

2022年04月28日

证券研究报告·2021年年报及2022年一季度点评

东方日升 (300118) 电力设备

持有 (维持)

当前价: 21.05 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

组件均价提升、硅料贡献收益, Q1 业绩反转

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2021 年实现营业收入 188.31 亿元, 同比增长 17.23%; 实现归母净利润-0.42 亿元, 同比下降 125.59%; 实现扣非归母净利润-6.47 亿元, 同比下降 380.23%。2022 年一季度公司实现营业收入 54.14 亿元, 同比增长 40.46%; 实现归母净利润 2.13 亿元, 同比增长 280.59%。
- **受组件原辅料价格上涨影响, 2021 年扣非净利润同比大幅下降。** 2021 年公司太阳能组件业务实现营业收入 121.30 亿元, 同比增长 5.91%; 组件出货量 8.11GW, 同比增长 7.63%。虽然组件应收、出货均有增长, 但是受到组件交付价格偏低, 硅料、硅片、EVA 胶膜、铝边框等原辅材料价格大幅上涨影响, 以及物流成本大幅上升影响, 组件毛利率仅为 1.71%。公司出售斯威克 52.49% 股权产生投资收益 10.04 亿元, 斯威克剩余股权按公允价值计量产生利得 2.23 亿元。出售电站 867MW, 电站项目公司股权转让产生投资收益 4.90 亿元。此外, 公司计提固定资产减值及存货跌价损失 1.15 亿元, 违约支出、非常损失及火灾损失等计入营业外支出合计 1.61 亿元。
- **22Q1 组件交付价格提升、硅料贡献收益, 业绩反转。** 2022 年一季度, 公司组件交付价格显著提升: 2021 年各季度公司交付组件价格在 1.40~1.63 元/W (不含税) 之间, 2021 年 1 月则提升至 1.80 元/W (不含税) 左右。公司投资的聚光硅业已投入规模化量产, 一季度硅料价格处于高位, 预计对公司业绩有较大贡献。
- **储能业务订单充足, 大规模布局异质结电池量产线。** 公司依托双一力电池产业化平台, 成功开发 Golden Sigma 户外储能系统柜, 2021 年累计全球发货 422MWh。在北美市场相继完成了加州 47MWh 调峰项目、美国北卡 109MWh 调频及辅助服务项目等多个大项目的发货。截止 2022 年一季度, 海外市场项目累积签约量超 1GWh。公司在 N 型 HJT 电池领域有多年技术积累, 已掌握转换效率高达 25.2% 的高效 HJT 电池量产技术, 并拟在宁海投资 5GW N 型超低碳高效异质结电池片与 10GW 高效太阳能组件项目。
- **盈利预测与投资建议。** 2021 年公司受组件交付价格低、原辅材料涨价以及物流成本上升影响, 扣非净利润出现大额亏损。2022 年一季度随着组件销售均价提升, 硅料贡献业绩, 盈利出现明显反转。在储能业务领域发展势头良好, 并大规模投产 HJT 电池产能。预计 2022~2024 年公司归母净利润分别为 11.12、15.19、20.43 亿元, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 光伏需求不及预期, 产能投放进度滞后, 组件盈利波动风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	18830.72	29232.84	33057.55	38744.77
增长率	17.23%	55.24%	13.08%	17.20%
归属母公司净利润 (百万元)	-42.32	1111.59	1519.29	2042.67
增长率	-125.59%	2726.72%	36.68%	34.45%
每股收益 EPS (元)	-0.05	1.23	1.69	2.27
净资产收益率 ROE	-0.16%	10.85%	3.02%	15.12%
PE	-448	17	12	9
PB	2.24	1.98	1.74	1.50

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

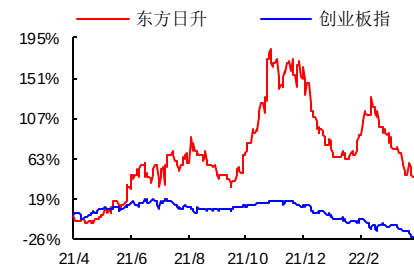
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师

电话: 021-58351679

邮箱: xss@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)	7.02
52 周内股价区间(元)	12.21-37.46
总市值(亿元)	189.74
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): 资产转让持续推进, 业绩拐点将至 (2021-10-24)
2. 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)

关键假设：

假设 1：公司新基地如期投产，组件销量随终端需求增长，2022-2024 年组件销量分别为 14GW、19GW、25GW，组件价格随硅料价格下降有所回落，相应太阳能电池及组件业务收入分别为 229.20 亿、269.03 亿、325.22 亿；

假设 2：光伏电站 EPC 与转让业务保持稳定增长，且随着组件原辅材料价格回落，毛利率有所回升；

假设 3：光伏电站运营业务采取滚动开发、滚动出售模式，整体收入规模及毛利率水平保持稳定

假设 4：硅料业务计入其他口径，随着硅料价格下行，收入及利润水平有所下降。

基于以上假设，我们预测公司 2022~2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
太阳能电池及组件	收入	13209.33	22920.35	26902.65	32522.12
	增速	12.16%	73.52%	17.37%	20.89%
	毛利率	1.13%	10.82%	13.84%	16.21%
光伏电池封装胶膜	收入	1644.70			
	增速	-7.79%			
	毛利率	15.98%			
光伏电站 EPC 与转让	收入	1176.44	1294.08	1423.49	1565.84
	增速	21.08%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	10.12%	12.00%	15.00%	18.00%
光伏电站运营	收入	766.49	800.00	800.00	800.00
	增速	-10.13%	4.37%	0.00%	0.00%
	毛利率	46.16%	46.00%	46.00%	46.00%
其他	收入	956.30	2817.70	2180.53	1755.75
	增速	283.07%	194.65%	-22.61%	-19.48%
	毛利率	14.06%	33.28%	24.79%	20.26%
合计	收入	18830.72	29232.84	33057.55	38744.77
	增速	17.23%	55.24%	13.08%	17.20%
	毛利率	6.61%	14.68%	15.98%	17.56%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18830.72	29232.84	33057.55	38744.77	净利润	-14.90	1161.59	1569.29	2092.67
营业成本	17586.27	24941.32	27775.13	31941.78	折旧与摊销	795.80	845.57	981.16	1084.28
营业税金及附加	50.11	105.95	109.20	232.47	财务费用	625.49	676.53	798.52	996.69
销售费用	228.60	263.10	330.58	464.94	资产减值损失	-114.94	-100.00	-100.00	-100.00
管理费用	1607.19	1929.37	2247.91	2789.62	经营营运资本变动	293.87	-1349.88	-1202.57	-1527.25
财务费用	625.49	676.53	798.52	996.69	其他	-984.28	-50.00	-50.00	-100.00
资产减值损失	-114.94	-100.00	-100.00	-100.00	经营活动现金流净额	601.04	1183.82	1996.40	2446.38
投资收益	1596.11	150.00	150.00	200.00	资本支出	1494.88	-1500.00	-1500.00	-1500.00
公允价值变动损益	104.23	0.00	0.00	0.00	其他	-1998.83	39.41	138.87	229.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-503.95	-1460.59	-1361.13	-1270.29
营业利润	152.39	1366.58	1846.22	2419.27	短期借款	247.65	728.14	74.02	648.15
其他非经营损益	-128.06	0.00	0.00	0.00	长期借款	56.89	1000.00	1000.00	500.00
利润总额	24.33	1366.58	1846.22	2419.27	股权融资	-58.54	0.00	0.00	0.00
所得税	39.24	204.99	276.93	326.60	支付股利	-173.72	8.46	-222.32	-303.86
净利润	-14.90	1161.59	1569.29	2092.67	其他	-663.70	-1400.35	-798.52	-996.69
少数股东损益	27.42	50.00	50.00	50.00	筹资活动现金流净额	-591.41	336.26	53.18	-152.40
归属母公司股东净利润	-42.32	1111.59	1519.29	2042.67	现金流量净额	-551.67	59.48	688.45	1023.70
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5202.43	5261.91	5950.36	6974.06	成长能力				
应收和预付款项	5431.96	5978.94	6773.84	7902.73	销售收入增长率	17.23%	55.24%	13.08%	17.20%
存货	3030.65	3741.20	4166.27	4791.27	营业利润增长率	-63.45%	796.76%	35.10%	31.04%
其他流动资产	1929.73	3205.15	3598.76	4137.77	净利润增长率	-106.31%	7894.72%	35.10%	33.35%
长期股权投资	638.78	638.78	638.78	638.78	EBITDA 增长率	-9.08%	83.56%	25.52%	24.11%
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	10774.83	11518.12	12125.82	12630.41	毛利率	6.61%	14.68%	15.98%	17.56%
无形资产和开发支出	685.67	614.16	542.66	471.15	三费率	13.07%	9.81%	10.22%	10.97%
其他非流动资产	1867.33	1849.97	1832.62	1815.26	净利率	-0.08%	3.97%	4.75%	5.40%
资产总计	29561.38	32808.24	35629.11	39361.43	ROE	-0.16%	10.85%	13.02%	15.12%
短期借款	3795.01	4523.16	4597.18	5245.33	ROA	-0.05%	3.54%	4.40%	5.32%
应付和预收款项	10751.33	12817.01	13160.21	13872.23	ROIC	-4.05%	12.91%	13.53%	15.29%
长期借款	1772.88	2772.88	3772.88	4272.88	EBITDA/销售收入	8.36%	9.88%	10.97%	11.62%
其他负债	3703.83	1990.26	2046.94	2130.27	营运能力				
负债合计	20023.06	22103.31	23577.21	25520.72	总资产周转率	0.64	0.94	0.97	1.03
股本	901.36	901.36	901.36	901.36	固定资产周转率	1.90	2.93	2.93	3.24
资本公积	5153.72	5153.72	5153.72	5153.72	应收账款周转率	5.94	8.72	7.58	7.71
留存收益	2493.52	3613.57	4910.54	6649.35	存货周转率	7.54	7.37	7.03	7.13
归属母公司股东权益	8479.63	9596.24	10893.21	12632.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.15%	—	—	—
少数股东权益	1058.69	1108.69	1158.69	1208.69	资本结构				
股东权益合计	9538.32	10704.93	12051.90	13840.71	资产负债率	67.73%	67.37%	66.17%	64.84%
负债和股东权益合计	29561.38	32808.24	35629.11	39361.43	带息债务/总负债	27.81%	33.01%	35.50%	37.30%
					流动比率	0.93	1.02	1.12	1.20
					速动比率	0.75	0.81	0.89	0.96
					股利支付率	-410.50%	-0.76%	14.63%	14.88%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1573.68	2888.68	3625.90	4500.24	每股收益	-0.05	1.23	1.69	2.27
PE	-448.35	17.07	12.49	9.29	每股净资产	9.41	10.65	12.09	14.01
PB	2.24	1.98	1.74	1.50	每股经营现金	0.67	1.31	2.21	2.71
PS	1.01	0.65	0.57	0.49	每股股利	0.19	-0.01	0.25	0.34
EV/EBITDA	11.58	6.59	5.35	4.35					
股息率	0.92%	—	1.17%	1.60%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn