口市场的集中度持续降低，17年CR5为67.1%，18年CR5为53%。以南美、中东北非为主的“去中心化”和“遍地开花”的局面继续发展。集中度降低将减少产业链对于单一市场的依赖度，更有利于市场的健康发展。目前全球的电力结构中，非水可再生能源还有极大的成长空间，以17年为例，光伏仅占全球总发电量的1.9%，成长空间巨大。
- **公司2019年盈利大幅改善：**自12年至今，公司营收仅有两年呈现负增长，分别是2012年受欧美双反影响及2018年受国内“531新政”影响。2019年由于海外市场爆发，公司营收重回增长态势，2019年前三季度公司实现营业收入97.7亿元，同比增长42.9%。前三季度实现扣非归母净利润5.4亿元，同比增长129.6%。
- **研发支出高增长，积极布局HIT：**由于电池片环节已成为光伏产业链未来提升效率、降低度电成本的关键环节，同时为了匹配组件环节的发展，公司积极扩产电池片产能。公司2019年前三季度研发支出高达5.2亿元，同比增长319.4%，单三季度即投入研发支出2.6亿元，主要用于HIT产线的研发，目前公司已掌握HIT电池组件的相关制造工艺技术，预计2020年年中将形成500MW的HIT电池产能，为引领下一代电池技术升级做铺垫。
- **电站项目储备丰富，制造与运营协同发展：**公司在巩固原有欧洲、美洲、澳大利亚等海外电站投建区域外，根据国家“一带一路”建设规划，提升了包括孟加拉国、哈萨克斯坦、东南亚等在内的全球范围的光伏电站开发投资规模。截至2019年H1，公司在建的“太阳能电站项目”账面余额为14.3亿元，实现制造与运营协同发展。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2019~2021年EPS分别为1.03、1.25、1.55元，对应PE分别为12X、10X和8X，低于光伏板块平均估值水平，给予19年16X估值，对应目标价16.5元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**海外光伏市场或不及预期风险；电池片扩产或不及预期的风险等。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9752.17	14366.00	18612.50	20840.00
增长率	-14.84%	47.31%	29.56%	11.97%
归属母公司净利润(百万元)	232.37	924.25	1128.24	1397.32
增长率	-64.24%	297.75%	22.07%	23.85%
每股收益EPS(元)	0.26	1.03	1.25	1.55
净资产收益率ROE	2.72%	9.75%	10.83%	12.06%
PE	48	12	10	8
PB	1.51	1.35	1.21	1.07

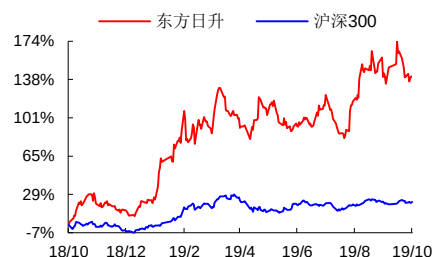
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 谭菁
 执业证号: S1250517090002
 电话: 010-57631196
 邮箱: tanj@swsc.com.cn

分析师: 陈瑶
 执业证号: S1250519080003
 电话: 0755-23914886
 邮箱: cyao@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)	9.01
流通A股(亿股)	6.96
52周内股价区间(元)	5.22-14.22
总市值(亿元)	112.58
总资产(亿元)	248.07
每股净资产(元)	8.91

相关研究

目 录

1 2019 年盈利能力修复明显	1
2 深耕光伏行业多年，积极打造全产业链龙头	3
2.1 光伏行业长期成长空间巨大	3
2.2 向上拓展电池、组件制造能力，向下积极开拓海外站市场	5
3 盈利预测与估值	8
4 风险提示	10

图 目 录

图 1: 2018 年营收结构.....	1
图 2: 公司营收稳步增长.....	1
图 3: 公司净利润波动较大.....	1
图 4: 公司毛利率重回增长态势.....	1
图 5: 公司管理费用率攀升.....	2
图 6: 公司研发支出高增长.....	2
图 7: 公司 ROE2019 年改善明显.....	2
图 8: 公司资产负债率可控.....	2
图 9: 全球历年新增光伏装机.....	3
图 10: 海外新增装机及增速 (GW).....	3
图 11: 光伏组件出口规模自 17 年后快速增长.....	4
图 12: 出口市场集中度降低.....	4
图 13: 2018 全球装机容量情况.....	4
图 14: 国内第一批平价项目 (GW).....	4
图 15: 公司组件产能稳步攀升.....	5
图 16: 公司组件销量稳健增长.....	5
图 17: 公司海外业务占比逐年攀升.....	7
图 18: 公司月度出口量逐月攀升 (GW).....	7
图 19: 公司电池片产能逐年攀升 (MW).....	8
图 20: 不同类型电池片转换效率比较.....	8

表 目 录

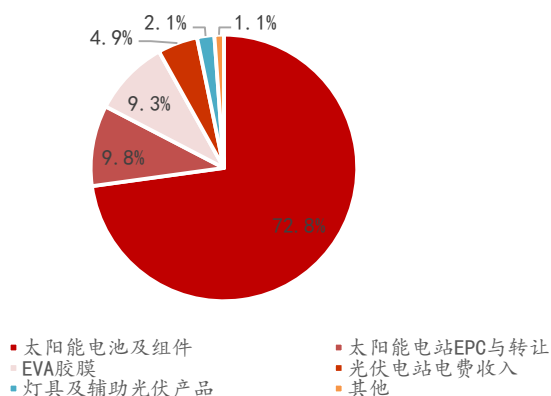
表 1: 全球发电结构.....	5
表 2: 2017~2018 年组件厂商出货情况.....	6
表 3: 2019 年 1~8 月份组件出口数据.....	6
表 4: 公司在建光伏电站项目丰富.....	8
表 5: 分项目盈利预测.....	9
表 6: 可比公司估值情况 (2019/10/27).....	10
附表: 财务预测与估值.....	11

1 2019 年盈利能力修复明显

东方日升新能源股份有限公司（以下简称“公司”），1986 年创立于浙江宁波，主要从事太阳能电池、组件、胶膜的生产及销售。

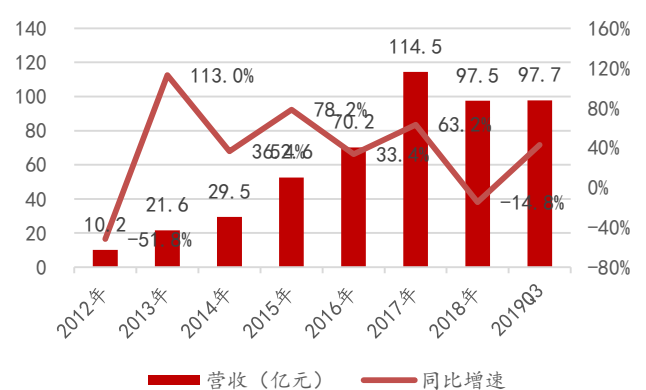
公司组件业务营收占比最高，2018 年营收占比为 72.8%，随着公司电池及组件产能的进一步扩张，预计电池组件业务营收占比将进一步提升。自 12 年至今，公司营收仅有两年呈现负增长，分别是 2012 年受欧美双反影响及 2018 年受国内“531 新政”影响。2019 年由于海外市场爆发，公司营收重回增长态势，2019 年前三季度公司实现营业收入 97.7 亿元，同比增长 42.9%。

图 1：2018 年营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

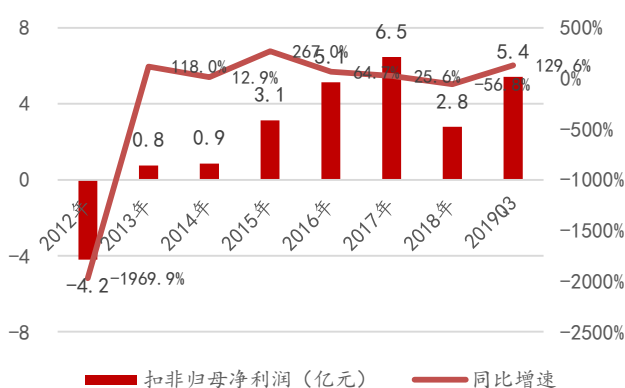
图 2：公司营收稳步增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

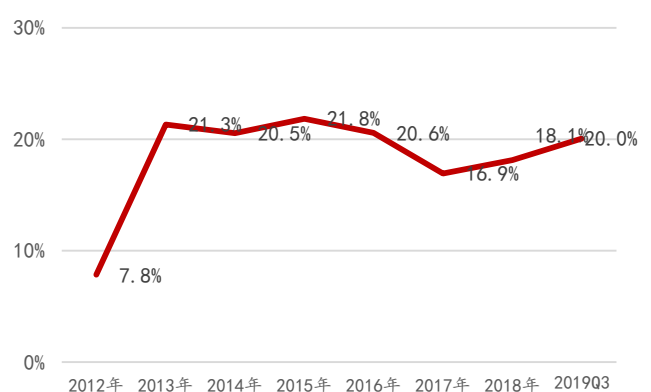
与收入情况相符，公司 2012 年和 2018 年均出现了利润下滑的情况，2019 年重回增长态势，前三季度实现扣非归母净利润 5.4 亿元，同比增长 129.6%。公司 2018 年毛利率修复但净利润下滑主要是因为（1）“531”导致收入下降；（2）计提坏账 2.7 亿元。

图 3：公司净利润波动较大



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司毛利率重回增长态势

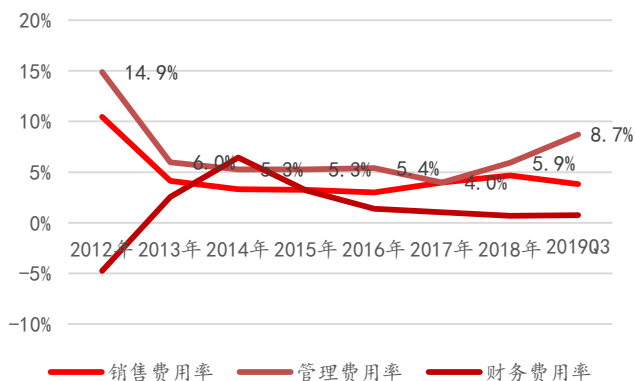


数据来源：公司公告，西南证券整理

研发支出高增长，积极布局 HIT：公司管理费用率仅三年来上升较快，主要是由于研发支出增长较快，公司在光伏领域持续投入研发，截至 19 年 H1，公司研发量产线的 MBB 单晶电池最高转换效率已突破 23.0%，平均效率达到 22.7%，研发 PO 胶膜解决双面双玻组件的 PID 问题。公司今年单三季度即投入研发支出 2.6 亿元，主要用于 HIT 产线的研发，目前

公司已掌握 HIT 电池组件的相关制造工艺技术, 预计 2020 年年中中将形成 500MW 的 HIT 电池产能, 为引领下一代电池技术升级做铺垫。

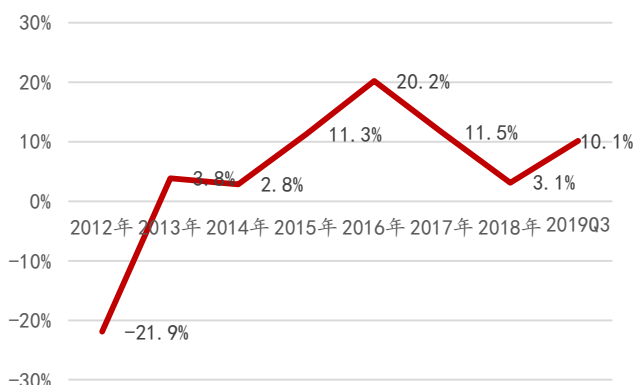
图 5: 公司管理费用率攀升



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

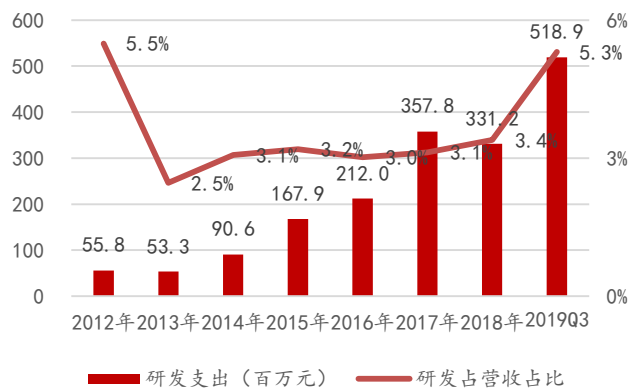
公司 2018 年 ROE 大幅下滑, 19 年随着盈利能力修复, ROE 稳步提升, 前三季度 ROE 为 10.1%, 预计全年将超过 2017 年的水平。资产负债率方面, 公司一直维持在 65% 以下的水平, 对于重资产的光伏行业而言, 属于平均水平左右, 风险可控。

图 7: 公司 ROE2019 年改善明显



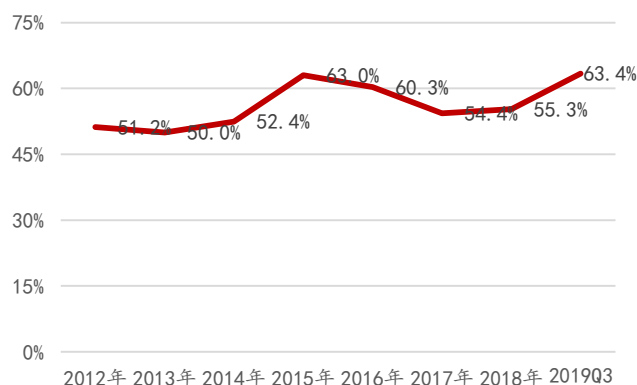
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司研发支出高增长



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 公司资产负债率可控



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

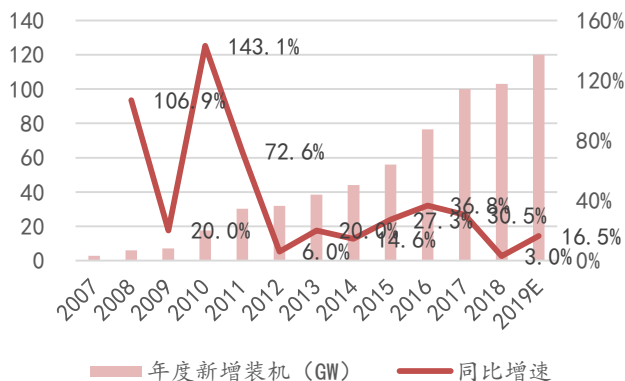
2 深耕光伏行业多年，积极打造全产业链龙头

2.1 光伏行业长期成长空间巨大

光伏行业长期发展势头良好：光伏发电所具有的地域限制少、发电时间稳定、安全可靠、无噪声、低污染、无需消耗燃料及建设同期短等先天优势，让其肩负着能源革命的重任。截至 2018 年底，全球光伏累计装机容量已达 510GW。光伏年新增装机量已由 07 年的 2.9GW 增至 2018 年的 103GW，装机规模增长了近 35 倍。

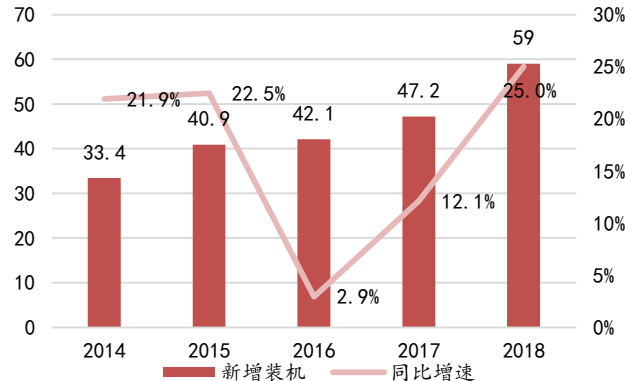
18 年产业链价格大幅下降刺激海外需求：海外装机增速自 17 年开始步入快速增长通道，2018 年光伏行业经历“5·31”新政之后，光伏产业链产品价格下降迅速，平均下滑 25% 左右，度电成本随之下降 10%~15%，使得光伏在很多国家及地区的性价比凸显，一方面使得海外的储备项目提前开工；另一方面，光伏发电更具备竞争力，对中长期的能源结构调整有积极的影响。2018 年海外新增装机为 59GW，同比增长 25%，占全球光伏装机占比 60%，海外市场的重要程度加强。预计 2019 年海外新增装机有望达到 80~90GW，同比增速高达 35.6%~52.5%。

图 9：全球历年新增光伏装机



数据来源：wind，西南证券整理

图 10：海外新增装机及增速 (GW)

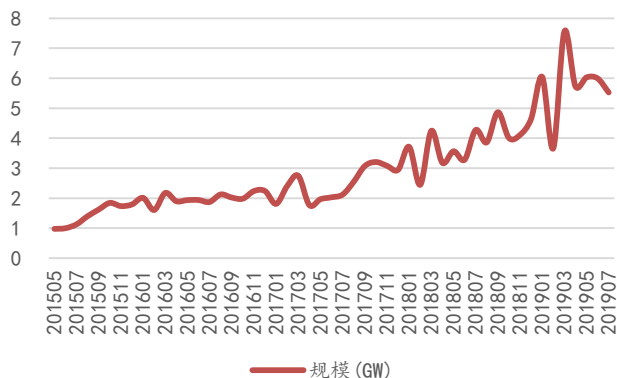


数据来源：solarzoom，西南证券整理

海外市场总量及结构均呈现积极变化：从出口数据来看，出口自 2017 年下半年开始呈现加速趋势，2014~2016 年组件出口数据较为波动，但自 17 年开始，组件出口出现明显增长，由于 18 年产业链价格大跌，刺激海外需求，18 年实现组件出口 39.2GW，同比增长 51.9%。

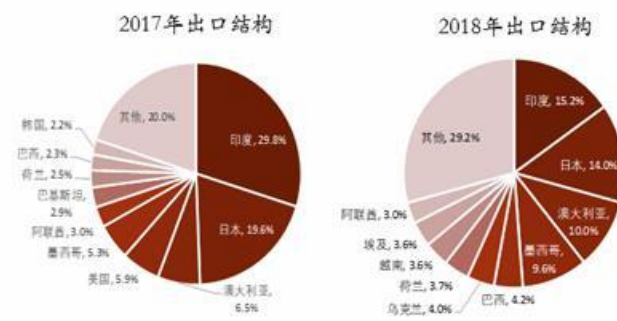
同时光伏组件出口市场的集中度持续降低，17 年 CR5 为 67.1%，18 年 CR5 为 53%。以南美、中东北非为主的“去中心化”和“遍地开花”的局面继续发展。2018 年年度装机容量中，澳大利亚、墨西哥、土耳其、荷兰并非传统光伏装机大国，说明光伏装机新兴国家正在崛起，全球装机呈现出多点开花的局面。集中度降低将减少产业链对于单一市场的依赖度，更有利于市场的健康发展。

图 11: 光伏组件出口规模自 17 年后快速增长



数据来源: 能源局, 西南证券整理

图 12: 出口市场集中度降低



数据来源: solarzoom, 西南证券整理

2018 年年度装机容量中, 澳大利亚、墨西哥、土耳其、荷兰并非传统光伏装机大国, 说明光伏装机新兴国家正在崛起, 全球装机呈现出多点开花的局面。

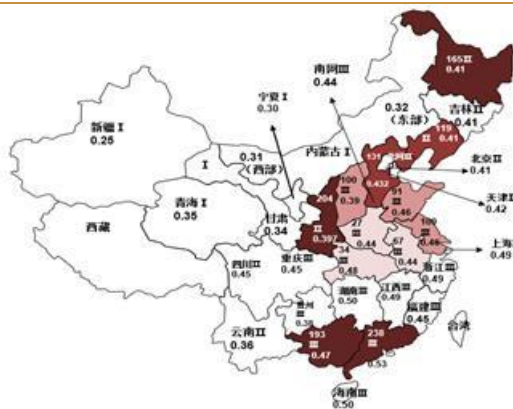
国内平价项目尚有较大挖掘空间: 第一批平价项目中, 共有 12 个省份上报, 规模排名前五的省份为广东 (2.38GW)、陕西 (2.04GW)、广西 (1.93GW)、黑龙江 (1.65GW)、河北 (1.31GW), CR5 为 63%, 其中广东和广西虽然是三类资源地区, 光照资源一般, 但是其火电电价较高, 由此可推断湖南、浙江这两个此次未上报平价项目的省份未来也具备较大的项目挖掘潜力。

图 13: 2018 全球装机容量情况

年度装机容量 (GW)			累计装机容量 (GW)		
1	中国	45	1	中国	176.1
2	印度	10.8	2	美国	62.2
3	美国	10.6	3	日本	56
4	日本	6.5	4	德国	45.4
5	澳大利亚	3.8	5	印度	32.9
6	德国	3	6	意大利	20.1
7	墨西哥	2.7	7	英国	13
8	韩国	2	8	澳大利亚	11.3
9	土耳其	1.6	9	法国	9
10	荷兰	1.3	10	韩国	7.9
	欧盟	8.3		欧洲	115

数据来源: IEA, 西南证券整理

图 14: 国内第一批平价项目 (GW)



数据来源: 能源局, 西南证券整理

光伏发电占比仍较低, 成长空间大: 目前全球的电力结构中, 化石能源依然占据了绝大部分, 可再生能源的占比虽然在逐步提高, 但水电依然占了可再生能源的绝大部分, 非水可再生能源还有极大的成长空间, 以 17 年为例, 光伏仅占全球总发电量的 1.9%, 成长空间巨大。

表 1: 全球发电结构

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
全球总发电/TWh	21577.7	22269.8	22820	23457.6	23918.8	24289.5	24930.2	25551.3
化石燃料+核能/%	80.6	79.7	78.3	77.9	77.2	76.3	75.5	73.5
再生能源发电/%	19.4	20.3	21.7	22.1	22.8	23.7	24.5	26.5
水利发电/%	16.1	15.3	16.5	16.4	16.6	16.6	16.6	16.4
风电场/%	3.3	5	5.2	2.9	3.1	3.6	4	5.6
生物质发电/%				1.8	1.8	2	2	2.2
光伏发电/%				0.7	0.9	1.2	1.5	1.9
地热发电/%				0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
聚热发电/%								
海洋能发电/%								

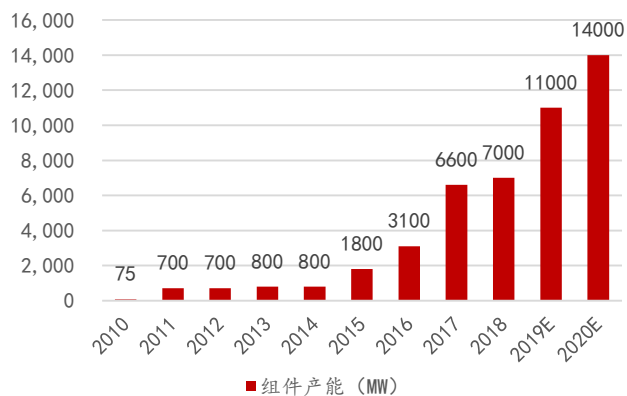
数据来源: BNEF, 西南证券整理

2.2 向上拓展电池、组件制造能力, 向下积极开拓海外站市场

深耕组件市场多年, 组件产能稳步提升: 公司深耕组件制造多年, 组件产能一直稳步提升, 近两年扩产速度加快, 截至 2019H1, 公司组件产能已达 9GW, 产能分布于浙江宁波、江苏金坛、河南洛阳、内蒙古乌海、墨西哥等生产基地。预计到 2019~2020 年年底, 公司组件产能将分别达到 11GW、14GW。

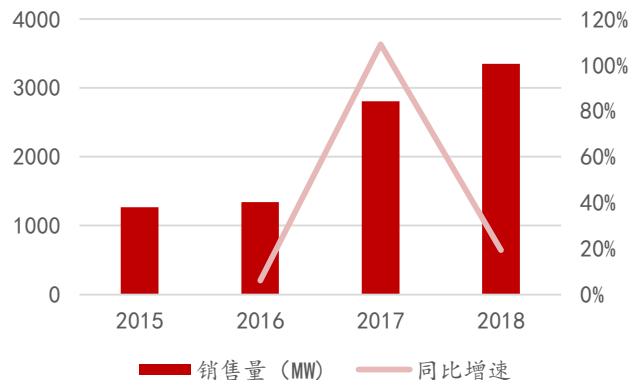
公司组件销量随产能增加而增加, 2018 年全年销售 3.6GW, 同比增长 19.4%, 全球排名第 9, 市场占有率约为 3.3%, 随着公司产能扩张及 2019 年海外市场快速增长, 2019 年公司组件出货量预计有望超过 7GW (预计前三季度出货约 5GW+), 同比增速超 100%。

图 15: 公司组件产能稳步攀升



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 公司组件销量稳健增长



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 2：2017~2018 年组件厂商出货情况

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	9.8	11.4	11.1
2	晶澳	7.1	8.8	8.5
3	天合光能	9.1	8.1	7.9
4	隆基乐叶	4.4	7.2	7.0
5	阿特斯	6.9	6.4	6.2
6	韩华	5.4	5.6	5.4
7	协鑫集成	4.8	4.1	4.0
8	尚德	2.5	3.4	3.3
9	东方日升	2.5	3.4	3.3
10	First Solar	2.3	2.7	2.6

数据来源: GlobalData, 公司公告, 西南证券整理

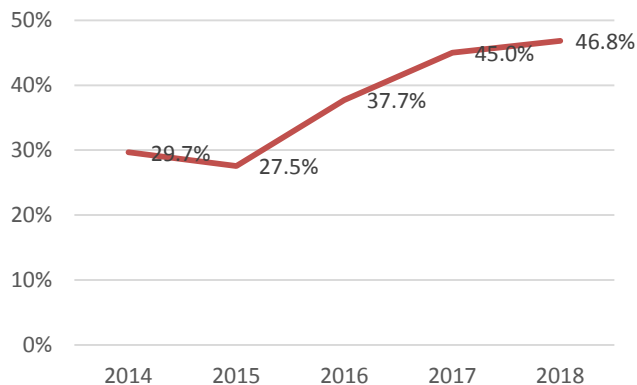
公司组件海外销售占比高: 公司布局海外市场多年, 海外销售能力较强、销售渠道完善, 销售区域覆盖欧洲、亚洲、北美洲、南美洲、澳洲, 实现对全球光伏核心区域全覆盖。2019 年 1~8 月份出口规模达 3.69GW, 排名第四, 占出口总规模的 8.0%, 占公司自身出货规模约 80%。从趋势来看, 公司的海外销售占比逐年提高, 我们以公司海外销售销售收入占总收入占比这一指标纵向来看 (实际的组件业务海外销售占比应更高, 因为电站、EVA 等业务主要在国内), 公司的国际化比例呈逐年提升的趋势, 公司的组件月度出口量已从 15 年的月均四五十 MW 成长十倍为 19 年的月均四五百 MW。

表 3：2019 年 1~8 月份组件出口数据

企业	规模 (GW)	占比 (%)
晶科	6.21	13.4%
天合	4.8	10.3%
晶澳	4.34	9.4%
东方日升	3.69	8.0%
阿特斯	3.27	7.0%
隆基	3.09	6.7%
尚德	2.22	4.8%
正泰	2.14	4.6%
茂迪	2.01	4.3%
协鑫	1.65	3.6%
韩华	0.98	2.1%

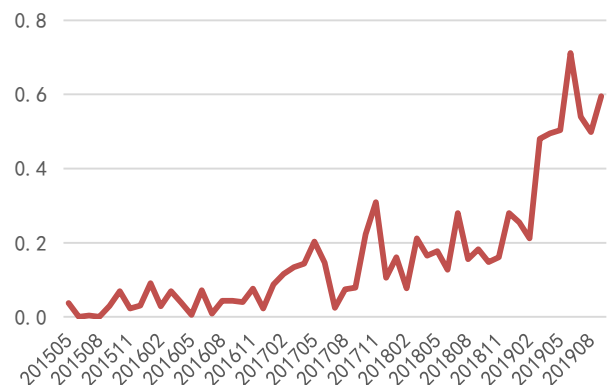
数据来源: solarzoom, 西南证券整理

图 17: 公司海外业务占比逐年攀升



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 公司月度出口量逐月攀升 (GW)



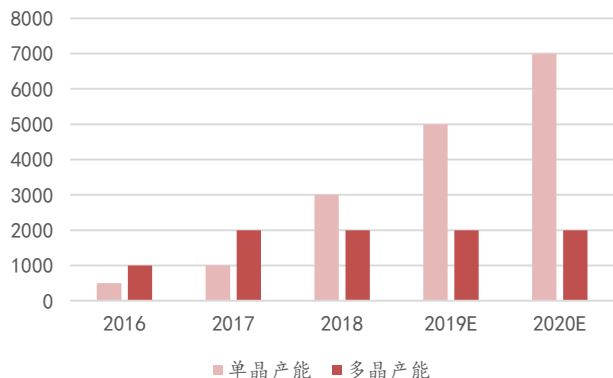
数据来源: solarzoom, 西南证券整理

公司海外市场占比高, 对于公司而言有两大益处: (1) 由于 2018~2020 年, 国内光伏市场处于“平价的最后一公里”, 因此市场总体需求较为平稳, 市场的新增量主要依靠海外市场, 公司海外占比高将充分享受海外市场需求爆发; (2) 由于海外组件订单一般提前锁价, 若上游产业链扩产过多导致产品跌价, 公司的组件环节盈利性将显著提高。2019 年三季度公司就显著受益于“组件提前锁价+电池片跌价”, 毛利率 (22.5%, 环比 3.3%+) 及净利率 (7.9%, 环比 2.7%+) 环比提升明显。

积极扩产电池片产能, 领先布局 HIT: 由于电池片环节已成为光伏产业链未来提升效率、降低度电成本的关键环节, 同时为了匹配组件环节的发展, 公司积极扩产电池片产能。公司 2019 年前三季度研发支出高达 5.2 亿元, 同比增长 319.4%, 主要是新增了 HIT 电池领域的研发投入, 公司对 HIT 的重视程度可见一斑。公司研发量产线的 MBB 单晶电池最高转换效率已突破 23.0%, 平均效率达到 22.7%, 预计公司年内将实现 MBB 技术的全面量产。

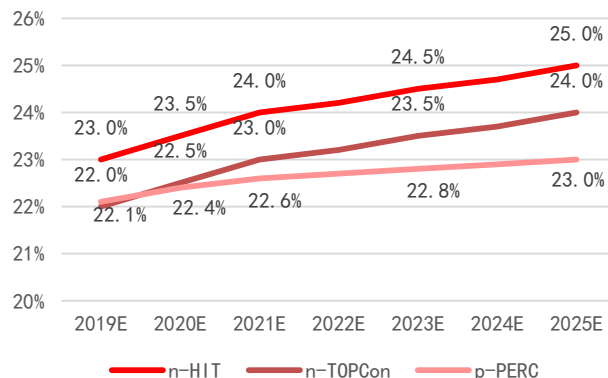
目前公司还在积极推进“年产 2.5GW 异质结高效电池片”项目, 进一步充实扩大公司的制造能力。HIT 主要具有以下四点优势: (1) **转化效率高:** HIT 电池片具有独特的带本征薄层的异质结结构, 在 P-N 结成结的同时钝化表面, 可大幅降低了表面、界面漏电流, 提高电池效率; (2) **低温工艺提高精确度:** 传统电池片扩散工艺环节温度 $>900^{\circ}\text{C}$, HIT $<250^{\circ}\text{C}$, 低温工艺可节省能源, 并且提高生产的精确度, 同时可消除硅衬底在高温处理中的性能退化, 可降低对硅片的纯度要求; (3) **背面发电效益高:** 由于 HIT 电池正反面基本没有色差, 背面效率平均可达正面效率的 90% 以上, 背面发电效益高; (4) **无光衰:** 传统单晶硅电池具有“光衰”现象, 影响光伏电站收益率的稳定性, 但 HIT 电池不仅天然无衰减, 甚至在光照后对转换效率有增强效益。

图 19: 公司电池片产能逐年攀升 (MW)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 不同类型电池片转换效率比较



数据来源: 光伏行业协会, 西南证券整理

电站项目储备丰富, 制造与运营协同发展: 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。公司在巩固原有欧洲、美洲、澳大利亚等海外电站投建区域外, 根据国家“一带一路”建设规划, 提升了包括孟加拉国、哈萨克斯坦、东南亚等在内的全球范围的光伏电站开发投资规模。截至 2019 年 H1, 公司在建的“太阳能电站项目”账面余额为 14.3 亿元。

表 4: 公司在建光伏电站项目丰富

项目	预算 (百万元)	期初余额 (百万元)	本期增加金额 (百万元)	本期转固金额 (百万元)	期末余额 (百万元)	累计投入预 算比 (%)	进度 (%)
哈萨克斯坦 Gulshat40MW 项目	316.2	263.0	16.7	279.7	0.0	80	100
澳洲昆士兰州 121.5MW 电项目	875.0	255.7	569.2		824.9	94	99
澳洲 Merredin 132MW 光伏项目	833.5	68.0	90.6		158.5	20	30
墨西哥电站项目	1783.7	89.4	9.3		98.7	10	10
乌海 50MW 光伏电站项目	270.8	61.7	155.0	204.8	11.9	90	90
合计	4079.2	737.8	840.8	484.5	1094.0	--	--

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设:

1) 公司组件产能扩张稳步提升, 2019~2021 年底产能分别达到 11GW、14GW、16GW, 销量随产能及需求增加而增加, 2019~2021 年分别为 7GW、10GW、12GW。考虑成本下降, 谨慎预估 2019~2021 年扣税单价分别为 1.7 元/W、1.55 元/W、1.45 元/W;

2) 截至 2019H1, 公司在建光伏电站项目 14.5 亿元, 预估 2019~2021 年公司可完成的 EPC 规模分别为 180MW、300MW、400MW, 并且由于海外 EPC 占比提升, 公司 EPC 毛利率逐年稳步提升。

3) 由于组件胶膜市场结构已较为稳定, 因此谨慎预估公司的胶膜出货量随下游市场扩大而稳定增加, 并且毛利率相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 5：分项目盈利预测

百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计						
营业收入	7016.8	11451.8	9752.2	14366.0	18612.5	20840.0
yoy	33.4%	63.2%	-14.8%	47.3%	29.6%	12.0%
营业成本	5574.0	9513.6	7986.1	11816.0	15183.6	16892.4
毛利率	20.6%	16.9%	18.1%	17.8%	18.4%	18.9%
太阳能电池组件						
收入	4,029.87	7,201.15	6,935.05	11,900.00	15,500.00	17,400.00
yoy(%)	2.13%	78.69%	-3.70%	51.40%	37.14%	25.00%
销售量 (MW)	1343.2	2806.45	3350.08	7000	10000	12,000.00
组件每 W 单价 (元/W)	3.00	2.57	2.07	1.7	1.55	1.45
成本	3,339.39	6,262.79	6,015.18	10,055.50	12,942.50	14,442.00
毛利	690.32	938.31	919.59	1,844.50	2,557.50	2,958.00
毛利率(%)	17.1%	13.0%	13.3%	15.5%	16.5%	17.0%
太阳能电池片						
收入	345.88	655.31				
yoy(%)	122.82%	89.46%				
成本	249.14	507.71				
毛利	96.74	85.39				
毛利率(%)	28.0%	13.0%				
太阳能电站 EPC 与转让						
收入	810.3	1273.4	957.4	700.0	1200.0	1,400.00
yoy(%)	2286.7%	57.1%	-24.8%	-26.9%	71.4%	16.7%
成本	716.99	1129.12	806.38	588.0	996.0	1148.0
毛利	93.27	143.89	151.08	112.0	204.0	252.0
毛利率(%)	11.5%	11.3%	15.8%	16.0%	17.0%	18.0%
光伏电池封装胶膜 (EVA 胶膜等)						
收入	668.6	926.0	903.9	966.0	1,012.5	1,040.0
yoy(%)	19%	38%	-2%	7%	5%	3%
出货量 (亿平方米)	1.1	1.4	1.3	1.4	1.5	1.60
每平方米单价(元/平方米)	6.13	6.81	6.75	6.90	6.75	6.5
成本	466.6	760.5	735.8	782.5	820.1	842.4
毛利	202.0	165.5	168.1	183.5	192.4	197.6
毛利率(%)	30.2%	17.9%	18.6%	19.0%	19.0%	19.0%
光伏电站电费收入						
收入		305.66	473.68	600.00	700.00	800.00
yoy(%)		0.00%	54.97%	26.67%	16.67%	14.29%

百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成本		101.12	0.00	210.00	245.00	280.00
毛利		204.49	306.94	390.00	455.00	520.00
毛利率(%)		66.9%	64.8%	65.0%	65.0%	65.0%
其他业务						
收入	1,162.13	1,090.33	482.10	200.00	200.00	200
yoy(%)	106.15%	-6.18%	-55.78%	-58.51%	0.00%	0.00%
成本	801.83	752.44	428.75	180.00	180.00	180.00
毛利	360.30	337.89	53.35	20.00	20.00	20.00
毛利率(%)	31.0%	31.0%	11.1%	10%	10%	10%

数据来源：公司公告，西南证券

可比公司估值：公司是光伏板块的优质标的，可比公司选取了目前 A 股光伏板块涉足电池、组件的优秀标的。截至 2019 年 10 月 27 日，可比公司对应 2019 年平均 PE 为 16.77 倍，高于东方日升的对应估值。我们认为，东方日升是全球化的光伏电池+组件+电站一体化公司，市占率有望稳步提升，应享受高于行业平均水平的估值。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 1.03、1.25、1.55 元，对应 PE 分别为 12X、10X 和 8X，低于光伏板块平均估值水平，给予 19 年 16X 估值，对应目标价 16.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值情况 (2019/10/27)

证券代码	证券简称	EPS (元)			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
601012.SH	隆基股份	0.92	1.28	1.66	19.03	18.18	13.99
600438.SH	通威股份	0.52	0.79	1.01	15.92	16.26	12.74
300393.SZ	中来股份	0.52	0.77	1.46	28.90	15.88	8.42
平均值					21.28	16.77	11.72
300118.SZ	东方日升	0.26	1.03	1.25	48	12	10

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

海外光伏市场或不及预期风险；电池片扩产或不及预期的风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9752.17	14366.00	18612.50	20840.00	净利润	228.30	908.08	1108.49	1372.87
营业成本	7986.08	11815.96	15183.63	16892.40	折旧与摊销	343.48	696.55	696.55	696.55
营业税金及附加	52.40	67.50	88.69	143.80	财务费用	66.78	248.68	295.38	285.02
销售费用	455.87	545.91	651.44	687.72	资产减值损失	268.93	40.00	40.00	40.00
管理费用	394.56	976.89	1023.69	1146.20	经营营运资本变动	-114.18	-3446.90	-891.32	-755.36
财务费用	66.78	248.68	295.38	285.02	其他	-661.47	-68.18	-75.24	-54.56
资产减值损失	268.93	40.00	40.00	40.00	经营活动现金流净额	131.85	-1621.77	1173.87	1584.52
投资收益	-22.23	50.00	50.00	50.00	资本支出	-2986.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-46.97	-22.83	-27.21	-29.04	其他	-19.72	204.62	22.79	20.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3005.88	204.62	22.79	20.96
营业利润	274.79	698.23	1352.46	1665.82	短期借款	1071.20	1722.10	-291.77	-872.06
其他非经营损益	-11.85	382.81	-32.83	-31.45	长期借款	-484.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	262.95	1081.04	1319.63	1634.37	股权融资	0.08	0.00	0.00	0.00
所得税	34.64	172.97	211.14	261.50	支付股利	-90.43	-46.47	-184.85	-225.65
净利润	228.30	908.08	1108.49	1372.87	其他	221.91	-935.42	-295.38	-285.02
少数股东损益	-4.07	-16.18	-19.75	-24.45	筹资活动现金流净额	718.21	740.21	-772.01	-1382.72
归属母公司股东净利润	232.37	924.25	1128.24	1397.32	现金流量净额	-2127.50	-676.95	424.65	222.75
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2113.55	1436.60	1861.25	2084.00	成长能力				
应收和预付款项	5087.32	9672.49	12163.92	13800.68	销售收入增长率	-14.84%	47.31%	29.56%	11.97%
存货	1187.10	1764.82	2284.38	2535.30	营业利润增长率	-65.11%	154.09%	93.70%	23.17%
其他流动资产	770.13	873.08	1131.16	1266.53	净利润增长率	-66.83%	297.75%	22.07%	23.85%
长期股权投资	25.04	25.04	25.04	25.04	EBITDA 增长率	-39.00%	139.90%	42.65%	12.92%
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	7184.55	6542.07	5899.59	5257.12	毛利率	18.11%	17.75%	18.42%	18.94%
无形资产和开发支出	814.85	764.76	714.67	664.58	三费率	9.41%	12.33%	10.59%	10.17%
其他非流动资产	1599.00	1595.02	1591.03	1587.05	净利率	2.34%	6.32%	5.96%	6.59%
资产总计	18781.54	22673.88	25671.05	27220.30	ROE	2.72%	9.75%	10.83%	12.06%
短期借款	2449.50	4171.60	3879.83	3007.77	ROA	1.22%	4.00%	4.32%	5.04%
应付和预收款项	5244.68	6960.56	9080.08	10229.46	ROIC	3.96%	7.51%	11.06%	12.63%
长期借款	297.10	297.10	297.10	297.10	EBITDA/销售收入	7.02%	11.44%	12.60%	12.70%
其他负债	2387.29	1930.20	2175.97	2300.67	营运能力				
负债合计	10378.57	13359.46	15432.98	15835.00	总资产周转率	0.55	0.69	0.77	0.79
股本	904.30	907.24	907.24	907.24	固定资产周转率	1.93	2.45	3.57	4.56
资本公积	5098.62	5095.68	5095.68	5095.68	应收账款周转率	3.01	3.35	3.38	3.11
留存收益	1625.66	2503.44	3446.83	4618.50	存货周转率	6.71	7.93	7.47	6.99
归属母公司股东权益	7431.09	8358.72	9302.10	10473.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.10%	—	—	—
少数股东权益	971.89	955.71	935.97	911.51	资本结构				
股东权益合计	8402.97	9314.43	10238.07	11385.29	资产负债率	55.26%	58.92%	60.12%	58.17%
负债和股东权益合计	18781.54	22673.88	25671.05	27220.30	带息债务/总负债	26.46%	33.45%	27.06%	20.87%
					流动比率	1.02	1.15	1.24	1.36
					速动比率	0.88	1.00	1.08	1.19
					股利支付率	38.92%	5.03%	16.38%	16.15%
					每股指标				
					每股收益	0.26	1.03	1.25	1.55
					每股净资产	8.24	9.27	10.32	11.62
					每股经营现金	0.15	-1.80	1.30	1.76
					每股股利	0.10	0.05	0.21	0.25
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	685.06	1643.46	2344.39	2647.39					
PE	48.45	12.18	9.98	8.06					
PB	1.51	1.35	1.21	1.07					
PS	1.15	0.78	0.60	0.54					
EV/EBITDA	16.21	7.79	5.16	4.15					
股息率	0.80%	0.41%	1.64%	2.00%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn