

东方日升 (300118) \ 电力设备与新能源

业绩符合预期，N型组件和储能推动高增

事件：

2023年4月，公司发布2022年年报，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%，公司业绩表现符合预期。

业绩大幅修复

2022年公司综合毛利率10.69%，同比上升4.09pct。2022年Q1至Q4公司毛利率分别为13.50%/11.53%/10.36%/8.49%，全年净利率为3.25%，同比上升3.33pct。由于2022年公司多晶硅业务维持高盈利水平，储能业务快速发展，公司毛利率、净利率同比均有上升。随着公司N型电池组件和储能产能不断释放，公司未来营收和利润规模有望不断扩大。2022年公司组件实现销售13.5GW，同比增长66.3%，其中海外组件销售量达到8.1GW，公司在巴西、澳洲、智利、波兰、丹麦等新兴市场组件出货实现突破。2023年2月，公司50亿定增成功发行，有望支撑公司光伏储能业务长期增长。

N型电池组件技术行业领先

公司主动拥抱N型时代，未来有望实现HJT、TOPCon双轮驱动。东方日升PERC、TOPCon、HJT转换效率分别达到23.40%、25.00%、25.20%，其中异质结组件转换效率于2023年2月突破23.89%，创全球异质结组件记录。HJT电池方面，公司目前已经具备双面微晶、低损耗、预切半片等技术，量产厚度有望达120μm以下。TOPCon电池方面，公司具备无绕镀掺磷非晶硅沉积工艺和叠层钝化工艺。

N型电池组件产能加速释放

截至2022年底，公司光伏组件产能达25GW，分布于浙江宁波、江苏金坛、浙江义乌、安徽滁州、马来西亚和内蒙古包头等生产基地。异质结方面，我们预计宁海5GW异质结电池及10GW组件项目和江苏金坛4GW异质结电池及6GW组件项目有望于2023年实现投产，TOPCon方面，我们预计安徽滁州10GW的TOPCon高效电池项目有望于2023年实现部分投产，年底N型电池产能有望达15GW。

储能业务增长迅速

公司依托双一力品牌，拥有锂离子电池、电力电子、软件、系统集成技术等专业资深研发人员组成的科研团队，2022年公司储能系统全球销量突破1GWh，实现北美、欧洲、国内等全球主要市场多个百兆瓦以上大项目的签单、出货。截至2023年1月16日，双一力签订单量约1GWh，意向在谈订单量约3GWh，合计在手订单量约4GWh。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年收入分别为545.4/615.9/727.6亿元（23-24年原值为386.8/458.6亿元），对应增速分别为85.6%/12.9%/18.1%，归母净利润分别为18.45/25.20/32.01亿元（23-24年原值为15.58/21.91亿元），对应增速分别95.3%/36.6%/27.0%，三年CAGR为50.2%，EPS分别为1.62/2.21/2.81元/股，对应PE分别为15.6/11.5/9.0倍。鉴于公司N型电池组件和储能收入未来有望快速增长，给予公司23年PE为27倍，对应目标价为44元，维持“买入”评级。

风险提示：N型技术发展不及预期、海外订单不及预期

投资评级：

行业：

电源设备

投资建议：

买入（维持评级）

当前价格：

25.32元

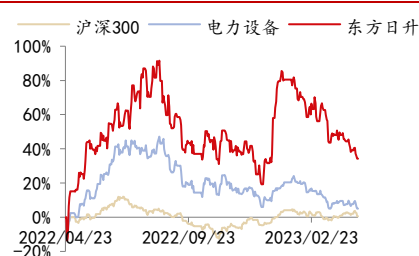
目标价格：

44.00元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,140/693
流通A股市值（百万元）	17,537
每股净资产（元）	10.51
资产负债率（%）	72.82
一年内最高/最低（元）	37.77/16.02

股价相对走势



分析师：贺朝晖

执业证书编号：S0590521100002

邮箱：hezhang@glsc.com.cn

相关报告

- 《东方日升：硅料产能释放提振业绩 N型双轮驱动高成长》2022.08.29
- 《东方日升：深耕电池组件 盈利能力迎来修复》2022.03.03

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	18,830.72	29,384.72	54,536.72	61,587.27	72,762.01
增长率（%）	17.23%	56.05%	85.60%	12.93%	18.14%
EBITDA（百万元）	1,445.63	2,019.58	17,456.85	4,880.30	5,728.15
归母净利润（百万元）	-42.32	944.68	1,845.15	2,520.96	3,201.47
增长率（%）	-125.59%	2332.31%	95.32%	36.63%	26.99%
EPS（元/股）	-0.04	0.83	1.62	2.21	2.81
市盈率（P/E）	-682.1	30.6	15.6	11.5	9.0
市净率（P/B）	3.4	3.1	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	18.3	11.6	0.2	0.1	-1.0

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月21日收盘价

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,202.4	9,845.8	33,631.0	38,015.8	45,314.7	营业收入	18,830.7	29,384.7	54,536.7	61,587.3	72,762.0
应收账款+票据	2,970.6	4,288.0	7,958.4	8,987.2	10,617.9	营业成本	17,586.3	26,242.4	48,164.1	54,294.5	64,158.9
预付账款	612.3	591.4	1,097.7	1,239.6	1,464.5	税金及附加	50.1	81.8	151.9	171.5	202.6
存货	3,030.6	6,402.3	11,750.6	13,246.2	15,652.8	营业费用	228.6	278.3	463.6	461.9	509.3
其他	3,778.8	2,309.3	4,221.1	4,757.0	5,606.4	管理费用	1,607.2	1,802.7	3,163.1	3,387.3	3,783.6
流动资产合计	15,594.8	23,436.9	58,658.8	66,245.8	78,656.4	财务费用	625.5	-73.0	137.0	-4.9	-25.3
长期股权投资	638.8	751.1	751.1	751.1	751.1	资产减值损失	-114.9	-256.9	-327.2	-369.5	-436.6
固定资产	9,650.4	9,604.4	9,811.2	10,645.1	10,028.1	公允价值变动收益	104.2	-227.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	1,711.5	1,494.8	1,747.4	1,000.0	500.0	投资净收益	1,596.1	318.7	0.0	0.0	0.0
无形资产	685.7	950.3	-12,624.9	-12,624.9	-12,624.9	其他	-166.1	211.0	58.7	48.7	32.9
其他非流动资产	1,280.3	2,024.1	1,915.9	1,807.6	1,807.6	营业利润	152.4	1,098.4	2,188.6	2,956.2	3,729.1
非流动资产合计	13,966.6	14,824.7	1,600.7	1,579.0	461.9	营业外净收益	-128.1	-25.3	-92.7	-92.7	-92.7
资产总计	29,561.4	38,261.6	60,259.4	67,824.8	79,118.3	利润总额	24.3	1,073.0	2,095.8	2,863.4	3,636.4
短期借款	3,795.0	4,256.4	0.0	0.0	0.0	所得税	39.2	117.2	229.0	312.9	397.3
应付账款+票据	10,382.5	13,555.6	28,229.9	31,823.1	37,604.8	净利润	-14.9	955.8	1,866.8	2,550.6	3,239.1
其他	2,581.3	6,559.8	11,272.9	12,694.5	14,967.2	少数股东损益	27.4	11.1	21.7	29.6	37.6
流动负债合计	16,758.7	24,371.8	39,502.8	44,517.6	52,572.0	归属于母公司净利润	-42.3	944.7	1,845.2	2,521.0	3,201.5
长期带息负债	2,216.0	2,485.2	2,485.2	2,485.2	2,485.2						
长期应付款	704.2	646.7	646.7	646.7	646.7						
其他	344.1	358.0	358.0	358.0	358.0						
非流动负债合计	3,264.3	3,489.9	3,489.9	3,489.9	3,489.9						
负债合计	20,023.1	27,861.6	42,992.6	48,007.4	56,061.9						
少数股东权益	1,058.7	1,028.3	1,050.0	1,079.6	1,117.3						
股本	901.4	891.9	1,140.0	1,140.0	1,140.0						
资本公积	5,153.7	5,173.1	9,924.9	9,924.9	9,924.9						
留存收益	2,424.6	3,306.7	5,151.9	7,672.8	10,874.3						
股东权益合计	9,538.3	10,400.0	17,266.8	19,817.4	23,056.5						
负债和股东权益总计	29,561.4	38,261.6	60,259.4	67,824.8	79,118.3						

现金流量表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-14.9	955.8	1,866.8	2,550.6	3,239.1
折旧摊销	795.8	1,019.6	15,224.0	2,021.7	2,117.0
财务费用	625.5	-73.0	137.0	-4.9	-25.3
存货减少	-1,472.5	-3,371.7	-5,348.2	-1,495.6	-2,406.6
营运资金变动	775.7	657.9	7,950.8	1,812.5	2,942.8
其它	-144.8	3,791.9	5,309.8	1,457.2	2,368.2
经营活动现金流	564.8	2,980.5	25,140.2	6,341.4	8,235.2
资本支出	-5,364.0	-2,151.1	-2,000.0	-2,000.0	-1,000.0
长期投资	20.6	-68.2	0.0	0.0	0.0
其他	4,839.4	1,597.2	38.5	38.5	38.5
投资活动现金流	-504.0	-622.0	-1,961.5	-1,961.5	-961.5
债权融资	747.7	730.5	-4,256.4	0.0	0.0
股权融资	0.0	-9.5	248.1	0.0	0.0
其他	-1,339.1	-127.6	4,614.8	4.9	25.3
筹资活动现金流	-591.4	593.4	606.6	4.9	25.3
现金净增加额	-587.9	3,059.7	23,785.2	4,384.8	7,299.0

财务比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	17.23%	56.05%	85.60%	12.93%	18.14%
EBIT	-9.43%	53.89%	123.29%	28.02%	26.32%
EBITDA	-9.99%	39.70%	764.38%	-72.04%	17.37%
归母净利润	-125.59%	2332.31%	95.32%	36.63%	26.99%
获利能力					
毛利率	6.61%	10.69%	11.69%	11.84%	11.82%
净利率	-0.08%	3.25%	3.42%	4.14%	4.45%
ROE	-0.50%	10.08%	11.38%	13.45%	14.59%
ROIC	-3.28%	8.45%	20.38%	-31.30%	-34.61%
偿债能力					
资产负债	67.73%	72.82%	71.35%	70.78%	70.86%
流动比率	0.9	1.0	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.7	0.7	1.1	1.2	1.2
营运能力					
应收账款周转率	6.5	8.7	8.7	8.7	8.7
存货周转率	5.8	4.1	4.1	4.1	4.1
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9
每股指标 (元)					
每股收益	(0.0)	0.8	1.6	2.2	2.8
每股经营现金流	0.5	2.6	22.1	5.6	7.2
每股净资产	7.4	8.2	14.2	16.4	19.2
估值比率					
市盈率	(682.1)	30.6	15.6	11.5	9.0
市净率	3.4	3.1	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	18.3	11.6	0.2	0.1	(1.0)
EV/EBIT	40.6	23.4	1.9	0.2	(1.5)

数据来源: 公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 21 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695