

东方日升（300118）：上游涨价冲击短期盈利，关注三方面改善

——一年季报点评

2021年04月29日

推荐/维持

东方日升

公司报告

财报要点：2020年，公司营业收入同比增长11.52%至160.63亿元（太阳能电池及组件业务占比73.33%）；归母净利润同比下降83.02%至1.65亿元。2021年Q1营业收入同比增长11.44%至38.54亿元；归母净利润同比下降68.28%至0.559亿元。我们认为，硅片等上游环节涨价对短期盈利冲击较大，20年Q4综合毛利率仅-1.69%；由于市场供需关系改善，21年Q1公司组件售价有所回升，综合毛利率恢复至9.44%，仍同比下降11.39个百分点。

多维度提高综合竞争力。结合披露，我们认为，光伏新技术研发与产业化推进，叠加高效电池和上游硅料产能“短板”补齐，将多维度助力公司提高竞争力，利好主业长期发展。建议关注公司基本面三大改善：

1）积极研制更具竞争力的产品，主业积极扩产。年报披露，公司基于210mm大硅片推出了低电压、高组串功率的TITAN系列600W+光伏组件；已掌握转换效率高达24.55%的高效HJT（异质结）电池量产技术。滁州年产5GW高效电池组件项目21年4月已陆续安装设备、调试，我们预计Q2投产。公司21年3月29日公告，将于金坛新建N型高效电池及组件产线，电池效率不低于24%。我们认为，新技术产业化将有助增强公司市场竞争力。

2）延伸业务链条，硅料新获长单。2020年年报披露，公司收购聚光硅业位于内蒙古巴彦淖尔的多晶硅资产后，一期1.2万吨产能已于21年1月点火复产，预计5月实现标准满产运行。公司4月12日公告与上机数控全资子公司弘元新材签订《战略合作协议》，2021-2024年将向该客户销售5万吨（2021年0.65万吨）多晶硅，为硅料新业务发展提供重要订单支持。

3）海外产能“补短板”，马来西亚年产3GW高效电池组件项目有序推进。公司出口比例较高，2019、2020年境外收入占比分别为61.7%、67.6%。我们认为，海外建厂有助缩短对部分区域的供货半径，提高服务响应速度。

盈利预测：我们预计，公司2021-2023年归母净利润分别为2.91亿元、4.82亿元和6.34亿元，对应当前股本下EPS 0.32元、0.53元和0.70元，对应2021.4.28收盘价39.6倍、23.9倍和18.2倍P/E。维持“推荐”评级。

风险提示：光伏市场发展或不达预期；公司业务发展与成本管控或低预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,404.25	16,063.49	21,997.02	26,897.01	33,131.93
增长率（%）	47.70%	11.52%	36.94%	22.28%	23.18%
归母净利润（百万元）	973.65	165.34	291.10	481.71	633.91
增长率（%）	319.01%	-83.02%	76.06%	65.48%	31.59%
净资产收益率（%）	12.42%	1.98%	3.47%	5.76%	7.46%
每股收益（元）	1.08	0.18	0.32	0.53	0.70
P/E	11.83	69.67	39.57	23.91	18.17
P/B	1.40	1.36	1.38	1.37	1.34

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

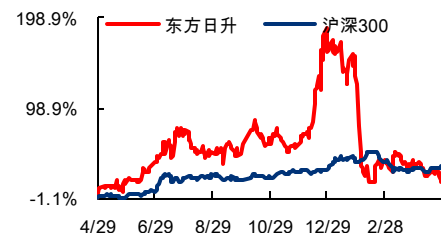
公司简介：

据2020年年报披露，公司已形成太阳能电池制造和深加工、太阳能组件加工、光伏电站建设运营等产业链条。

交易数据

52周股价区间（元）	30.91-10.74
总市值（亿元）	115.19
流通市值（亿元）	80.77
总股本/流通A股（万股）	90,136/63,200
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	6.79

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

研究助理：张阳

010-66554016

zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070043

收入与成本预测

我们对公司 2020-2023 年的收入与毛利率统计与预测，如表 1 所示。

表 1：公司分项业务收入与成本预测（至 2023 年）

业务分项	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	16,063.49	21,997.02	26,897.01	33,131.93
年增速		36.94%	22.28%	23.18%
综合毛利率	13.65%	14.45%	14.83%	14.59%
太阳能组件及电池				
营业收入（百万元）	11,777.73	15,965.00	19,158.00	23,947.50
年增速		35.55%	20.00%	25.00%
毛利率	9.11%	10.60%	11.20%	11.20%
太阳能电站 EPC 与转让				
营业收入（百万元）	971.62	1,420.00	1,675.60	1,926.94
年增速		46.15%	18.00%	15.00%
毛利率		22.50%	22.50%	22.50%
光伏电池封装胶膜（EVA 等）				
营业收入（百万元）	1,783.65	2,025.00	2,430.00	3,037.50
年增速		13.53%	20.00%	25.00%
毛利率	19.27%	19.00%	19.00%	19.00%
光伏电站电费				
营业收入（百万元）	852.89	980.83	1,098.52	1,208.38
年增速		15.00%	12.00%	10.00%
毛利率		45.80%	45.80%	45.80%
灯光及辅助光伏产品				
营业收入（百万元）	427.95	450.00	472.50	496.13
年增速		5.15%	5.00%	5.00%
毛利率		25.00%	25.00%	25.00%
硅料				
营业收入（百万元）		906.19	1,812.39	2,265.49
年增速			100.00%	25.00%
毛利率		18.00%	18.00%	18.00%
其他（含非主营）				
营业收入（百万元）	249.64	250.00	250.00	250.00
年增速		0.14%	0%	0%
毛利率		22.50%	22.50%	22.50%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所预测

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				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E			
货币资金	4,217.68	5,167.82	5,673.44	6,230.63	6,763.69	营业收入	14,404.25	16,063.49	21,997.02	26,897.01	33,131.93									
交易性金融资产	3.40	638.41	475.00	475.00	475.00	营业成本	11,390.70	13,870.09	18,819.40	22,908.88	28,297.62									
应收票据	156.46	154.84	212.04	259.27	319.37	营业税金及附加	71.48	89.15	122.08	149.28	183.88									
应收账款	3,083.65	3,726.83	4,254.34	4,596.31	5,043.54	营业费用	654.85	190.81	261.29	319.50	393.56									
应收款项融资	791.82	665.12	780.00	953.75	1,174.84	管理费用	465.23	511.45	700.37	856.38	1,054.89									
预付款项	261.26	556.66	755.30	919.43	1,135.70	财务费用	130.54	425.35	591.50	723.26	758.39									
其他应收款合计	570.05	482.99	661.39	808.72	996.19	研发费用	767.27	825.54	1,130.48	1,382.30	1,702.73									
存货	1,675.61	1,558.10	2,114.08	2,573.47	3,178.81	加：其他收益	333.85	172.41	236.10	283.31	348.99									
一年内到期非流动资产	104.90	67.25	86.07	76.66	81.36	投资收益	-4.10	91.51	105.24	121.02	139.17									
其他流动资产	1,143.87	1,397.49	1,611.51	1,813.50	2,057.75	公允价值变动收益	49.52	488.95	-105.97	0.00	0.00									
流动资产合计	12,008.69	14,415.51	16,623.16	18,706.73	21,226.25	减：资产及信用减值损失	82.12	377.33	105.00	128.39	158.15									
非流动资产合计	13,600.81	14,507.32	14,366.77	14,430.75	14,495.55	资产处置收益	-85.65	-109.70	0.04	0.00	0.00									
资产总计	25,609.49	28,922.83	30,989.93	33,137.49	35,721.80	营业利润	1,135.6	416.93	502.31	833.37	1,070.8									
短期借款	3,094.30	3,547.36	4,750.00	4,148.68	4,449.34	营业外收入	32.93	53.53	60.00	70.00	75.00									
交易性金融负债	2.41	2.82	2.62	2.72	2.67	营业外支出	39.64	178.29	55.00	63.89	67.47									
应付票据	4,366.19	4,840.02	6,567.10	7,994.14	8,500.00	利润总额	1,128.9	292.17	507.31	839.48	1,078.4									
应付账款	3,591.11	4,195.42	4,200.00	5,112.67	6,500.00	所得税	150.95	55.89	91.32	151.11	172.55									
预收款项	801.34	47.52	45.00	55.02	67.78	净利润	978.03	236.28	415.99	688.38	905.86									
合同负债	0.00	780.84	695.00	737.92	716.46	少数股东损益	4.38	70.93	124.89	206.66	271.96									
应付职工薪酬	79.68	70.29	96.26	117.70	144.98	归属母公司净利润	973.65	165.34	291.10	481.71	633.91									
应交税费	190.73	159.59	218.54	267.22	329.16	主要财务比率														
其他应付款	483.61	155.32	210.75	256.54	316.89															
一年内到期非流动负债	524.92	1,041.47	783.20	783.20	869.29		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E									
其他流动负债	5.40	60.03	32.72	46.37	39.55	成长能力														
流动负债合计	13,139.71	14,900.69	17,601.17	19,522.18	21,936.11	营业收入增速	47.70%	11.52%	36.94%	22.28%	23.18%									
非流动负债合计	3,101.72	4,082.38	3,565.83	3,741.11	3,653.47	营业利润增速	313.29%	-63.29%	20.48%	65.91%	28.50%									
负债合计	16,241.42	18,983.07	21,167.00	23,263.29	25,589.58	归母净利润增速	319.01%	-83.02%	76.06%	65.48%	31.59%									
股本	901.36	901.36	901.36	901.36	901.36	盈利能力														
资本公积	5,090.62	5,212.25	5,212.25	5,212.25	5,212.25	毛利率(%)	20.92%	13.65%	14.45%	14.83%	14.59%									
减：库存股	250.11	250.11	250.11	250.11	250.11	净利率(%)	6.79%	1.47%	1.89%	2.56%	2.73%									
其他综合收益	-28.66	25.20	26.16	26.16	26.16	总资产净利率(%)	4.41%	0.87%	1.39%	2.15%	2.63%									
盈余公积	195.84	195.84	195.84	195.84	195.84	ROE(%)	12.42%	1.98%	3.47%	5.76%	7.46%									
未分配利润	2,339.37	2,358.53	2,258.33	2,301.87	2,521.04	偿债能力														
归母所有者权益合计	8,248.42	8,443.06	8,343.83	8,387.37	8,606.54	资产负债率(%)	63.42%	65.63%	68.30%	70.20%	71.64%									
少数股东权益	1,119.64	1,496.70	1,479.11	1,486.83	1,525.68	流动比率	0.91	0.97	0.94	0.96	0.97									
所有者权益合计	9,368.07	9,939.76	9,822.94	9,874.20	10,132.22	速动比率	0.79	0.86	0.82	0.83	0.82									
负债和所有者权益总计	25,609.49	28,922.83	30,989.93	33,137.49	35,721.80	营运能力														
现金流量表						单位：百万元														
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产周转率	0.65	0.59	0.73	0.84	0.96									
经营活动现金流入小计	18,229.03	16,002.29	21,913.20	26,794.53	33,005.69	应收账款周转率	4.20	4.72	5.51	6.08	6.87									
经营活动现金流出小计	15,619.77	15,315.87	20,774.36	25,292.94	31,227.03	应付账款周转率	3.70	3.56	4.48	4.92	4.87									
经营活动产生净现金流	2,609.27	686.41	1,138.85	1,501.59	1,778.66	每股指标(元)														
投资活动产生净现金流	-951.99	-1,076.35	-1,068.10	-1,027.80	-1,078.93	每股收益(摊薄)	1.08	0.18	0.32	0.53	0.70									
筹资活动产生净现金流	-1,095.54	1,718.42	6.61	622.51	314.56	每股净现金流(摊薄)	0.63	1.40	0.09	1.22	1.13									
汇率变动影响	10.14	-66.68	0.00	0.00	0.00	每股净资产(摊薄)	9.15	9.37	9.26	9.31	9.55									
现金及等价物净增加额	571.87	1,261.79	77.35	1,096.29	1,014.29	估值比率														
期初现金及等价物余额	793.89	1,365.76	2,627.55	2,704.91	3,801.20	P/E	11.83	69.67	39.57	23.91	18.17									
期末现金及等价物余额	1,365.76	2,627.55	2,704.91	3,801.20	4,815.49	P/B	1.40	1.36	1.38	1.37	1.34									
						EV/EBITDA	6.62	9.18	7.82	5.82	5.34									

注：表中“资产及信用减值损失”项目，损失为正。

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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，2020 年 12 月起担任制造组组长。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、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

研究助理简介

张阳

北京科技大学材料科学与工程专业学士，中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

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、未来也将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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526