



2016-04-24

公司深度报告

买入/维持

东方日升(300118)

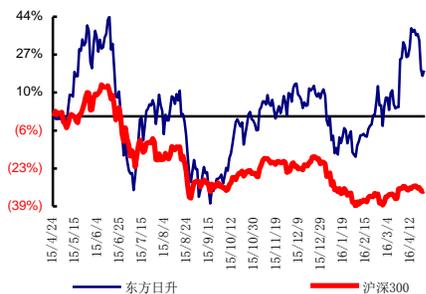
目标价: 25

昨收盘: 16.02

电气设备 电源设备

## 光伏上下游一体化进一步推进 积极布局海外市场

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	675/443
总市值/流通(百万元)	10,807/7,095
12 个月最高/最低(元)	19.16/8.27

### 相关研究报告:

《转型升级意图明显, 年报符合预期, 一季持续发力--东方日升(300118) 公司点评》--2016/02/23

### 证券分析师: 张学

电话: 01088321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

### 研究员: 雷强

Certified ERP FRM

执业资格证书编码: S1190115090028

### 研究员: 刘晶敏

电话: 01088321616

执业资格证书编码: S1190115090003

## 报告摘要

- ◇ 光伏行业加速发展, 助力公司整体业绩提升。“十三五”期间每年需新增约 20GW 左右的光伏装机。近日, 根据国家能源局相关规划, 2020 至 2025 年光伏达到平价上网后, 2030 至 2035 年间, 光伏发电要占到总发电量的 10%, 以目前数据计算, 总装机量应该至少到 700GW 以上, 相当于 2020-2035 年间每年装机至少要 50GW 以上, 相比较于“十三五”期间的每年新增容量 15-20GW 而言, 平价上网之后每年新增容量将翻倍, 光伏行业进入快车道。我们认为, 2015 年是光伏装机规模化元年, 光伏行业将进入装机规模化“新常态”。整个光伏行业开始加速发展, 这就意味着对于东方日升光伏全产业链的公司而言, 有利于公司光伏上中下游产能的释放, 有利于公司整体业绩的持续向好。
- ◇ 政策红利不断释放, 组件和电站放量增长, 积极布局海外。在营业收入方面, 营业收入始终保持较高速增长, 2015 年同比增长 78%。其中, 电池组件和 EVA 收入分别是 39.45 亿元和 5.6 亿元, 收入占营收的比重分别为 75.02% 和 10.66%。目前, 光伏电站发电占比还较小, 收入仅有 3395 万元, 未来电费收入将会稳步提升。在净利润方面, 由于光伏行业整体复苏, 2015 年的净利润 341.77 百万, 同比增长 339.62%。目前, 公司海外电站业务分布于意大利、德国、罗马尼亚、墨西哥、印度等国家。公司在建电站约 547MW, 项目储备超过 1GW, 确保公司未来 2 年营收和贡献利润增长。同时, 2015 年度公司规划拟非公开发行股份募集 25 亿元资金投资建设集中式光伏并网发电项目及分布式光伏并网发电项目。我们预计, 2016 年上半年, 公司会加速推进定增的进度。
- ◇ 研发实力不断提升, 上下游一体化助推组件成本下降。2015 年, 公司取得多项专利促进产品转换效率进一步提升, 常规光伏 1650\*992 组件可售最高功率突破 280W, 多晶电池片的转换效率突破 19.00%, 组件转换效率突破 17.00%, 1 年的衰减率不超过 2%, 25 年衰减率不超过 19.2%。在上游制造业毛利不断下降的背景下, 公司通过成本内化有利于盈利能力的提升。

◇

- ◇ **EVA 业绩不断确认，增厚公司业绩。**2015 年，收购斯威克承诺的利润为 2013 年扣非后净利润数不低于 5,050 万元，2014 年扣非后净利润数不低于 7,550 万元，2015 年扣非后净利润数不低于 10,200 万元，2016 年扣非后净利润数不低于 11,550 万元，2013-2015 年度每年均实现了业绩目标。公司 EVA 市场占有率达到 20%。我们认为，EVA 市场集中度高，有利于公司业绩的提升。2016 年斯威克承诺业绩实践将是大概率事件。
- ◇ **电站后市场打开，助力新能源金融。**2015 年，公司新能源金融服务业务取得了较大的发展，公司全资子公司光合联萌与日升融资租赁已先后开始运营，其中光合联萌交易金额、活跃客户数、客户认可度等均取得了大幅的突破。
- ◇ **盈利预测。**随着光伏行业进入快车道，公司的各项业务都处于业绩快速释放期，在 2020 年平价上网之前，特别是 2016 年 6 月 30 日之前，公司的组件和 EVA 业务会加速提供盈利贡献。我们预计在国家光伏十三五规划逐步落实下，公司 2016 年-2017 年的 EPS 分别为 0.93 和 1.22 元，对应的 PE 为 17X 和 13X。我们给予“买入”评级。

**■ 盈利预测和财务指标：**

	2014	2015	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2952	5259	7363	9204
(+/-%)	36.4	78.2	40	25
净利润(百万元)	78	342	663	875
(+/-%)	4	338	94	328
摊薄每股收益(元)	0.10	0.48	0.93	1.22
市盈率(PE)	163.74	34.00	17.53	13.28

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、光伏装机进入“新常态”，助力公司大发展 .....	5
二、政策红利不断释放，组件和电站放量增长 .....	6
（一）政策红利不断释放 .....	6
（二）研发实力不断提升，上下游一体化助推组件成本下降 .....	7
（三）组件收入占比高，光伏电站快速扩张，积极进军海外 .....	9
三、EVA 业绩不断确认，增厚公司业绩 .....	13
四、电站后市场打开，助力新能源金融 .....	15
五、盈利预测及估值 .....	16
（一）盈利预测 .....	16
（二）估值及投资建议 .....	16
六、风险提示 .....	16

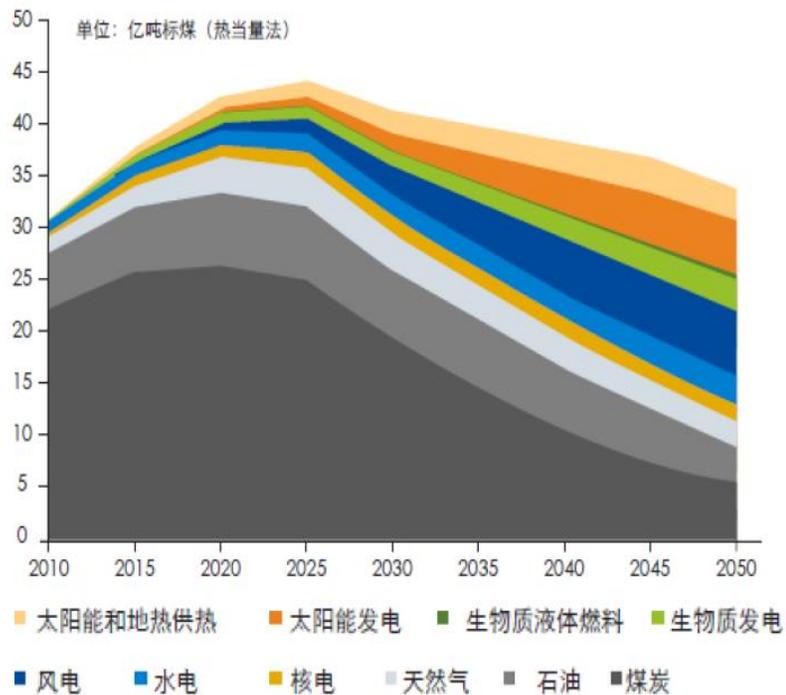
## 图表目录

图表 1: 中国能源消费结构预测(2015-2050 年).....	5
图表 2: 中国光伏累计装机容量预测(2016-2035 年).....	6
图表 3: 我国近 2 年光伏行业相关法律法规一览.....	7
图表 4: 上下游一体化.....	8
图表 5: 研发人数和投入提升.....	9
图表 6: 近 2 年专利申请.....	9
图表 7: 营业收入.....	10
图表 8: 净利润.....	10
图表 9: 业务结构.....	10
图表 10: 单季度净利润 百万元.....	10
图表 11: 技术工艺优势.....	11
图表 12: 公司已披露的光伏电站情况.....	12
图表 13: 公司 2015 年拟非公开发行募投项目 万元.....	13
图表 14: 各机构预测 2016 年全球光伏年新增量.....	14
图表 15: 斯威克承诺业绩和实现业绩对比 (单位: 万元) .....	14
图表 16: EVA 胶膜的原料--乙烯-醋酸乙烯共聚物价格持续走低.....	15
图表 17: 光合联萌简介.....	15
图表 18: 产品介绍.....	16

## 一、 光伏装机进入“新常态”，助力公司大发展

从长期来看，和全球化石能源禀赋有限约束一样，中国化石能源禀赋有限导致受到资源的边际收益递减规律的影响，其在能源消费结构中的占比会逐步下降，而与此同时以光伏为代表的新能源在不断地替代传统化石能源，其在一次能源消费结构中的占比逐步提升。去年投资策略会上，我们的一个基本判断：以光伏为代表的新能源在 2020 年之后会呈现出逐步放量的态势，取代传统化石能源的力度在不断显现，逐步成为我国能源消费结构中的主体能源之一。

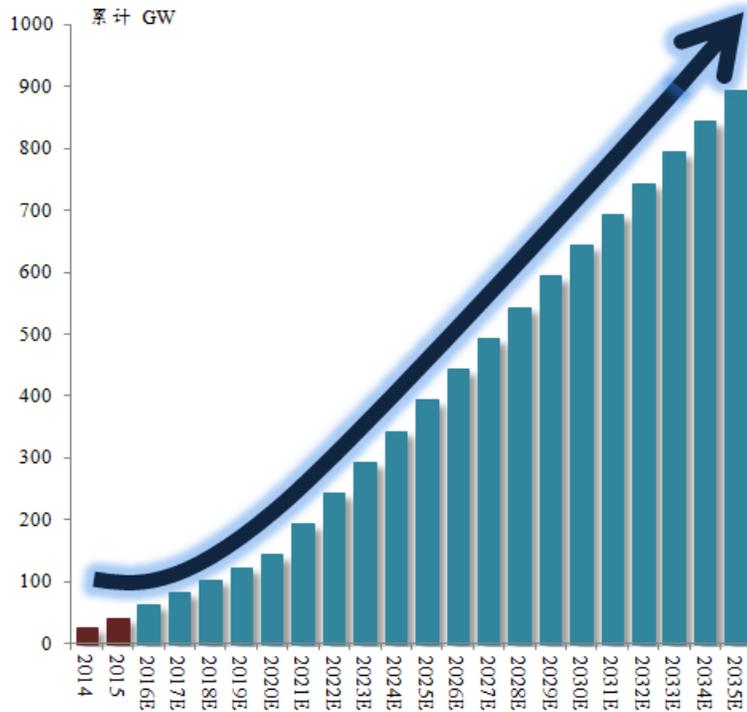
图表 1：中国能源消费结构预测(2015-2050 年)



资料来源：发改委能源研究所,太平洋证券整理

根据国务院下发的《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》显示，到 2020 年，非化石能源占一次能源消费比重达到 15%。“十三五”光伏装机目标初定为 150GW，那么，“十三五”期间每年需新增约 20GW 左右的光伏装机才可实现该目标。近日，根据国家能源局相关规划，2020 至 2025 年光伏达到平价上网后，2030 至 2035 年间，光伏发电要占到总发电量的 10%，以目前数据计算，总装机量应该至少到 700GW 以上，相当于 2020-2035 年间每年装机至少要 50GW 以上，相比较于“十三五”期间的每年新增容量 15-20GW 而言，平价上网之后每年新增容量将翻倍，光伏行业进入快车道。我们认为，2015 年是光伏装机规模化元年，光伏行业将进入装机规模化“新常态”。

图表 2：中国光伏累计装机容量预测(2016-2035 年)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

整个光伏行业开始加速发展，这就意味着对于东方日升光伏全产业链的公司而言，有利于公司光伏上中下游产能的释放，有利于公司整体业绩的持续向好。

## 二、政策红利不断释放，组件和电站放量增长

### (一) 政策红利不断释放

在光伏产业发展的幼稚期和成长期，政府政策的扶持是必不可少的，是光伏产业的成长的第一大催化剂。目前，我国基本形成了发展可再生能源的法律和政策体系，我国政府高度重视能源安全和可持续发展问题，高度重视可再生能源的发展问题。关于光伏行业的发展，国家也制定了很多相关政策进行扶持与引导。这些政策主要可分为两大类，一是上网标杆电价等相关的政策来保障产业的发展，二是出台相关的补贴优惠政策给予扶持。

光伏行业发展的直接有效的促进因素之一是电价政策，目前我国集中式光伏电站的电价政策是上网标杆电价政策，上网标杆电价政策是根据光伏发电的当前成本，并考虑合理利润后制定的电价，光伏项目开发商以这样的价格将光伏电量出售给电网企业。其中，高出当地脱硫燃煤火电机组上网标杆电价的差额部分采取“全网分摊”的办法对电网企业进行回补。“光伏上网标杆电价”政策主要适用于大型光伏电站。最新价格水平是 0.80、0.88、0.98 元/千瓦时。较 2015 年一类、二类、三类资源区分别降低 10 分钱、7 分钱，和 2 分钱。时间点为 2016 年前备案项目且在 2016 年

6月30日前全部投运项目。受标杆电价下调的影响，预计2016年会出现先紧后松的局面，抢装潮会提前到上半年。并且，随着光伏制造成本的降低，预计光伏标杆电价水平将会进一步下降，并且政府鼓励招标等市场竞争方式确定光伏发电项目业主和上网电价，促进行业的良性发展。

图表 3：我国近 2 年光伏行业相关法律法规一览

颁布部门	颁布年份	政策名称
国家能源局	2015	《关于下达 2015 年光伏发电建设实施方案的通知》
国务院	2015	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》
国家能源局	2015	《光伏扶贫试点实施方案编制大纲》
工信部	2015	《关于进一步优化光伏企业兼并重组市场环境的意见》
国家能源局	2015	《关于征求发挥市场作用促进光伏技术进步和产业升级意见的函》
国家发展改革委、国家能源局	2015	《关于促进智能电网发展的指导意见》
国家发改委、国家能源局	2015	《关于电力体制改革配套文件的通知》
国家发改委	2015	《关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》
国家发改委	2015	《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》
国家能源局	2015	《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》征求意见稿
国家能源局	2016	《加快贫困地区能源开发建设推进脱贫攻坚的实施意见》
国务院	2016	《关于加大脱贫攻坚力度支持革命老区开发建设的指导意见》
国家发改委、能源局、工信部	2016	《关于推进“互联网+”智慧能源发展的指导意见》
国家发改委	2016	《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》
国家能源局	2016	《2016 年能源工作指导意见的通知》
国家能源局	2016	《关于在能源领域积极推广政府和社会资本合作模式的通知》

资料来源：WIND，太平洋证券整理

分布式光伏的电价政策分为两种机制，一种和集中式光伏电站一样实行分区标杆电价，另一种是全电量补贴政策。目前的全电量电价补贴标准为 0.42 元/千瓦时，通过可再生能源发展基金予以支付，由电网企业转付，其中除自发自用之外的余量上网的电量，由电网企业按照当地燃煤机组标杆上网电价收购。那么这两种机制可以由项目业主自主选择，并在投运之后可以单向调整一次（从全电量补贴机制转为标杆电价机制）。此外，政府也鼓励地方出台经济刺激政策，对分布式光伏发电给予电价或投资补贴。目前已有江西、浙江、上海、江苏、山东、辽宁、吉林、河北、陕西、北京、浙江地市、江西部分地市、宜昌、合肥、洛阳、六安、阜阳、长沙、商洛等 14 个地方省市颁布了相应政策。

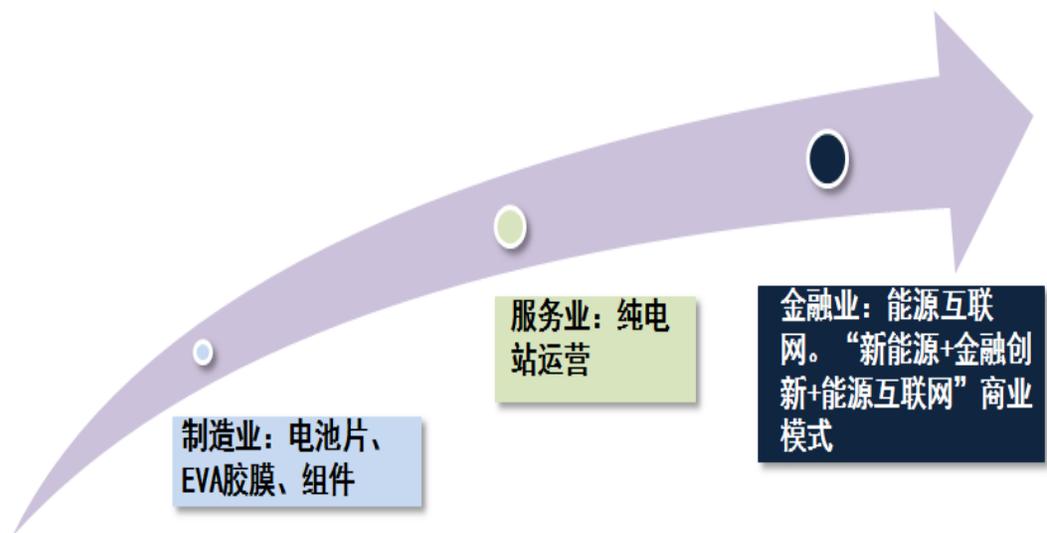
截至目前，公司所建和在运营的电站基本都在中东部地区，因此电价的下调对公司的影响较小。

## （二）研发实力不断提升，上下游一体化助推组件成本下降

公司是典型的光伏上中下游产业链完整的上市公司。研发实力较强。2015 年，公司取得多项专利促进产品转换效率进一步提升，常规光伏 1650\*992 组件可售最大功率突破 280W，多晶电池

片的转换效率突破 19.00%，组件转换效率突破 17.00%，1 年的衰减率不超过 2%，25 年衰减率不超过 19.2%。在上游制造业毛利不断下降的背景下，公司通过成本内化有利于盈利能力的提升。通过收购光伏上游企业 EVA 斯威克，未来 2 年利润不断增厚。目前，公司具备电池、组件产能 1.1GW 和 1.8GW。同时，1 月份，公司相继获得《AEO 高级认证》和《高新技术企业证书》，更有利于公司的业绩增长。

图表 4：上下游一体化

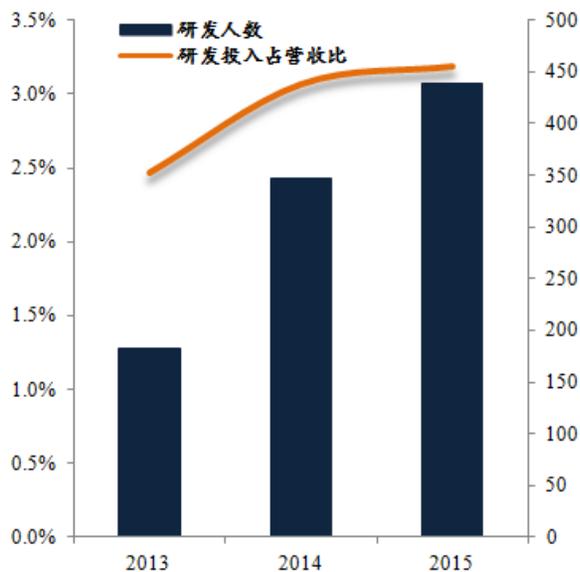


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2015 年，公司不断加大研发投入和增加研发力量，公司研发创新水平进展明显，并有效应用于生产。公司已开展的“扩散变温掺杂变温吸杂研究”、“硅太阳能电池正面栅线研究”、“一种新型高效焊带在组件上的应用研究”、“光伏组件反光贴研究”、“PECVD 效率提升改善”、“等离子刻蚀选匹配选择性发射极电池技术研究”、“扩散低压工艺研发”、“太阳能电池片网版”、“浆料与烧结温度匹配性研究”、“高新项目反光焊带”、“BOE 黑硅电池工艺研究”、“5 主栅工艺研发”、“N 型硅双面工艺研发”、“4 主栅电池组件改造”、“双玻璃太阳能组件技术的研究”、“触摸感应 LED 橱柜灯”、“红外感应 LED 灯带”等项目已取得阶段性成果并将成果应用于规模生产。公司持续开展研究的项目为“太阳能电池多主栅技术的研究”、“太阳能电池湿法黑硅效率提升的研究”、“新型太阳能支架组件技术的研究”、“背钝化太阳能电池效率提升技术的研究”、“微聚光高效太阳能电池组件技术的研究”、“BP 神经网络智能 LED 光源闭环植物工厂研究及工程化”等项目。通过对上述项目的研究及应用将有效的降低生产成本，提高公司产品核心竞争力，提升公司品牌价值。同时，2015 年公司获批设立浙江省企业博士后工作站。这些举措极大地提升了公司的技术研发实力、技术工艺

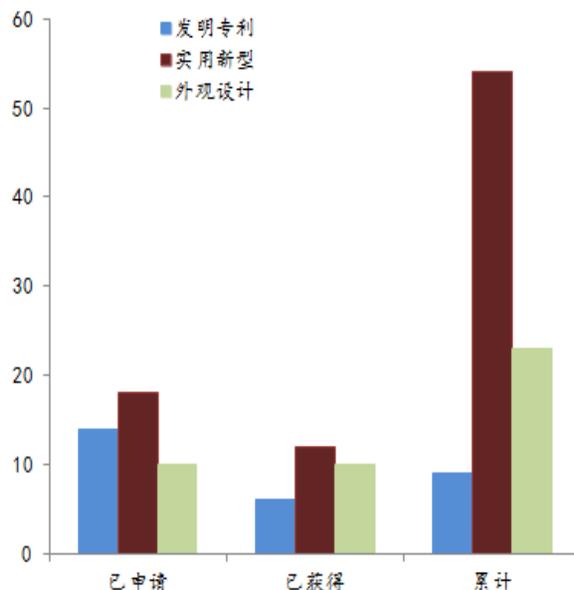
优势和成本下降空间。

图表 5: 研发人数和投入提升



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 6: 近 2 年专利申请



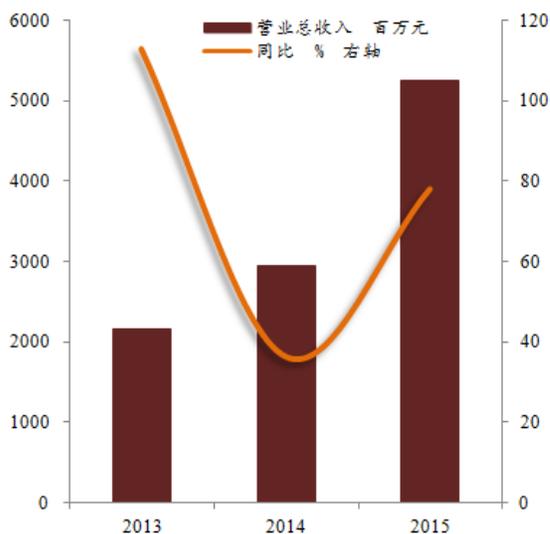
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

### (三) 组件收入占比高, 光伏电站快速扩张, 积极进军海外

目前, 公司主要从事的业务包括太阳能电池片、组件、光伏新材料、光伏电站及灯具, 新能源金融服务等业务。在营业收入方面, 营业收入始终保持较高速增长, 2015 年同比增长 78%。其中, 电池组件和 EVA 收入分别是 39.45 亿元和 5.6 亿元, 收入占营收的比重分别为 75.02% 和 10.66%。目前, 光伏电站发电占比还较小, 收入仅有 3395 万元, 未来电费收入将会稳步提升。在净利润方面, 由于光伏行业整体复苏, 2015 年的净利润 341.77 百万, 同比增长 339.62%, 从单季度净利润看, 2015 年 2 季度以来, 出现高峰。

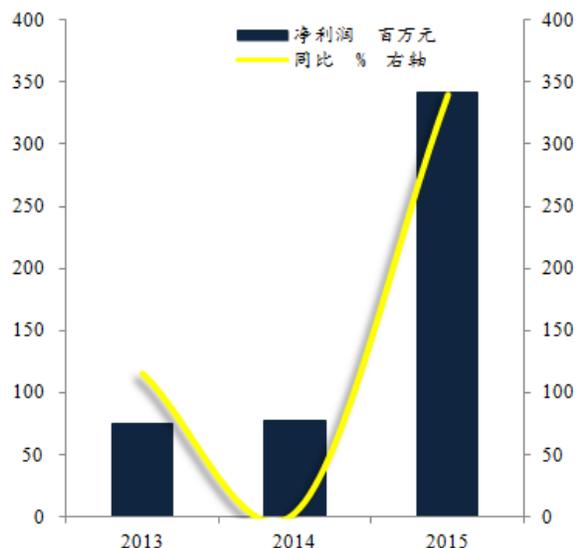
公司全资子公司日升香港、日升电力, 专注拓展海内外电站开发、建设、运营等, 形成下游光伏电站开发、建设、运营海内外两翼并行。截至 2015 年末, 公司设计、建设中及取得并网许可的光伏电站总容量约 547MW。公司海外电站业务分布于意大利、德国、罗马尼亚、墨西哥、印度等国家, 公司国内电站业务分布于浙江、江苏、山东、湖北、河南、陕西、内蒙古等地区, 采取的业务模式有 EPC、BT、BOT、持有运营等。目前公司在建电站约 547MW, 项目储备超过 1GW, 确保公司未来 2 年营收和贡献利润增长。

图表 7: 营业收入



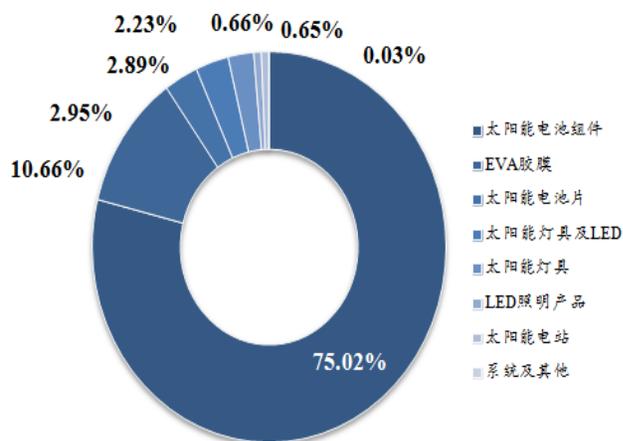
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 8: 净利润



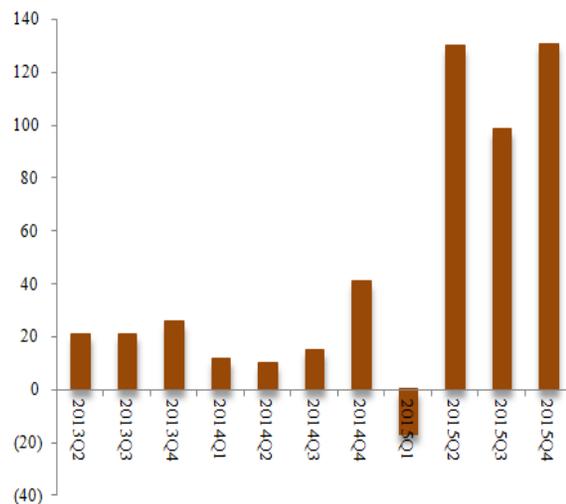
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 9: 业务结构



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 10: 单季度净利润 百万元



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

同时, 2015 年度公司规划拟非公开发行股份募集 25 亿元资金投资建设集中式光伏并网发电项目及分布式光伏并网发电项目。我们预计, 2016 年上半年, 公司会加速推进定增的进度。

2016 年, 公司在国内布局电站的同时, 也在积极布局海外市场。3 月 17 日, 公司在墨西哥的 300MW 电站项目首期进入施工阶段。4 月 20 日, 公司已成功与印度 Mytrah 能源公司签订 175MW 太阳能组件供货合同。我们预计, 公司会进一步加大对印度市场的开拓力度。

图表 11: 技术工艺优势

工艺	优势
电池片	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>清洗工艺</b>, 采用硅片表面添加剂制绒技术, 提高了对太阳光的吸收率, 从而提高了转换效率。应用酸腐蚀硅片原理抛光硅片的背面, 提高长波光的利用, 同时与铝浆烧结形成更好的欧姆接触。</li> <li>➤ <b>扩散工艺</b>, 采用扩散低温掺杂工艺技术, 有效改善了 P-N 结, 明显提高了太阳能电池片的短波光响应, 增大太阳能电池片对太阳光的吸收率, 从而提高了转换率。采用磷吸杂技术, 增强了太阳能电池片对太阳光的响应, 使硅片表面易于钝化提高少子寿命, 从而进一步提高了转换率。</li> <li>➤ <b>等离子化学气相淀积工艺</b>, 采用氢键表面钝化技术和三层膜工艺, 提高了太阳能电池片的填充因子和短路电流, 从而提高了转换效率。</li> <li>➤ <b>丝网单次印刷及高温烧结工艺</b>, 优化印刷图形及参数, 提高细栅高宽比, 提高了太阳能电池片电流和转换效率。改变了高温烧结炉内冷却系统的结构及分布, 使得烧结银线和铝背场快速冷却定型, 保证了片面平整度, 提高了电池良率。</li> <li>➤ <b>全面采用 O<sub>3</sub> 臭氧发生器技术及第二代 O<sub>3</sub> 臭氧发生器技术</b>, 进一步提高电池抗 PID 能力并降低生产成本。</li> </ul>
组件	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ <b>材料匹配技术</b>, 形成“高效单晶硅太阳能电池组件”、“大面积多晶硅太阳电池组件”生产技术, 采用先进的高透光率玻璃及高品质 EVA, 配合变温调节层压工艺, 做出高效率组件。</li> <li>◇ <b>质量控制技术</b>, 在焊接工艺、检测工艺、层压工艺中使用多项技术保证产品质量。焊接工艺采用“多二极管或二极管管芯压焊技术”, 可抑制太阳能组件的热斑效应, 保证组件质量的可靠性;检测工艺中使用盐雾腐蚀试验箱、拉力试验、光伏组件紫外光试验机、高低温交变湿热试验箱、冰雹试验箱进行测试;层压工艺中采用自主创新的“太阳能电池板组件的叠层结构及其层压工艺”, 通过层压工艺使叠层好的太阳能组件成型, 可以节约原材料、节约生产时间, 提高工作效率。</li> <li>◇ <b>采用“快速 EVA 固化工艺”</b>, 提高组件产能;采用“快速防水防漏电连接器技术”, 提高组件安装工作效率;采用“快速全密封、一体化连接技术”, 保证产品质量的前提下, 提高组件生产效率。</li> <li>◇ <b>不断完善产品多样化</b>, 推出双玻/AC/DC 类组件, 提高发电效率。</li> <li>◇ <b>导入新型材料提高组件功率产出比</b>。导入高透玻璃、高效焊带、贴膜技术、高效汇流条及高反射率背板等, 提高输出功率在 280W 以上组件在产品中的比例, 使公司太阳能光伏产品生产达到国内领先、国际先进水平。</li> </ul>
EVA	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <b>高透光型正膜与高截比型背膜配套使用的技术方案</b>, 达到进一步提高光伏组件转换效率的效。</li> <li>◆ <b>抗 PID 型 EVA 胶膜产品</b>, 降低现 PID(电势诱导衰减)效应。</li> <li>◆ 不断提高公司 EVA 胶膜产品的透光性、粘接性、产品耐湿热、耐紫外线、抗老化、抗 PID 等各项性能, 配合光伏组件实现提升光电转换效率、使用寿命、抗紫外线等要求, 保持持续创新优势。</li> </ul>

资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表 12：公司已披露的光伏电站情况

项目	规模(MW)	业务模式	进展	自产产品供应
中广核湖北郧县高效农业光伏并网发电项目 EPC 总承包工程	40	EPC	完工	组件
南京瑞芝屋顶光伏电站 EPC 总承包工程	0.42	EPC	完工	组件
金固股份有限公司屋顶光伏电站 EPC 总承包工程	1.3	EPC	完工	组件
山东枣庄天街物流商贸城屋顶光伏电站 EPC 总承包工程	5.5	EPC	设计、建设中	组件
宁波州区丽晶数码屋顶光伏电站 EPC 总承包工程	0.77	EPC	设计、建设中	组件
淇县庙口镇白寺村荒山光伏电站	100	EPC	设计、建设中	组件
杭州湾大众车棚一体化光伏电站	20			组件
江苏高邮光伏电站 (一)	2.5	持有	已并网	组件
江苏高邮光伏电站 (二)	2.5	持有	已并网	组件
江苏高邮光伏电站 (三)	4	持有	已并网	组件
浙江腾龙分布式电站项目	6	持有	已并网、自发自用	组件
浙江硅宏电子科技有限公司分布式光伏电站项目	0.58	持有运营	已并网、自发自用	组件
宁波方正汽车模具有限公司分布式电站项目	1.08	持有运营	已并网、自发自用	组件
嘉兴芝浦光伏电站项目	0.55	持有运营	已并网、自发自用	组件
嘉兴金瑞光伏电站项目	0.5	持有运营	已并网、自发自用	组件
嘉兴电产光伏电站项目	1.37	持有运营	已并网、自发自用	组件
嘉兴红马光伏电站项目	1.07	持有运营	已并网、自发自用	组件
嘉兴汽车马达光伏电站项目	0.9	持有运营	已并网、自发自用	组件
嘉兴东侧光伏电站项目	0.85	持有运营	已并网、自发自用	组件
河南淇县光伏电站项目(二)	4	持有运营	已并网	组件
杭州湾新区分布式光伏发电项目	3.6	持有运营	已并网、自发自用	组件
浙江余姚光伏电站项目	1	持有运营	已并网	组件
宁海物流园光伏电站项目	1	持有运营	已并网	组件
东方日升厂区光伏电站项目	1	持有运营	已并网、自发自用	组件
宁海县蛇蟠“渔光互补”光伏发电项目	99	建设运营	设计、建设中	组件
日升电力十四师皮山农场光伏电站项目	20	建设运营	设计、建设中	组件
河南淇县光伏电站项目(一)	50	建设运营	设计、建设中	组件
陕西陇县光伏电站项目	20	建设运营	设计、建设中	组件
宁海县越溪乡农光互补发电项目	5	建设运营	设计、建设中	组件
布拖县合并乡光伏发电项目	20	建设运营	设计、建设中	组件
江西进贤光伏电站项目	10	建设运营	设计、建设中	组件
宁升新能源(扬州)有限公司农光互补式光伏发电项目	5	建设运营	设计、建设中	组件
浙江双宇电子科技有限公司光伏发电项目	0.3	建设运营	设计、建设中	组件
宁波市江东亚虎光伏电站项目	0.5	建设运营	设计、建设中	组件
内蒙古乌海光伏电站项目	10	建设运营	设计、建设中	组件
罗马尼亚光伏电站	19.36	持有运营	已并网	组件
保加利亚光伏电站	12.14	持有运营	已并网	组件
德国光伏电站	2.77	持有运营	已并网	组件
意大利光伏电站	22.21	持有运营	已并网	组件
墨西哥光伏电站项目	50	建设运营	设计、建设中	组件

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 13: 公司 2015 年拟非公开发行募投项目 万元

项目名称	装机规模 (MW)	项目总投资	募集资金
宁波市宁海县蛇蟠涂 99 MW 渔光互补光伏发电项目	99	70781	63703
内蒙古 150 MW 集中式光伏发电项目	150	120000	98400
墨西哥杜兰戈州 30 MW 集中式光伏发电项目	30	33750	27000
集中式光伏发电项目	279	224531	189103
浙江省 27.5 MW 分布式光伏发电项目	27.5	21628	18440
陕西省 20 MW 分布式并网光伏发电项目	20	18390	12960
河南省 52.5 MW 分布式光伏发电项目	52.5	48688	29497
分布式光伏发电项目	100	88706	60897
合计	<b>379</b>	<b>313237</b>	<b>25000</b>

资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

### 三、 EVA 业绩不断确认, 增厚公司业绩

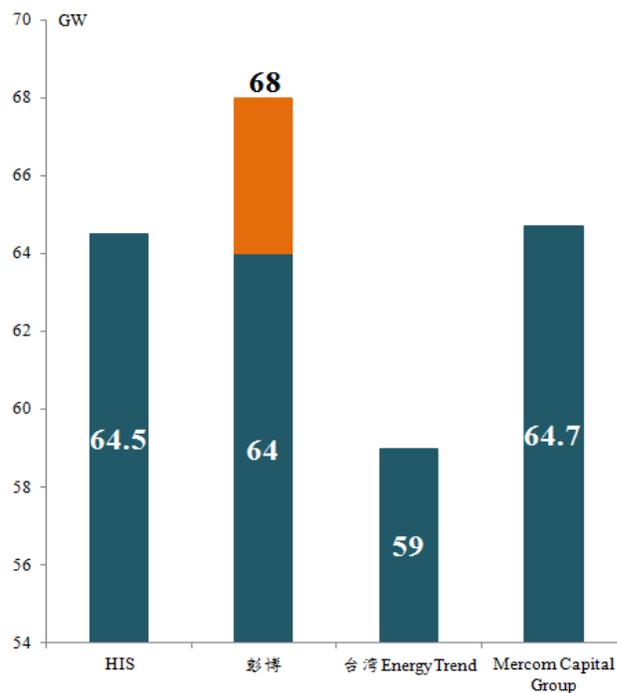
根据彭博、台湾 Energy Trend 等机构预测 2016 年全球新增装机容量 59GW-68GW 左右, 这意味着 2016 年全球市场需要 EVA 胶膜 76700-88400 万平方米左右(按 1GW 需要 1300 万平方米 EVA 胶膜估算)。可以说, 光伏行业进入快车道, 有利于光伏辅料细分市场的进一步拓展, 有利于公司 EVA 出货。

2015 年公司收购斯威克 85% 股份。斯威克专注于光伏新材料的研发、生产和销售, 2015 年, 已在运营的三个厂区年产能达到 13GW, 同时正在筹划进一步产能的扩张, 以顺应市场的需求, 产品先后获得 TUV、VDE、CQC、JET 和 SGS 等认证。公司主要产品太阳能 EVA 胶膜取得良好的销售及客户认可, 应用客户已经覆盖国内外多数主要组件生产厂商。江苏斯威克承诺的利润为 2013 年扣非后净利润数不低于 5,050 万元, 2014 年扣非后净利润数不低于 7,550 万元, 2015 年扣非后净利润数不低于 10,200 万元, 2016 年扣非后净利润数不低于 11,550 万元, 2013-2015 年度每年均实现了业绩目标。公司 EVA 市场占有率达到 20%。

2015 年公司 EVA 毛利较高, 达到 33.15%, 我们认为有三方面原因: 第一、从行业下游方面来看, 光伏电站装机容量从 2014 年的 10.8GW 升至 15GW, 有利于中游产品的出货; 第二、从行业的上游方面看, 主要原材料 EVA 树脂年平均采购单价较上年同期有所下降, 有利于公司产品成本的降低; 第三, 从研发能力上看, 斯威克秉承差异化的竞争战略, 专注于高性能 EVA 产品的开发应用, 研发技术水平也始终处于行业前列。在行业中率先提出高透光型正膜与高截比型背膜配套使用的技术方案, 达到进一步提高光伏组件转换效率的效果, 得到了下游组件厂商的普遍采用;

而针对光伏组件在高温、高湿等恶劣环境下出现 PID（电势诱导衰减）效应、导致组件性能在特殊环境下下降的问题，公司较早地从组件封装环节上找到了解决方案，进而推出了抗 PID 型 EVA 胶膜产品，深受下游客户好评。目前，如中广核、中节能、航天机电等地面光伏电站开发商已开始将公司的抗 PID 型 EVA 胶膜作为其部分电站项目的指定或者优选 EVA 胶膜供应商，列入组件材料要求清单。同时，公司还密切关注光伏组件的发展趋势与应用需求，不断提高公司 EVA 胶膜产品的透光性、粘接性、产品耐湿热、耐紫外线、抗老化、抗 PID 等各项性能，配合光伏组件实现提升光电转换效率、使用寿命、抗紫外线等要求，保持持续创新优势。

图表 14：各机构预测 2016 年全球光伏年新增量



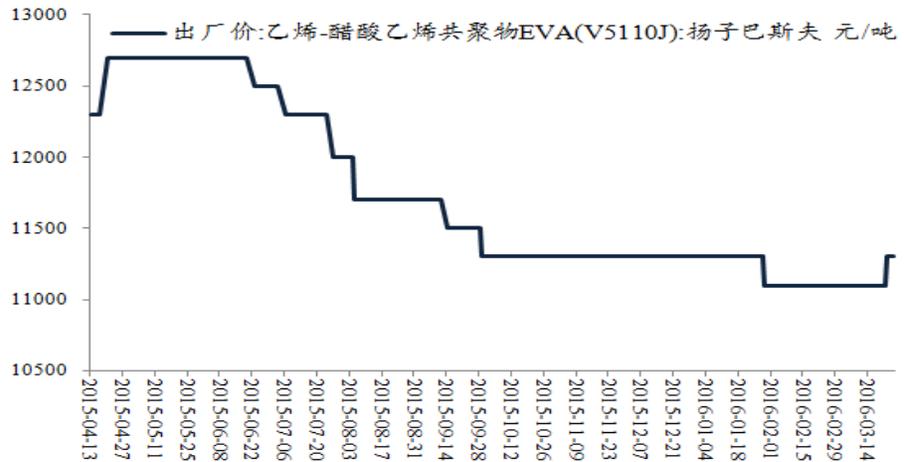
资料来源：CPIA, 太平洋证券整理

图表 15：斯威克承诺业绩和实现业绩对比（单位：万元）

	2013	2014	2015	2016
承诺业绩	5050	7550	10200	11550
实现业绩	5116	7981	10397	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 16: EVA 胶膜的原料--乙烯-醋酸乙烯共聚物价格持续走低



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

#### 四、 电站后市场打开，助力新能源金融

2015年，公司新能源金融服务业务取得了较大的发展，公司全资子公司光合联萌与日升融资租赁已先后开始运营，其中光合联萌交易金额、活跃客户数、客户认可度等均取得了大幅的突破。公司构建新能源生态圈的战略规划得到了进一步推进。光合联萌平台的理财产品均为阳光资产，由东方日升所供应，具有产权明确，兜底回购，安全度高，收益稳定，政策鼓励，绿色环保等特征，平台产品周期在3-12个月，收益率在9.0%-10.5%，可以更好的满足投资人多样化理财需求。

图表 17: 光合联萌简介



##### 上市公司提供优质阳光资产

“东方日升（300118）”提供优选资产，  
收益测算精确，还款能力超强。  
收益实时查看，助力环保节能，  
新能源行业投资新机遇。



##### 三方支付托管，资金流向清晰

国有银行资金管理，安全保障，  
连连支付资金流通，便捷快速。  
优质风控团队，五层筛选机制，  
锦天城律师事务所担当常年法律顾问。



##### 极致体验 优质服务

操作体验极致，强大技术支持  
投资流程简单，  
极致体验中坐享收益。  
强大技术支持，确保数据信息安全。

资料来源: 公司网站, 太平洋证券整理

图表 18：产品介绍



资料来源：WIND，太平洋证券整理

## 五、 盈利预测及估值

### （一）盈利预测

我们对公司的盈利预测假设如下：

- 1、毛利率按照 2015 年公布的各项业务对应值计算。
- 2、管理费用率、财务费用率和销售费用率均按照 2015 年的数据计算。
- 3、资产减值、营业外收入、营业外支出由于无法预测，故假设为 0。

### （二）估值及投资建议

随着光伏行业进入快车道，公司的各项业务都处于业绩快速释放期，在 2020 年平价上网之前，特别是 2016 年 6 月 30 日之前，公司的组件和 EVA 业务会加速提供盈利贡献。我们预计在国家光伏十三五规划逐步落实下，公司 2016 年-2017 年的 EPS 分别为 0.93 和 1.22 元，对应的 PE 为 17X 和 13X。我们给予“买入”评级。

## 六、 风险提示

组件产能不达预期，电站拓展不达预期，EVA 产能不达预期，新能源政策有所变化等。



## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。