



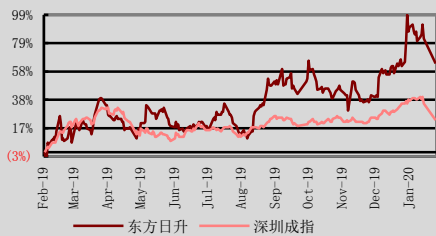
300118.SZ

买入

市场价格：人民币 14.02

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	33.5	45.1	61.9	79.2
相对深证成指	30.5	38.9	48.4	32.6

发行股数(百万)	320
流通股(%)	25
总市值(人民币 百万)	17,037
3个月日均交易额(人民币 百万)	149
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
深圳市富海银涛叁号投资合伙企业(有限)	9

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2020年2月3日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电气设备

沈成

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517030001

李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518070001

东方日升

深耕海外市场，前瞻布局异质结

公司目前已位居光伏组件出口第一梯队，同时积极开拓海外光伏电站，前瞻布局异质结电池技术与产能；首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **光伏组件产能持续扩张：**作为较早进入光伏行业的老牌企业，公司在组件制造环节持续深耕。截至2019年半年末，公司已有光伏组件产能9.1GW，同时仍有江苏金坛、浙江义乌在建电池片、组件产能，预计2019年底、2020年底产能有望分别达到11GW、15GW。
- **发力海外市场，已位居光伏组件出口第一梯队：**随着光伏发电在全球更多的地区达到平价，近两年光伏海外需求景气度持续提升，且后续仍有望保持稳定增长。公司布局海外市场多年，销售区域涵盖欧洲、亚洲、北美洲、南美洲、澳洲等地区，已实现对全球光伏核心区域的全覆盖。2019年公司光伏组件出口量超5GW，排名行业第5位，仅次于晶科、晶澳、阿特斯、天合等传统一线组件企业。
- **开拓海外光伏电站项目：**公司在搭建的组件销售网络框架下，积极介入当地电力建设中。目前公司开拓和运营澳洲及意大利、越南、尼泊尔、哈萨克斯坦等“一带一路”沿线多个国家和地区的海外光伏电站。2019年先后实现越南、孟加拉国、乌克兰等多个国家的光伏电站并网发电，并开工墨西哥、澳大利亚、哈萨克斯坦等多个新电站项目。
- **异质结产能项目开工，喜获25MW组件订单：**公司近年来通过研发储备与积累，目前已经掌握了异质结电池组件的相关制造工艺技术，成功制备出了高效异质结电池组件产品。公司年产2.5GW高效异质结电池与组件生产项目已于2019年8月开工，预计2021年全部投产。近日公司中标白城领跑者项目，斩获25MW异质结组件订单，标志着公司HJT技术已可投入实际应用。

估值

- 预计公司2019-2021年每股收益分别为1.12、1.34、1.60元，对应市盈率分别为12.6、10.5、8.8倍；首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 光伏政策风险；海外市场需求不达预期；光伏产品价格竞争超预期；新技术进展不达预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	11,452	9,752	14,502	17,531	20,522
变动(%)	63	(15)	49	21	17
净利润(人民币 百万)	650	232	1,006	1,204	1,442
全面摊薄每股收益(人民币)	0.721	0.258	1.116	1.336	1.600
变动(%)	(29.1)	(64.2)	332.7	19.7	19.8
全面摊薄市盈率(倍)	19.4	54.4	12.6	10.5	8.8
价格/每股现金流量(倍)	29.7	95.8	12.7	5.1	6.4
每股现金流量(人民币)	0.47	0.15	1.11	2.73	2.21
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.7	17.6	9.3	6.5	5.5
每股股息(人民币)	0.100	0.059	0.223	0.267	0.320
股息率(%)	0.7	0.4	1.6	1.9	2.3

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	11,452	9,752	14,502	17,531	20,522
销售成本	(9,557)	(8,038)	(11,683)	(14,040)	(16,484)
经营费用	(829)	(959)	(1,242)	(1,304)	(1,410)
息税折旧前利润	1,066	755	1,577	2,187	2,629
折旧及摊销	(216)	(343)	(562)	(739)	(903)
经营利润(息税前利润)	850	412	1,015	1,448	1,726
净利息收入/(费用)	(120)	(67)	(164)	(275)	(286)
其他收益/(损失)	42	(82)	308	225	235
税前利润	772	263	1,159	1,398	1,675
所得税	(84)	(35)	(151)	(182)	(218)
少数股东权益	39	(4)	3	12	15
净利润	650	232	1,006	1,204	1,442
核心净利润	648	231	1,043	1,228	1,466
每股收益(人民币)	0.721	0.258	1.116	1.336	1.600
核心每股收益(人民币)	0.719	0.256	1.157	1.362	1.627
每股股息(人民币)	0.100	0.059	0.223	0.267	0.320
收入增长(%)	63	(15)	49	21	17
息税前利润增长(%)	18	(52)	147	43	19
息税折旧前利润增长(%)	21	(29)	109	39	20
每股收益增长(%)	(29)	(64)	333	20	20
核心每股收益增长(%)	(32)	(64)	352	18	19

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	772	263	1,159	1,398	1,675
折旧与摊销	216	343	562	739	903
净利息费用	120	67	164	275	286
运营资本变动	(883)	(905)	303	(120)	426
税金	(45)	(39)	(151)	(182)	(218)
其他经营现金流	247	403	(1,039)	351	(1,082)
经营活动产生的现金流	426	132	998	2,461	1,989
购买固定资产净值	16	349	2,294	1,490	1,537
投资减少/增加	37	(27)	(7)	5	10
其他投资现金流	(1,267)	(3,328)	(4,588)	(2,981)	(3,074)
投资活动产生的现金流	(1,215)	(3,006)	(2,301)	(1,485)	(1,527)
净增权益	(90)	(53)	(201)	(241)	(288)
净增债务	418	361	1,681	(151)	561
支付股息	90	53	201	241	288
其他融资现金流	2,592	357	(170)	(516)	(575)
融资活动产生的现金流	3,010	718	1,510	(667)	(13)
现金变动	2,222	(2,156)	207	309	449
期初现金	1,491	4,496	2,114	2,320	2,630
公司自由现金流	(789)	(2,874)	(1,304)	976	462
权益自由现金流	(251)	(2,446)	541	1,100	1,310

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	4,496	2,114	2,320	2,630	3,078
应收帐款	3,287	4,222	6,945	6,555	9,248
库存	1,163	1,187	2,233	1,877	2,949
其他流动资产	471	318	830	549	1,070
流动资产总计	10,553	9,158	14,202	13,273	18,559
固定资产	4,217	7,205	8,965	9,739	10,379
无形资产	157	506	501	495	490
其他长期资产	865	1,323	1,323	1,323	1,323
长期资产总计	5,239	9,034	10,790	11,558	12,192
总资产	16,511	18,782	25,557	25,380	31,301
应付帐款	4,075	4,585	8,020	7,128	10,657
短期债务	1,378	2,450	4,024	4,026	4,537
其他流动负债	1,924	1,979	2,638	2,527	3,190
流动负债总计	7,378	9,014	14,682	13,682	18,384
长期借款	782	297	403	250	300
其他长期负债	816	1,068	1,068	1,068	1,068
股本	901	901	901	901	901
储备	6,582	6,724	7,529	8,492	9,646
股东权益	7,483	7,626	8,430	9,393	10,547
少数股东权益	57	972	975	987	1,002
总负债及权益	16,511	18,782	25,557	25,380	31,301
每股帐面价值(人民币)	8.30	8.46	9.35	10.42	11.70
每股有形资产(人民币)	8.13	7.90	8.80	9.87	11.16
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.59)	0.70	2.34	1.83	1.95

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.3	7.7	10.9	12.5	12.8
息税前利润率(%)	7.4	4.2	7.0	8.3	8.4
税前利润率(%)	6.7	2.7	8.0	8.0	8.2
净利率(%)	5.7	2.4	6.9	6.9	7.0
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
利息覆盖率(倍)	7.1	6.2	6.2	5.3	6.0
净权益负债率(%)	净现金	7.4	22.4	15.9	15.2
速动比率(倍)	1.3	0.9	0.8	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	19.4	54.4	12.6	10.5	8.8
核心业务市盈率(倍)	19.5	54.8	12.1	10.3	8.6
市净率(倍)	1.7	1.7	1.5	1.3	1.2
价格/现金流(倍)	29.7	95.8	12.7	5.1	6.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.7	17.6	9.3	6.5	5.5
周转率					
存货周转天数	47.8	53.4	53.4	53.4	53.4
应收帐款周转天数	97.9	140.5	140.5	140.5	140.5
应付帐款周转天数	106.0	162.1	158.6	157.7	158.2
回报率					
股息支付率(%)	13.9	22.7	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	11.5	3.1	12.5	13.5	14.5
资产收益率(%)	5.7	2.0	4.0	4.9	5.3
已运用资本收益率(%)	2.0	0.6	2.0	2.1	2.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测