

东方日升 (300118.SZ)

一体化率持续改善, HJT+储能技术蓄势待发

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,831	29,385	45,996	60,727	73,859
增长率 yoy (%)	17.2	56.0	56.5	32.0	21.6
归母净利润(百万元)	-42	945	1,783	2,439	3,285
增长率 yoy (%)	-125.6	2332.3	88.8	36.8	34.7
ROE (%)	-0.2	9.2	15.0	17.2	18.9
EPS 最新摊薄(元)	-0.04	0.83	1.56	2.14	2.88
P/E (倍)	-669.4	30.0	15.9	11.6	8.6
P/B (倍)	3.3	3.0	2.6	2.1	1.7

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

事件: 2023 年 4 月 27 日公告一季度营业收入 67.77 亿元, 同比增长 25.18%, 归母净利润 3.1 亿元, 同比增长 46.11%。2023 年 4 月 22 日公司披露 2022 年年报, 报告期内公司实现营业收入 293.85 亿元, 同比增加 56.05%; 归属于上市公司股东净利润 9.45 亿元, 同比增长 2332.31%, 扭亏为盈, 业绩表现符合预期。

光伏电池片与组件同步扩产, 一体化率持续改善。公司 2022 年完成组件出货 13.5GW, 其中海外组件销售 8.1GW, 占比 60%, 国内组件销售 5.4GW, 占比 40%, 全年组件毛利率 5.02%、同比回升 3.89%。在产能扩张方面, 公司 2022 年新增马来西亚年产 3GW 高效太阳能电池及组件产能以及内蒙古包头 3GW 组件产能, 截至 2022 年底分别拥有电池片和组件产能 15GW 与 25GW, 电池自供率达到 60%。

HJT 技术路线坚定践行者、产能有序推进。在 N 型电池组件产能布局方面, 公司持续加码研发投入, 通过开发 HJT 电池的双面微晶掺杂层、低银含浆料等技术, 并在中试线验证兼容超大和超薄的 HJT 电池“前切半”技术, 公司已掌握转换效率高达 25.5% 的高效 HJT 电池技术, 公司 4GW 高效异质结 0BB 电池顺利实现首线全线贯通。此外, 公司还在开发新型组件技术及胶膜封装工艺, 目标降低银耗量到 10mg/W 以下, 有效降低电池制备成本。同时稳步推进浙江宁海 5GW 的 N 型超低碳高效异质结电池片与 10GW 高效太阳能组件项目、江苏金坛 4GW 高效太阳能电池片和 6GW 高效组件项目, 以及安徽滁州 10GW 高效太阳能电池项目。预计 2023 年公司将实现异质结电池组件项目的投产。

新增 10GW 硅棒产能、完善上游一体化进度。公司现有 1.2 万吨硅料产能, 2022 年硅料销售 0.88 万, 毛利率 62.98%, 报告期内公司多晶硅料产能基本处于满产状况, 为公司带来较大利润贡献。公司延续一体化格局, 准备投资建源网荷储一体化项目, 包含风电 705MW、光伏 300MW、储能 275MW/1100MWh、拉晶 10GW 硅棒产能, 本项目完善公司组件产业链的同时可把公司掌握的先进光伏与储能技术应用到实践中。

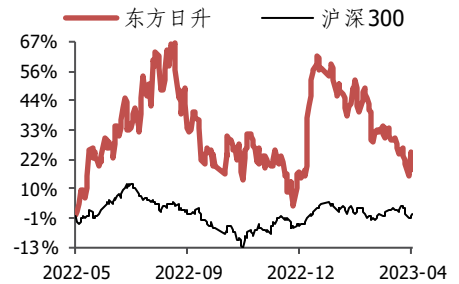
储能业务遍地开花, 未来增长可期。公司现有储能 5GWh 产能, 2022 年全球销量突破吉瓦时, 实现北美、欧洲、国内等全球主要市场多个百兆瓦以上大

增持 (首次评级)

股票信息

行业	电力设备及新能源
2023 年 4 月 28 日收盘价(元)	24.85
总市值(百万元)	28,329.34
流通市值(百万元)	17,211.12
总股本(百万股)	1,140.01
流通股本(百万股)	692.60
近 3 月日均成交额(百万元)	796.31

股价走势



分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

联系人 于振洋

执业证书编号: S1070122080010

邮箱: yuzhenyang@cgws.com

相关研究

项目的签单、出货。公司依托双一力电池产业化平台，依靠由锂离子电池、电力电子、软件、系统集成技术专业资深研究人员组成的科研团队，通过对系统集成技术、BMS 电池管理系统技术、EMS 能量管理系统技术、电力电子技术的研究创新，公司控股子公司双一力（宁波）电池有限公司在手双签订单 1GWh、意向在谈订单量约 3GWh，合计在手订单量约 4GWh。预计 2023 年公司储能业务将会加速提升。

投资建议：预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 459.96 亿元、607.27 亿元和 738.59 亿元，实现归母净利润分别为 17.83 亿元、24.39 亿元、32.85 亿元，同比增长 88.8%、36.8%、34.7%。对应 EPS 分别为 1.56、2.14、2.88，当前股价对应的 PE 倍数分别为 15.9X、11.6X、8.6X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；在建项目进展不及预期；上游原材料价格上涨；HJT 新技术开发不及预期等。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15595	23437	36434	44110	54817
现金	5202	9846	15412	20348	24747
应收票据及应收账款	2668	4024	6451	7379	9441
其他应收款	2152	1395	4157	3173	5742
预付账款	612	591	1293	1195	1831
存货	3031	6402	7944	10837	11877
其他流动资产	1930	1178	1178	1178	1178
非流动资产	13967	14825	24682	32277	37779
长期投资	639	751	955	1183	1376
固定资产	9070	9067	17395	23870	28791
无形资产	686	950	1070	1147	1222
其他非流动资产	3572	4057	5262	6076	6389
资产总计	29561	38262	61117	76387	92596
流动负债	16759	24372	45163	57975	71207
短期借款	3795	4256	16193	26349	31494
应付票据及应付账款	10382	13556	22852	24810	32833
其他流动负债	2581	6560	6118	6816	6880
非流动负债	3264	3490	3928	4038	3790
长期借款	1773	2121	2560	2669	2421
其他非流动负债	1491	1369	1369	1369	1369
负债合计	20023	27862	49091	62012	74997
少数股东权益	1059	1028	1049	1078	1117
股本	901	892	892	892	892
资本公积	5154	5173	5173	5173	5173
留存收益	2494	3376	4411	6373	8788
归属母公司股东权益	8480	9372	10976	13297	16482
负债和股东权益	29561	38262	61117	76387	92596

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	601	3036	5136	5154	9164
净利润	-15	956	1804	2468	3323
折旧摊销	796	1020	1228	1990	2669
财务费用	625	-73	642	1367	1901
投资损失	-1596	-319	-377	-401	-366
营运资金变动	776	658	2209	315	2413
其他经营现金流	15	794	-369	-585	-776
投资活动现金流	-504	-622	-10710	-9184	-7807
资本支出	4046	2107	10881	9356	7978
长期投资	27	-68	-204	-228	-193
其他投资现金流	3515	1554	376	399	364
筹资活动现金流	-591	593	-798	-1189	-2103
短期借款	248	461	11937	10156	5145
长期借款	57	348	438	109	-247
普通股增加	0	-9	0	0	0
资本公积增加	-59	19	0	0	0
其他筹资现金流	-837	-226	-13173	-11454	-7000
现金净增加额	-552	3115	-6371	-5220	-745

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18831	29385	45996	60727	73859
营业成本	17586	26242	39912	52250	63192
营业税金及附加	50	82	169	184	234
销售费用	229	278	513	663	777
管理费用	747	1001	1619	2206	2600
研发费用	860	801	1906	2315	2630
财务费用	625	-73	642	1367	1901
资产和信用减值损失	-115	-257	0	0	0
其他收益	111	129	137	126	131
公允价值变动收益	104	-227	0	0	0
投资净收益	1596	319	377	401	366
资产处置收益	-18	123	-2	-2	-2
营业利润	152	1098	2118	2853	3798
营业外收入	33	26	37	32	32
营业外支出	161	51	130	114	99
利润总额	24	1073	2025	2771	3731
所得税	39	117	221	303	408
净利润	-15	956	1804	2468	3323
少数股东损益	27	11	21	29	39
归属母公司净利润	-42	945	1783	2439	3285
EBITDA	1011	2195	3626	5654	7614
EPS (元/股)	-0.04	0.83	1.56	2.14	2.88

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	17.2	56.0	56.5	32.0	21.6
营业利润 (%)	-63.4	620.8	92.8	34.7	33.1
归属母公司净利润 (%)	-125.6	2332.3	88.8	36.8	34.7
获利能力					
毛利率 (%)	6.6	10.7	13.2	14.0	14.4
净利率 (%)	-0.1	3.3	3.9	4.1	4.5
ROE (%)	-0.2	9.2	15.0	17.2	18.9
ROIC (%)	-0.8	5.9	6.8	7.4	8.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.7	72.8	80.3	81.2	81.0
净负债比率 (%)	21.4	-14.3	40.8	72.5	62.9
流动比率	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	5.9	10.2	10.2	10.2	10.2
应付账款周转率	3.8	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.04	0.83	1.56	2.14	2.88
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.53	2.66	4.51	4.52	8.04
每股净资产 (最新摊薄)	7.44	8.22	9.63	11.66	14.46
估值比率					
P/E	-669.4	30.0	15.9	11.6	8.6
P/B	3.3	3.0	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	24.9	9.9	7.7	5.9	4.5

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686