

2021年10月22日

证券研究报告·2021年三季度点评

东方日升 (300118) 电气设备

持有 (维持)

当前价: 19.40 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

资产转让持续推进，业绩拐点将至

投资要点

- 业绩总结:** 2021年第三季度公司实现营收 46.50 亿元，同比增长 46.01%；实现归母净利润 4.45 亿元，同比增长 47.22%；实现扣非净利润-0.33 亿元，同比下降 155.65%；EPS 0.51 元。
- 受原辅材料涨价和相关业务转让影响，三季度盈利能力下降。** 公司主营光伏组件业务盈利受上游硅料价格持续上涨、三季度玻璃和胶膜等辅材价格上涨等因素影响，产能利用率偏低，盈利能力下降。另一方面，报告期内公司出售毛利较好的部分光伏电站业务以及斯威克控制权，进一步影响盈利能力。从综合毛利率来看，公司三季度毛利率降至 6.32%，较二季度下降 2pp，盈利持续承压。三季度公司费用率环比有所下降，其中管理费用率下降 0.43pp 至 3.85%，财务费用率下降约 1.3pp 至 2.01%，在一定程度上带来扣非净利润亏损环比减少。
- 剥离非核心业务，回笼现金聚焦组件主业，非经常性损益增加。** 前三季度公司非经常性损益为 5.85 亿元，其中三季度高达 4.78 亿元。主要源于公司拟以 3.55 亿元转让持有的九九久 12.76% 股权；拟将持有的斯威克 1.47 亿股股份作价 18 亿元转让给深圳燃气相关方；并以 5.79 亿元转让三家光伏发电项目公司股权，上述股权转让持续推进中。公司资产出售后，回笼资金用于推进马来西亚 3GW 电池组件项目、义乌 5GW 电池组件项目，聚焦组件制造主业，建设高效产能。
- 四季度硅料产能陆续投放，硅料价格有望松动缓解原材料成本压力；同时自产电池配套比例提升，新产线大尺寸产品出货占比提升，业绩有望迎来拐点。** 四季度通威、大全等硅料新产能陆续投放和爬坡，硅料供给瓶颈有望逐渐改善，后续价格预期有所松动，缓解下游成本压力。2021年下半年以来，公司现有需交付订单均是原材料价格维持高位时所签订，订单价格有较大幅度提升。随着马来 3GW 电池组件产能的释放，公司电池自供比例将有所提升。新产线大尺寸产品有助于公司降低非硅成本，进一步提升成本竞争力。随着产品交付均价的提升及成本端进一步优化，预计公司将迎来业绩拐点。
- 盈利预测与投资建议。** 在上半年业绩亏损的情况下，公司积极调整战略，剥离非核心业务，回笼现金聚焦组件制造主业。下半年随着高价订单开始交付和新产能投放，公司有望迎来业绩拐点。预计未来三年公司归母净利润复合增速为 111.66%，维持“持有”评级。
- 风险提示:** 全球光伏装机不及预期的风险；公司产能未能如期释放的风险；原材料价格持续上涨，公司盈利能力下降的风险；汇率变动的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	16063.49	20573.18	25492.00	30135.20
增长率	11.52%	28.07%	23.91%	18.21%
归属母公司净利润 (百万元)	165.34	1083.46	1125.69	1567.90
增长率	-83.02%	555.29%	3.90%	39.28%
每股收益 EPS (元)	0.18	1.20	1.25	1.74
净资产收益率 ROE	2.38%	13.55%	2.55%	15.10%
PE	114	17	17	12
PB	2.23	1.99	1.82	1.61

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨

执业证号: S1250520100002

电话: 021-58351923

邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨

执业证号: S1250521080001

电话: 021-58351917

邮箱: ayc@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)	8.99
52 周内股价区间(元)	12.21-30.91
总市值(亿元)	174.86
总资产(亿元)	314.54
每股净资产(元)	9.88

相关研究

1. 东方日升(300118):回笼现金聚焦主业,下半年有望迎业绩拐点 (2021-08-31)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16063.49	20573.18	25492.00	30135.20	净利润	236.28	1548.29	1608.63	2240.55
营业成本	13870.09	17995.77	21746.80	25432.08	折旧与摊销	888.58	729.42	781.89	801.89
营业税金及附加	89.15	114.18	141.48	167.25	财务费用	425.35	189.47	157.59	173.73
销售费用	190.81	216.02	229.43	271.22	资产减值损失	-59.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	511.45	1748.72	1784.44	1958.79	经营营运资本变动	-199.27	983.67	143.95	419.42
财务费用	425.35	189.47	157.59	173.73	其他	-605.34	-1572.47	-461.30	-455.02
资产减值损失	-59.18	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	686.41	1878.37	2230.77	3180.57
投资收益	91.51	1230.00	70.00	80.00	资本支出	-1150.57	-600.00	-400.00	-100.00
公允价值变动损益	488.95	342.47	391.30	375.02	其他	74.22	1639.72	461.30	455.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1076.35	1039.72	61.30	355.02
营业利润	416.93	1881.49	1893.55	2587.16	短期借款	453.06	-3547.36	0.00	0.00
其他非经营损益	-124.76	6.66	-1.05	-11.81	长期借款	739.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	292.17	1888.16	1892.51	2575.35	股权融资	121.63	0.00	0.00	0.00
所得税	55.89	339.87	283.88	334.80	支付股利	0.00	-33.07	-216.69	-225.14
净利润	236.28	1548.29	1608.63	2240.55	其他	404.45	-1256.14	-157.59	-173.73
少数股东损益	70.93	464.83	482.94	672.66	筹资活动现金流净额	1718.42	-4836.57	-374.29	-398.86
归属母公司股东净利润	165.34	1083.46	1125.69	1567.90	现金流量净额	1261.79	-1918.49	1917.78	3136.73
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5167.82	3249.34	5167.12	8303.85	成长能力				
应收和预付款项	4921.32	6150.37	7667.68	9028.53	销售收入增长率	11.52%	28.07%	23.91%	18.21%
存货	1558.10	2044.58	2486.88	2921.44	营业利润增长率	-63.29%	351.27%	0.64%	36.63%
其他流动资产	2768.27	2428.24	2856.17	3260.12	净利润增长率	-75.84%	555.29%	3.90%	39.28%
长期股权投资	389.87	389.87	389.87	389.87	EBITDA 增长率	-6.41%	61.79%	1.17%	25.76%
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	12080.79	12037.85	11742.44	11127.03	毛利率	13.65%	12.53%	14.69%	15.61%
无形资产和开发支出	1023.03	950.30	877.58	804.86	三费率	7.02%	10.47%	8.52%	7.98%
其他非流动资产	1013.64	999.88	986.12	972.36	净利率	1.47%	7.53%	6.31%	7.44%
资产总计	28922.83	28250.43	32173.87	36808.06	ROE	2.38%	13.55%	12.55%	15.10%
短期借款	3547.36	0.00	0.00	0.00	ROA	0.82%	5.48%	5.00%	6.09%
应付和预收款项	9312.84	12455.20	14927.69	17488.50	ROIC	6.74%	16.35%	17.34%	24.71%
长期借款	1715.99	1715.99	1715.99	1715.99	EBITDA/销售收入	10.78%	13.61%	11.11%	11.82%
其他负债	4406.88	2649.46	2708.47	2766.43	营运能力				
负债合计	18983.07	16820.65	19352.15	21970.92	总资产周转率	0.59	0.72	0.84	0.87
股本	901.36	900.92	900.92	900.92	固定资产周转率	1.70	1.84	2.19	2.66
资本公积	5212.25	5212.69	5212.69	5212.69	应收账款周转率	4.72	4.91	4.87	4.76
留存收益	2554.36	3604.76	4513.76	5856.52	存货周转率	8.33	9.58	9.28	9.14
归属母公司股东权益	8443.06	9468.26	10377.25	11720.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.70%	—	—	—
少数股东权益	1496.70	1961.52	2444.47	3117.12	资本结构				
股东权益合计	9939.76	11429.78	12821.72	14837.14	资产负债率	65.63%	59.54%	60.15%	59.69%
负债和股东权益合计	28922.83	28250.43	32173.87	36808.06	带息债务/总负债	27.73%	10.20%	8.87%	7.81%
					流动比率	0.97	1.09	1.19	1.31
					速动比率	0.86	0.93	1.03	1.15
					股利支付率	0.00%	3.05%	19.25%	14.36%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	1730.86	2800.38	2833.04	3562.78	每股收益	0.18	1.20	1.25	1.74
PE	114.10	17.41	16.76	12.03	每股净资产	9.37	10.50	11.51	13.00
PB	2.23	1.99	1.82	1.61	每股经营现金	0.76	2.08	2.47	3.53
PS	1.17	0.92	0.74	0.63	每股股利	0.00	0.04	0.24	0.25
EV/EBITDA	10.68	5.65	4.90	3.02					
股息率	0.00%	0.18%	1.15%	1.19%					

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yx@swsc.com.cn