

东方日升（300118）：发力大硅片及异质结，全球布局进入收获期

2020年03月25日

推荐/首次

东方日升 公司报告

报告摘要：

专注于光伏产品的高新企业。东方日升于2006年投产第一条全国产化太阳能电池片整体生产片，经过多年发展已经形成太阳能电池片、组件、EVA胶膜及光伏电站的一体化产业链，凭借持续的技术创新、稳健的财务优势、发达的销售网络，公司组件出货量保持全球领先。根据公司业绩快报，公司2019年实现营收144.12亿元，同比增长47.79%，归母净利润为9.8亿元，同比增长321.62%。

全球光伏平价趋势下，海外业绩有望持续冲高。目前全球市场已进入后补贴时代，2020年国内光伏发电征求意见稿已经发布，国内外光伏装机数有望继续上升。公司近年来海外业务拓展成果颇丰，市占率逐步提升。2019年公司组件出货量5.52GW，出口量为行业第五，全年海外收入有望超过75%。2020年全球光伏市场或受疫情影响，需求延后，但我们仍然看好公司全球销售渠道优势，出货量保持稳定增长。

组件业务稳步增长，积极拓展异质结。公司组件产能2019年达11.1GW，随着后续项目开展，2021年有望达16.5GW。组件出货量排名自2017年进入前十以来，逐年上升，2019年稳居第七，随着后续组件产能的提升，排名有望进一步上升。公司率先推出210高效组件产品，功率达到500W，已经获得下游订单，高效组件进一步降本增效，组件销量和品牌地位将会得到进一步提升。公司还积极拓展异质结，抢占行业先机。根据公司公告，年产2.5GW高效异质结电池组件项目已于2019年8月开工，预计2020年上半年项目一期落地，竞争力进一步增强。

盈利预测：我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为9.83、11.97、15.39亿元，对应当前股本下EPS分别为1.09元、1.33元和1.71元，对应当前股价PE值为11.52倍、9.46倍和7.36倍。看好公司全球化销售渠道及在大硅片和异质结率先布局，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：光伏全球装机不及预期，竞争加剧导致产品价格大幅下降的风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	11,451.	9,752.1	14,416.	18,588.	23,597.
增长率（%）	63.21%	-14.84%	47.82%	28.94%	26.95%
净利润（百万元）	650	232	983	1197	1539
增长率（%）	-5.67%	-64.24%	323.17%	21.75%	28.51%
基本每股收益（元）	0.78	0.26	1.09	1.33	1.71
PE	16.12	48.35	11.52	9.46	7.36

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主要从事的业务包括太阳能电池片、组件、新材料、光伏电站及储能、智能灯具、新能源金融服务等业务，公司光伏组件业务处于光伏行业全球领先地位。公司在全球范围内设立分子公司，构建起全球化的销售网络，公司产品远销欧美、南非和东南亚等50多个国家和地区。

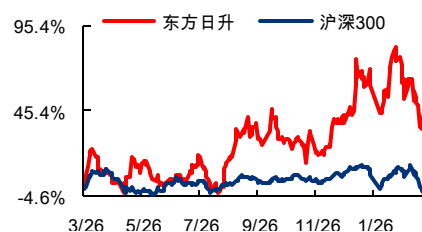
未来3-6个月重大事项提示：

2019年年报预计于2020-03-30披露。

交易数据

52周股价区间（元）	12.5-9.99
总市值（亿元）	112.67
流通市值（亿元）	86.97
总股本/流通A股（万股）	90136/69577
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.77

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070001

分析师：李远山

010-66554024

liysh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519040001

研究助理：张阳

010-66554033

zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

目录

1.1、专注于光伏产品的高新企业	3
2.2、全球光伏平价趋势下，海外业绩有望持续冲高	6
3.2.1 全球光伏空间巨大，疫情或带来短期影响	6
4.2.2 公司全球化布局助力海外市场快速增长	7
5.2.3 组件业务稳步增长，引领行业进入 5.0 时代	8
6.3、积极拓展异质结，抢占行业先机	10
7.4、盈利预测与估值	13
8.5、风险提示	14

插图目录

图 1:东方日升发展历程	3
图 2: 公司营业收入变动趋势	3
图 3: 公司归母净利润变动趋势	3
图 4:公司毛利率、净利率及费用率	4
图 5:公司营收构成(亿元)	4
图 6: 公司 2019 年 H1 收入构成	5
图 7: 公司组件毛利率及营收	5
图 8: 公司 EVA 胶膜营收及毛利率	5
图 9: 公司 EVA 胶膜产量及销量	5
图 10:公司研发支出	6
图 11:彭博社 2020 年全球光伏需求预测	7
图 12:全球、我国光伏新增装机容量及同比增长	错误!未定义书签。
图 13: 公司国内外收入结构	8
图 14: 2019 年光伏组件制造商出口情况	8
图 15:2018-2019 前十大中国组件出口厂家 (MW)	错误!未定义书签。
图 16: 公司组件产能 (GW)	8
图 17: 公司组件销量 (GW)	8
图 18: 2018 年组件市占率	9
图 19: 2019 年 H1 组件市占率	9
图 20:HIT 电池效率提升趋势 (以汉能为例)	11
图 21:公司异质结组件优势	11
图 22 不同类型电池工序对比	12

1. 专注于光伏产品的高新技术企业

公司主要从事太阳能电池片、太阳能电池组件以及太阳能灯具等太阳能光伏产品的研发、生产和销售的高新技术企业，是我国重要的太阳能光伏应用产品专业供应商。公司是国内较早从事太阳能应用产品开发的生产企业之一。此外，公司主营业务还有电站开发与运营、光伏 EVA 胶膜。2020 年公司发布全球首款 500W 高效组件，并在 3 月 18 日获得下游订单，正式引领光伏行业进入 5.0 时代。

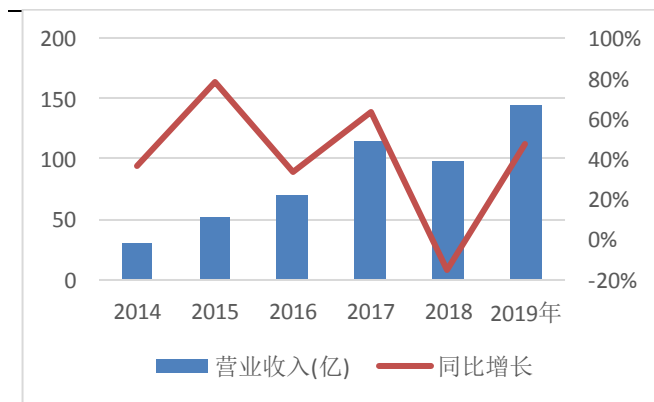
图 1:东方日升发展历程



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

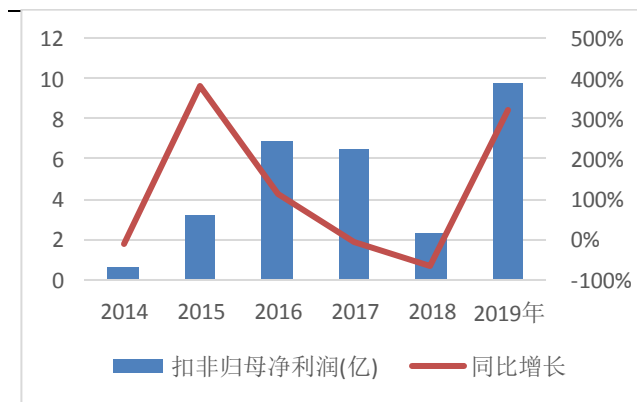
营收进入高速发展通道，净利润营收创新高。在 531 光伏政策影响下，2018 年公司营收出现负增长。公司 2018 年实现营收和归母净利润分别为 97.52 亿元、2.32 亿元，同比分别下降 14.84%、64.24%。2019 年公司营收净利润恢复高速增长，根据公司业绩快报，公司 2019 年实现营收 144.12 亿元，同比增长 47.79%，归母净利润为 9.791 亿元，同比增长 321.62%。公司毛利率净利率回升，2019 年 Q1-Q3 毛利率达到 20.04%，净利率达到 8.04%。公司销售和管理费用基本波动不大，管理费用近两年增长幅度较大主要源于研发支出的增加。

图 2：公司营业收入变动趋势



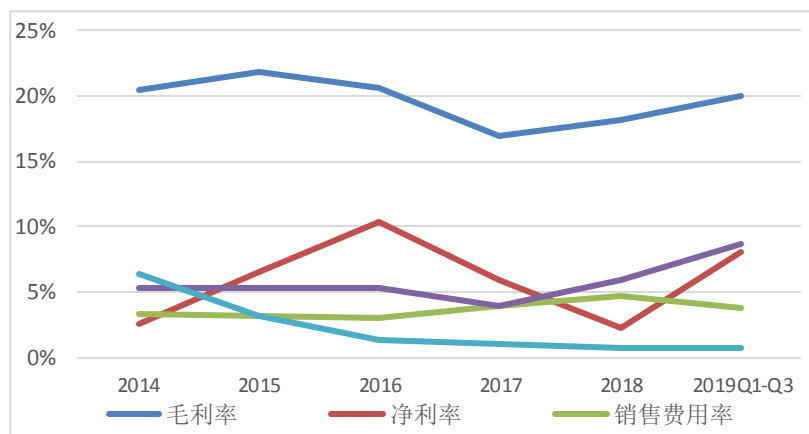
资料来源：wind，公司财报，东兴证券研究所

图 3：公司归母净利润变动趋势



资料来源：wind，公司财报，东兴证券研究所

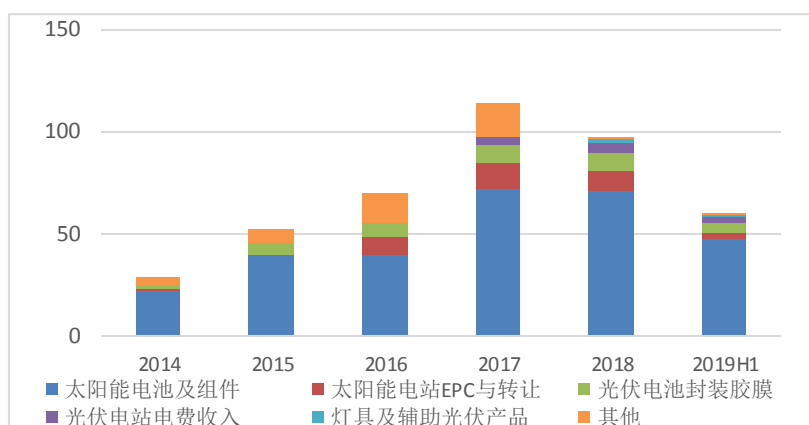
图 4:公司毛利率、净利率及费用率



资料来源：WIND，东兴证券研究所

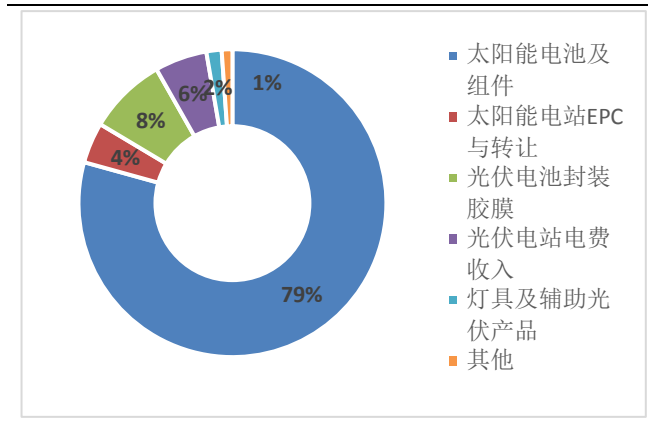
组件业务为公司主要收入来源。根据 2019 年半年报，组件收入 48.02 亿元，在收入中占比 79.29%，同比增加 42.57%。太阳能电站业务与电费收入也逐年递增，电费收入 2017 年和 2018 年保持高毛利，分别到达 66.92%、64.79%，随着下游电站的建设，有望带来更多毛利。此外子公司的胶膜业务每年贡献稳定收入与利润，2019 年 H1 实现营业收入 4.64 亿元，占比 8.22%。

图 5:公司营收构成(亿元)

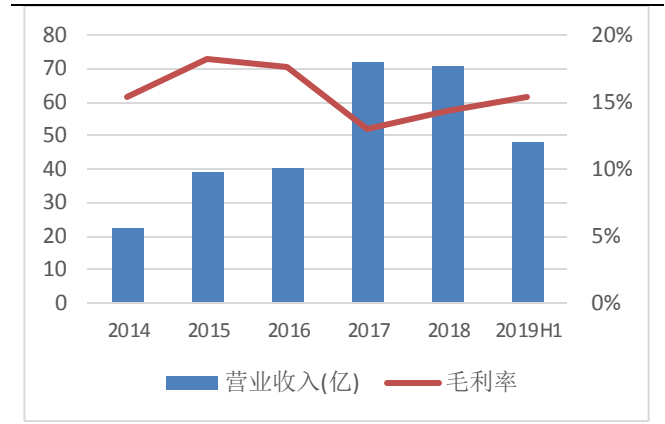


资料来源：WIND，东兴证券研究所

组件毛利率稳步提升。公司组件营收 2019 年有望超过 2017 年峰值，2019 年 H1 已到 48.02 亿元，毛利率至 2017 年起稳步提升，由 2017 年 13.03% 升至 2019 年 H1 的 15.35%。随着公司高功率组件的量产出货，2020 年的组件营收毛利将进一步增长。

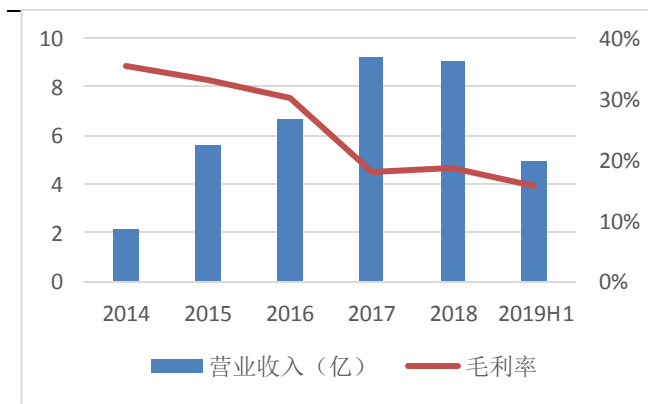
图 6：公司 2019 年 H1 收入构成


资料来源：WIND，东兴证券研究所

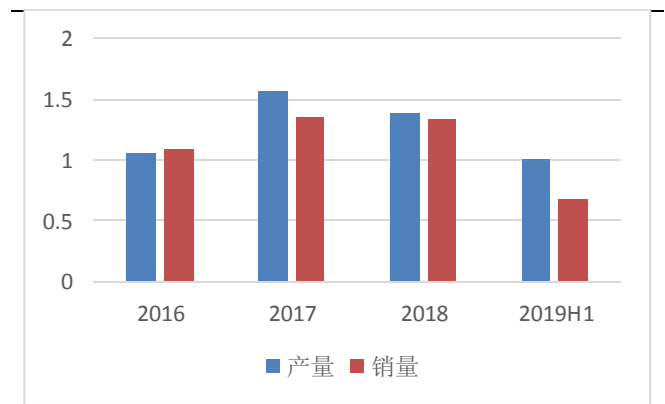
图 7：公司组件毛利率及营收


资料来源：WIND，东兴证券研究所

EVA 胶膜业务稳定，保证组件高质量原材料来源。子公司斯威克核心技术团队通过多年的研发攻关，成功研制出抗 PID 型 EVA 胶膜、白色 EVA 胶膜、聚烯烃 PO 胶膜等产品，通过了 UL、CQC 等多项国际认证，应用客户已覆盖国内外多数主要组件生产厂商，例如晶澳、晶科、隆基等组件领先行业。斯威克 2019 年 H1 产能为 2.3 亿平方米，其中 20%-30%自用，保证原材料高质量自供。近年来，受光伏 EVA 胶膜价格下降影响，公司毛利率下降。

图 8：公司 EVA 胶膜营收及毛利率


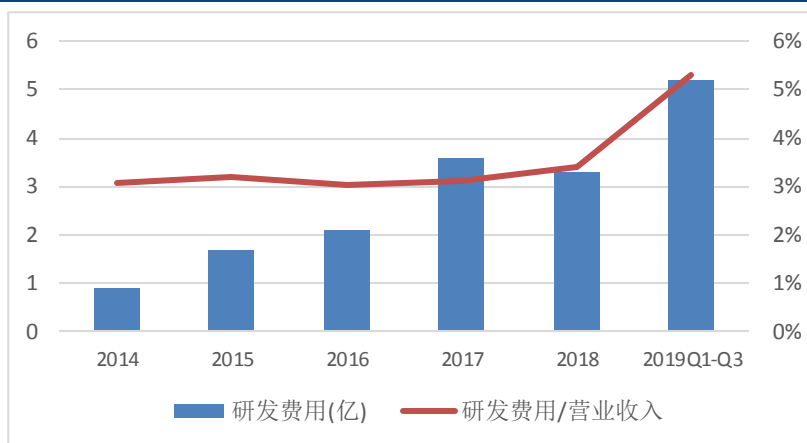
资料来源：wind，公司财报，东兴证券研究所

图 9：公司 EVA 胶膜产量及销量


资料来源：wind，公司财报，东兴证券研究所

公司保持高研发投入，拥有领先技术优势。公司设立浙江省企业博士后工作站，2018 年，公司与美国麻省理工学院(MIT)产业联盟达成合作。公司拥有多项自主知识产权专利技术和技术攻关成果，目前已掌握转换效率超过 23%的高效电池量产技术，包括 PERC 电池、TOPCON 电池和异质结电池组件等相关技术，以及半片、拼片、叠瓦和超薄双面玻璃、高反背板等多项新型组件技术。东方日升近年来加大研发支出投入，2019 年研发投入占比创历年新高，2019 年 Q1-Q3 研发投入 5.19 亿，主要是积极布局异质结项目。

图 10:公司研发支出



资料来源：WIND，东兴证券研究所

2. 全球光伏平价趋势下，海外业绩有望持续冲高

2.1 全球光伏空间巨大，疫情或带来短期影响

全球光伏市场空间巨大。欧盟的《可再生能源指令》要求欧盟范围内到 2020、2030 年年实现可再生能源在能源消费中占比分别达到至少 20%、32%，而据 ETIPPV 研究分析，光伏发电是欧洲目前最便宜的电力形式，是可再生能源发电的首选，各国均对光伏发展给予政策支持。

表 1:各国光伏装机政策支持

国家/地区	建筑工程
欧盟	原版《可再生能源指令》(RED2009/28/EC)要求欧盟范围内到 2020 年实现可再生能源在能源消费中占比达到至少 20%，新版《可再生能源指令》(RED2018/2001/EU)要求这一比例在 2030 年达到至少 32%。
美国	美国 ITC 政策颁布于 2006 年，获得 ITC 支持的太阳能项目可享受最高 30% 的税收抵免优惠，这一政策原定于 2016 年底到期。2015 年美国国会同意延长 ITC 的适用年限，但 2020、2021 年的抵免额度参数分别降至 26%、22%；2022 年，户用抵免额度降至 0，商用抵免额度参数永久性降至 10%。
印度	2020 年 2 月，印度财政部 2020 年拟为印度新能源和可再生能源部拨款 30 亿美元，同比增加 8.1 亿美元，增速达 10.62%，其中有逾 3.5 亿美元的款项拟用于太阳能发电项目的开发建设，拨款数额最高。
西班牙	2019 年 2 月，西班牙批准了国家能源和气候综合计划 2021-2030，计划到 2030 年将西班牙的可再生能源装机提高到 120GW，且主要来自风电和光伏，光伏装机目标达 37GW。
德国	2019 年 10 月 9 日，德国总理安格拉·默克尔批准了一项气候计划，设定了 2030 年光伏装机量达到 98GW 的目标。

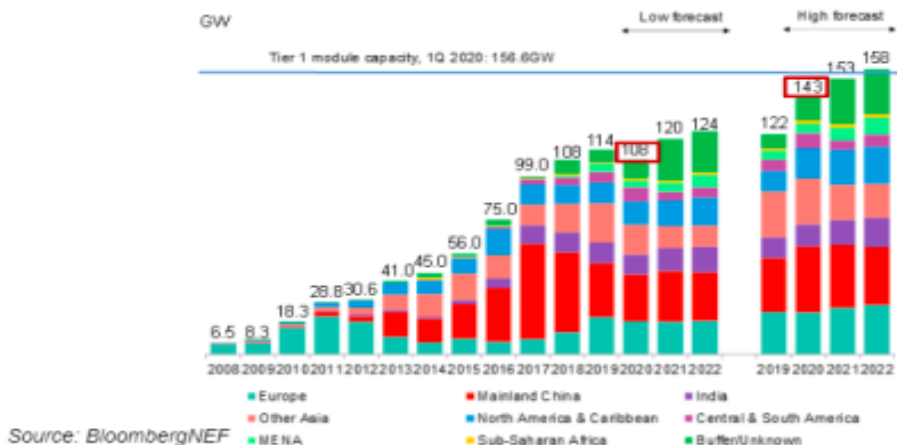
资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

疫情或影响 2020 年全球新增装机量。2019 年全球新增光伏装机量 121.35GW，2019 年全球累计 610GW。2019 年全球 GW 级市场达到 16 个，而 2016-2018 年 GW 级国家分别为 7 个、9 个、13 个。根据彭博新能源预测，受疫情影响，2020 年全球光伏需求总量为 108GW-143GW，较之前预测 121-154GW 有所下调。我们认为受疫情影响，2020 年全球光伏会呈现先淡后热的情况。从中国的情况

来看，一季度末国内产业链基本完成复工复产，供给端影响基本消除，后续还要关注需求的表现。我们认为疫情对光伏的影响是短期且有限的，全球新能源的发展的大趋势不会改变。

图 11: 彭博社 2020 年全球光伏需求预测

Global PV new build, history and forecast 全球光伏单年新增装机，历史与预测



资料来源：PVInfoLink，东兴证券研究所

2020 年国内政策向好，国内光伏装机数有望增加。我国光伏在经历了 2018 年的 531 新政的洗礼后，光伏度电成本持续下降，全产业链价格出现大幅度下调。近 10 年来，光伏组件成本从约 40 元/W 降至 2 元/W 以内，降幅在 90% 以上。2019 年我国光伏新增装机达 30.1GW，同比下降 32%，光伏累积装机达 204.3GW。国家能源局 2020 年 3 月 10 日正式发布《关于 2020 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，光伏补贴额度 15 亿，国内光伏装机将逐步递增。中国光伏协会预测到 2025 年，我国光伏年新增装机有望达到 65-80GW，较 2019 年的新增规模有望翻倍。

2.2 公司全球化布局助力海外市场快速增长

海外市场快速增长，2020 年 2 月出口量跃居第二。随着全球光伏平价时代的到来，公司近年来着力拓展海外业务，加上早期海外销售网络建设，国外收入占比逐年攀升，2019 年 H1 海外收入占比达 66.89%，全年海外收入有望超过 75%。东方日升 2019 年全年组件出货 7GW 以上，进军全球前五。据海关出口数据，东方日升 2019 年组件出口量 5.52GW，占全年组件总出货量的 78%；2020 年 2 月总出口量 0.35GW，表现抢眼，首次跃居第二，作为一家主攻海外市场的光伏企业，东方日升在一线光伏企业中名列前茅。

2020 年 3 月 17 日，公司在上海同全球多式联运服务的领军者之一 DBSchenker 德铁信可(全球国际货运)签署战略合作备忘录，双方将依托各自在市场、物流、供应链管理上的优势，建立深层次的战略合作。公司将借助德铁信可的全球服务网络，快速获悉海外疫情的具体情况，及时调整疫情期的物流方案，保障海外订单的交付。

图 13：2020 年 2 月光伏组件出口情况

图 14：2019 年光伏组件制造商出口情况



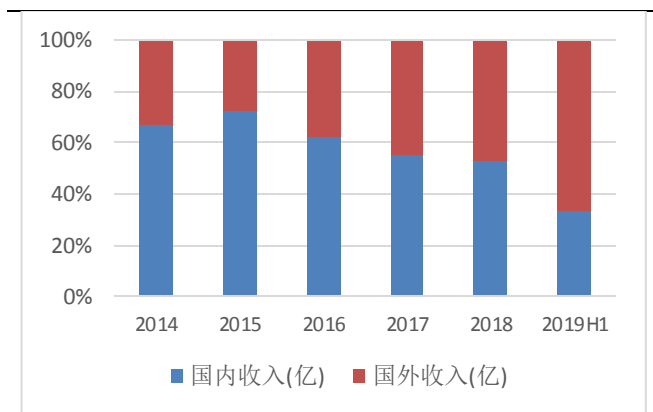
资料来源: 智新咨询, 东兴证券研究所



资料来源: PVInfoLink, 东兴证券研究所

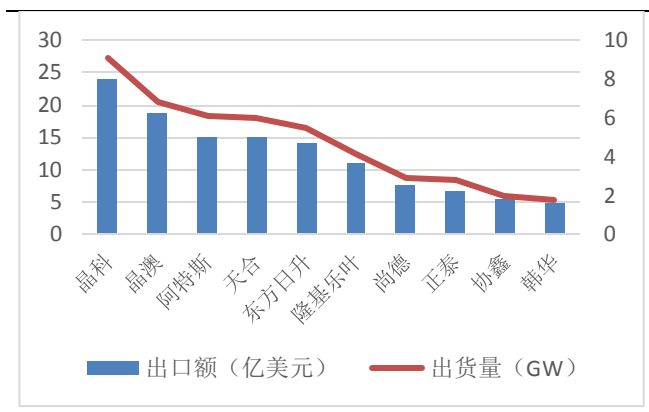
2019 年东方日升在澳大利亚建设了近 300MW 电站项目, 哈萨克斯坦 90MW, 越南、东南亚均有电站建设项目。在欧洲市场, 东方日升 2019 上半年出货排名位居第二, 占比超过 10%; 在亚洲的印度市场, 东方日升更是成功跻身印度 2019 组件出货量前三。此外, 东方日升还作为唯一一家中国光伏企业入围澳大利亚前十项目开发商。

图 13: 公司国内外收入结构



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 14: 2018-2019 前十大中国组件出口厂家 (MW)



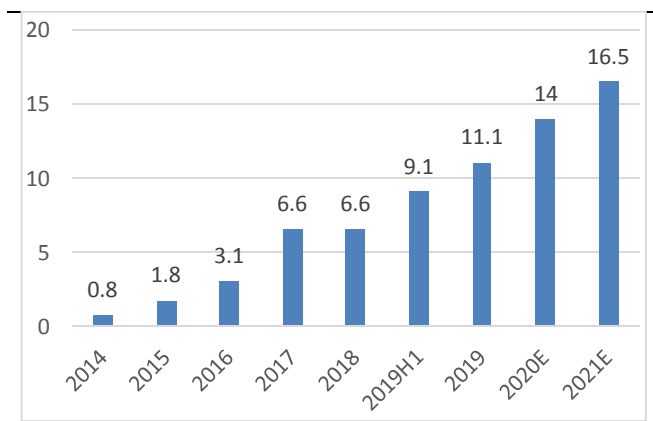
资料来源: 智新咨询, 东兴证券研究所

2.3 组件业务稳步增长, 引领行业进入 5.0 时代

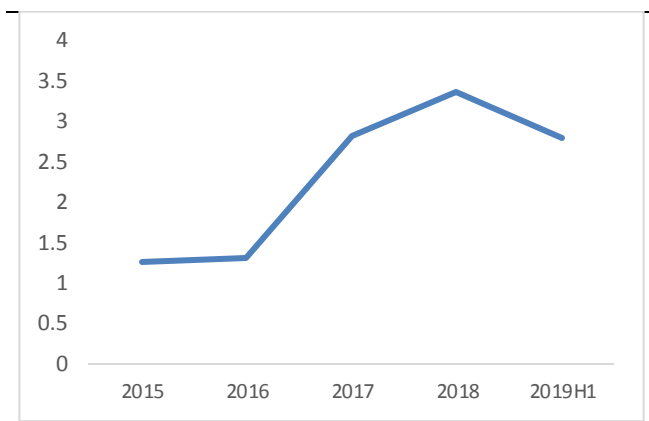
组件产能持续扩张, 销量随之增长。根据 2019 年半年报, 公司光伏组件年产能可为 9.1GW, 产能分布于浙江宁波、江苏金坛、河南洛阳、内蒙古乌海、墨西哥等生产基地。公司“江苏金坛 5GW 高效单多晶光伏电池、组件制造基地”二期 2GW 高效电池、组件项目已于 2019 年 6 月份陆续投入生产, 2019 年底产能达 11.1GW。此外, “义乌 5GW 高效单多晶组件制造基地”一期工程的高效组件项目将按既定计划投产, “年产 2.5GW 异质结高效太阳能电池与组件生产基地”正在有序推进中。随着项目持续投建, 预计 2020、2021 年产能分别达 14GW、16.5GW。公司组件销量也随之增加, 2018 年销量为 3.35GW, 同比增长 19.22%, 2019 年 H1 销量 2.78GW。

图 16: 公司组件产能 (GW)

图 17: 公司组件销量 (GW)



资料来源：WIND，公司公告，东兴证券研究所



资料来源：WIND，东兴证券研究所

组件出货量排名、市占率逐年上升。随着产能及销量的增长，公司在组件行业地位逐步提升，自 2017 年进入出货量前十以来，排名逐年上升，2019 年，东方日升出货量实现 7GW，位居行业第七，与第六的差距由 0.7GW 缩小至 0.3GW，差距越来越小。市占率由 2018 年 5.3% 上升至 2019 年 H1 的 6.21%。随着后续高功率组件产能的推出，排名及市占率有望继续上升。

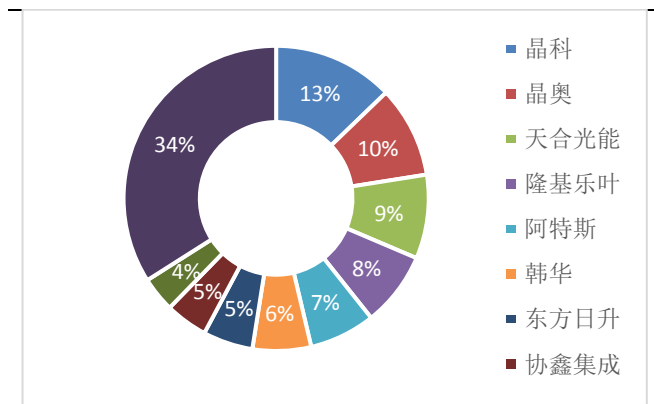
表 2:2017-2018 年组件出货量

公司名称	2017	2018	2019
晶科	9.7	11.4	14.2
晶奥	7.5	8.8	10.3
天合光能	9.1	8.1	9.7
隆基乐叶	4.4	7.2	9
阿特斯	6.85	7.1	8.5
韩华	5.4	5.5	7.3
东方日升	2.5	4.8	7
FirstSolar	2.6	2.7	5.5
协鑫集成	4.6	4.1	4.8
顺丰光电	2.5	3.3	4

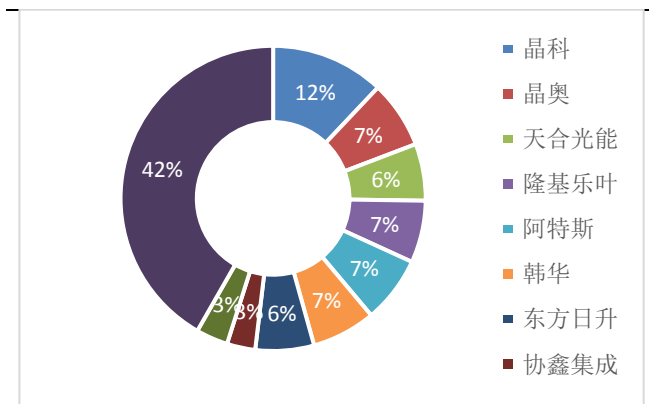
资料来源：GlobalData，东兴证券研究所

图 18：2018 年组件市占率

图 19：2019 年 H1 组件市占率



资料来源：GlobalData，东兴证券研究所



资料来源：GlobalData，东兴证券研究所

高功率组件 TITAN 进一步降本增效。随着平价上网时代的到来，光伏企业对生产成本下降的需求愈发迫切。公司于 3 月 12 日新推出的全球首款 500W+ 光伏组件，有望给产业链带来新方向，该款组件依托 G12 大尺寸硅片，产能可提升 30%，LCOE 可下降 6%，BOS 成本降低 9.6%。目前公司已完成 EC 主证的 TÜV，CGC 认证，其他市场相关认证陆续开展，并且已规划 3GW 产能，2 季度可实现量产，3 季度做到大规模出货，TITAN 的推出进一步巩固公司组件业务行业地位，加码增长全球出货量。3 月 18 日，达成世界上第一个 500W 高效组件订单，将为马来西亚 TOKAI 公司提供 210mm 大尺寸硅片的高效率组件。

表 3:G12 与其他产品对比

	G12VSM2	G12VSG1	G12VSM6
产能提高	30%	20%	10%
功率提升	120W	85W	50W
组件成本降低	9.80%	9.50%	6.70%
BOS 成本降低		3.38%	1.60%
LCOE 降低		6.67%	4.91%

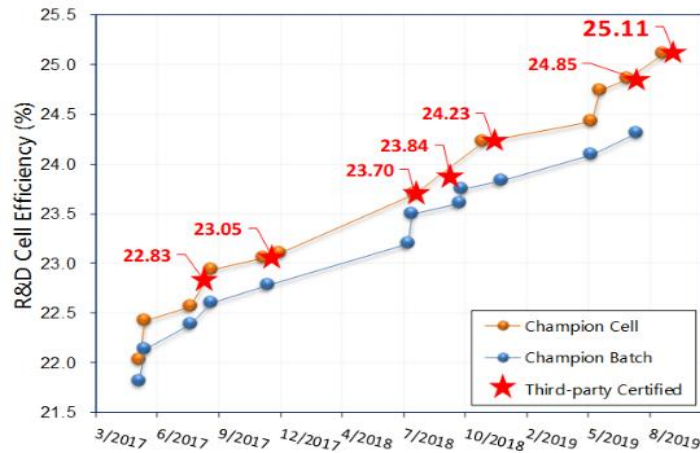
注：G12-210mm 方单晶 M6-166mm 圆角单晶 G1-158.75mm 方单晶 M2-156.75 圆角单晶

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 积极拓展异质结，抢占行业先机

HIT 电池效率稳步提升，有望成为未来主流产品。HIT 电池是极具竞争力的下一代太阳能电池技术，拥有更高的转换效率，工艺流程简单，提效潜力与降本空间大。2017 年-2019 年 HIT 电池转换效率稳步提升，未来潜力巨大。此外 HIT 电池独特的正背面对称结构，是双面电池的极佳选择，据索比光伏网报道，HIT 双面率（指电池背面效率与正面效率之比）有望达到 95% 以上，充分利用地表反射光带来更多的发电增益。

图 20:HIT 电池效率提升趋势（以汉能为例）



资料来源：汉能控股官网，东兴证券研究所引用

主流 PERC 电池片的转换效率约在 21.5%-22.5%，一些头部企业有望突破 22.5%，但是从目前的实验室数据来看，PERC 电池片转换效率极限约在 24%左右。而目前 HJT 电池已经实现的大规模量产中，转换效率在 23%-24%之间，明显高于传统电池，实验室效率可达到 26%以上。

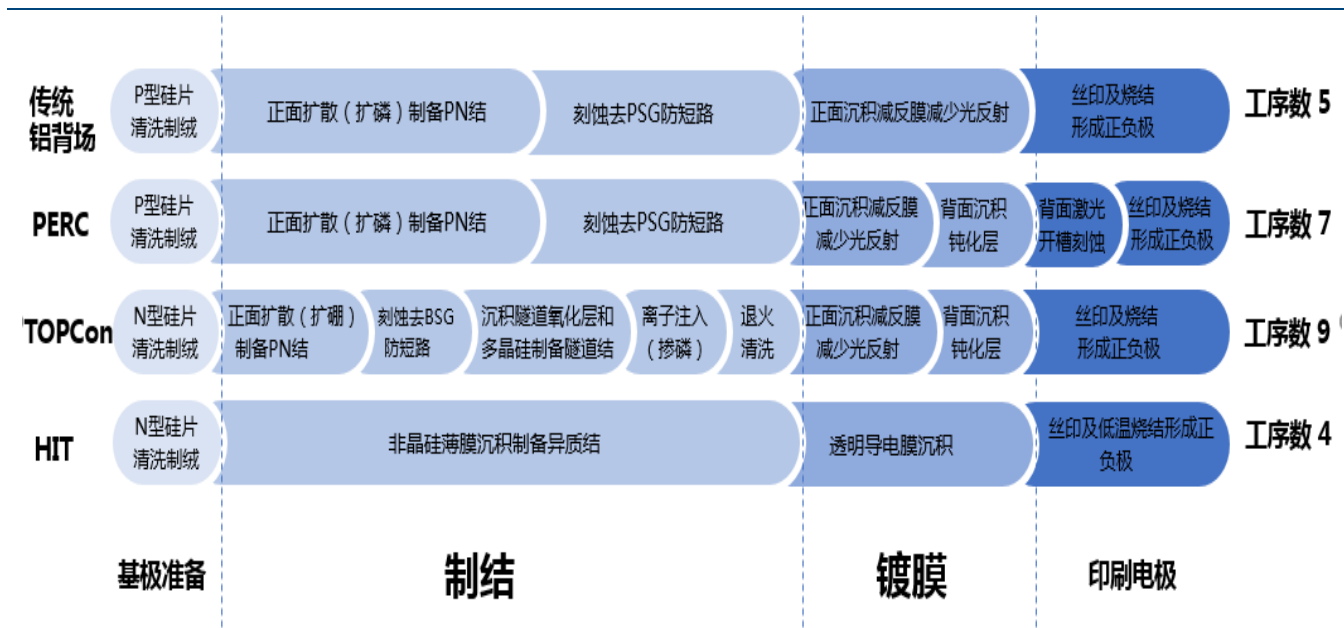
图 21:公司异质结组件优势



资料来源：公开信息，东兴证券研究所

工序简单易控成本。另外在工序方面，通过对比可以清楚地发现，从传统电池到 PERC 到 TOPCON，都是小踏步式地提升电池效率，一步步地在原有的基础上对进行某一方面升级改良，工序不断增加复杂。而 HIT 则是通过全新的生产过程，其薄膜沉积也区别于 PERC 电池，可以实现低温工艺，工艺上易于控制、成本上也可减少生产中的热能消耗降低生产成本，而且减少对基极硅片的热损伤。而在工艺水平包括清洁度、精细度等虽要求严格但工序简单，仅有 4 步，在规模化量产时优势明显，通常情况下，工序数量越少说明越简单也更易控制，良品率也会随之提升，人工成本随之下降。

图 22 不同类型电池工序对比



资料来源：PVInfoLink，东兴证券研究所

HJT 在未来两年成本有望快速下降。目前全球产能约 4GW，在建 10GW 左右。对 PERC 电池和 HJT 电池对应的度电成本进行测算，在 2021 年 HJT 电池片度电成本将低于 PERC 电池片，经济性提升，竞争力提升，有望成为未来市场主流产品。

表 4：PERC 与 HIT 项目成本预测

	PERC					HIT				
年度	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
电池效率%	21.85%	22.20%	22.40%	22.60%	22.70%	23.10%	23.50%	24.00%	24.50%	25.00%
硅片面积 cm ²	244	245	246	247	247	244	244	244	244	244
电池功率 W/片	5.33	5.44	5.51	5.58	5.61	5.64	5.73	5.86	5.98	6.10
CTM 损失	2.80%	2.80%	2.80%	2.80%	2.80%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
60 型组件功率 W	311	317	321	326	327	338	344	351	358	366
电池成本元/W	0.95	0.88	0.82	0.77	0.73	1.25	0.98	0.79	0.73	0.69
组件价格元/W	2.1	1.95	1.82	1.7	1.61	2.8	2.18	1.75	1.62	1.53
BOS 成本元/W	2.00	1.94	1.89	1.85	1.81	1.85	1.78	1.72	1.67	1.63
项目成本元/W	4.10	3.89	3.71	3.55	3.42	4.65	3.96	3.47	3.29	3.16

资料来源：solarzoom，东兴证券研究所

布局异质结，抢占行业先机。据光伏们统计发现，国内已有 10 多家企业参与到异质结电池研发、生产中，规划总产能已超过 20GW，这些规划产能大多在未来 2-3 年内落地。公司近年来针对异质结电池组件的相关设备、工艺、材料所做的技术储备与积累，目前公司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，光伏高效电池、组件的产能将得到进一步增强。2019 年 8 月 19 日，年产 2.5GW 高效异质结电池与组件项目开工，预计 2020 年上半年项目一期落地。

表 5:国内 HJT 产能布局

企业	现有产能	规划产能	效率
晋能科技	100MW	1GW	平均 23.85%，最高 24.73%
通威股份		2GW	第一片超高效 HIT 已在 2019 年 6 月成功下线，电池片转换效率达 23%
钧石能源	600MW		产线平均效率为 23%，在建的新产线效率将超过 25%
彩虹集团		2GW	
爱康科技		5GW	
山煤国际&钧石能源		10GW	
东方日升		2.5GW	超过 23%
汉能控股	600MW		刷新世界纪录，转换效率达 25.11%
中智电力	160MW	1GW	23%
晋锐能源		5GW	采用钧石能源技术方案和核心设备，规划项目量产效率可达 25%

资料来源：光伏们，东兴证券研究所

4. 盈利预测与估值

根据公司扩产计划，考虑到公司核心竞争力，我们预计公司 2019-2021 年组件产能为 11.1GW、14GW、16.5GW，公司产能利用率将逐步提高，出货量分别为 5.39GW、7.02GW、8.54GW。组件价格假设每年小幅下降，由于公司继续保持一体化产业布局，成本控制能力强，并且公司率先推出 500W 高效组件，假设未来产品毛利率将稳定在 16%左右。

表 6:公司组件盈利预测

组件	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
产能 (GW)	6.6	9.1	11.1	14	16.5
销量 (GW)	3.35	2.78	7	10	14
利用率	2.4	2.0	2.0	1.8	1.7
单价 (元/W) 不含税	2.15	1.73	1.73	1.60	1.49
收入 (亿元)	72.0	48.1	121.1	160.9	209.5
毛利率	14.3%	15.4%	15.6%	15.5%	15.5%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

根据公司公告，我们预计公司 2019-2021 年 EVA 产能将稳定在 2.3 亿平方米，公司产能利用率将逐步提高，出货量分别为 1.32 亿平方米、1.4 亿平方米、1.5 亿平方米。EVA 胶膜价格假设每年小幅下降，未来全球范围内光伏新增装机量也将保持上升趋势。

表 7:公司 EVA 胶膜盈利预测

EVA 胶膜	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
产能（亿平方米）	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
销量（亿平方米）	1.34	0.68	1.32	1.4	1.5
单价（元/平方米）不含税	6.75	7.32	7.2	7.14	7
收入（亿元）	9.04	4.98	9.5	10	10.5
毛利率	18.60%	15.59%	18%	18%	18%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 9.83、11.97、15.39 亿元，对应当前股本下 EPS 分别为 1.09 元、1.33 元和 1.71 元，对应当前股价 PE 值为 11.52 倍、9.46 倍和 7.36 倍。看好公司全球化销售渠道及在大硅片和异质结率先布局，首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

- 1.全球光伏新增装机量不及预期的风险；
- 2.政策波动的风险；
- 3.市场竞争加剧，导致产品价格大幅下降的风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	10553	9158	13004	16467	20624	营业收入	11452	9752	14416	18589	23598
货币资金	4496	2114	3124	4029	5114	营业成本	9514	7986	11767	15250	19433
应收账款	2696	3781	5589	7207	9149	营业税金及附加	43	52	78	100	127
其他应收款	563	547	809	1043	1324	营业费用	455	456	620	799	1015
预付款项	471	318	318	318	318	管理费用	455	395	533	688	873
存货	1163	1187	1749	2267	2889	财务费用	120	67	101	130	165
其他流动资产	481	585	585	585	585	资产减值损失	135.35	268.93	202.14	235.53	218.84
非流动资产合计	5958	9623	8952	8329	7669	公允价值变动收	0.00	-46.97	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	21	25	25	25	25	投资净收益	41.85	-22.23	9.81	-6.21	1.80
固定资产	3950	6179	6538	5964	5349	营业利润	788	275	1125	1379	1767
无形资产	157	506	456	410	369	营业外收入	38.24	4.00	21.12	12.56	16.84
其他非流动资产	133	558	558	558	558	营业外支出	53.71	15.84	15.84	15.84	15.84
资产总计	16511	18782	21956	24796	28294	利润总额	772	263	1130	1376	1768
流动负债合计	7378	9014	10625	12866	15594	所得税	84	35	147	179	230
短期借款	1378	2450	1939	2193	2536	净利润	688	228	983	1197	1539
应付账款	2097	2572	3737	4844	6172	少数股东损益	39	-4	0	0	0
预收款项	601	486	486	486	486	归属母公司净利	650	232	983	1197	1539
一年内到期的非流	962	737	737	737	737	EBITDA	1259	1167	1923	2209	2629
非流动负债合计	1598	1365	1365	1365	1365	EPS（元）	0.78	0.26	1.09	1.33	1.71
长期借款	782	297	297	297	297	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	8976	10379	11989	14231	16959	成长能力					
少数股东权益	57	972	972	972	972	营业收入增长	63.21%	-14.84%	47.82%	28.94%	26.95%
实收资本（或股本）	905	904	901	901	901	营业利润增长	11.96%	-65.11%	309.39%	22.62%	28.13%
资本公积	5098	5099	5976	5976	5976	归属于母公司净	-5.67%	-64.24%	323.17%	21.75%	28.51%
未分配利润	1343	1485	1544	1616	1708	获利能力					
归属母公司股东权	7478	7431	8995	9594	10363	毛利率(%)	16.92%	18.11%	18.38%	17.96%	17.65%
负债和所有者权益	16511	18782	21956	24796	28294	净利率(%)	6.01%	2.34%	6.82%	6.44%	6.52%
现金流量表						总资产净利润(%)	1.89%	3.94%	1.24%	4.48%	4.83%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	8.69%	3.13%	10.93%	12.48%	14.85%
经营活动现金流	426	132	1254	1698	1932	偿债能力					
净利润	688	228	983	1197	1539	资产负债率(%)	54%	55%	55%	57%	60%
折旧摊销	352.32	825.71	0.00	653.81	655.61	流动比率	1.43	1.02	1.22	1.28	1.32
财务费用	120	67	101	130	165	速动比率	1.27	0.88	1.06	1.10	1.14
应收账款减少	0	0	-1808	-1618	-1942	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.87	0.55	0.71	0.80	0.89
投资活动现金流	-1215	-3006	-215	-322	-257	应收账款周转率	4.36	3.01	3.08	2.91	2.89
公允价值变动收益	0	-47	0	0	0	应付账款周转率	6.50	4.18	4.57	4.33	4.28
长期股权投资减少	0	0	-30	0	0	每股指标（元）					
投资收益	42	-22	10	-6	2	每股收益(最新摊	0.78	0.26	1.09	1.33	1.71
筹资活动现金流	3010	718	-28	-472	-590	每股净现金流(最	2.46	-2.38	1.12	1.00	1.20
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	8.27	8.22	9.98	10.64	11.50
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	228	0	-3	0	0	P/E	16.12	48.35	11.52	9.46	7.36
资本公积增加	2936	0	878	0	0	P/B	1.52	1.53	1.26	1.18	1.09
现金净增加额	2222	-2156	1011	904	1086	EV/EBITDA	7.94	10.91	5.81	4.77	3.72

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：郑丹丹

郑丹丹，华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015 “慧眼识券商” 分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018 “天眼” 中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版与 2017 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

分析师：李远山

李远山，西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

研究助理简介

研究助理：张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事电力设备新能源行业研究。

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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。