

中航证券研究所
 分析师: 邹润芳
 证券执业证书号: S0640521040001
 研究助理: 孙玉浩
 证券执业证书号: S0640120030010
 研究助理: 朱祖跃
 证券执业证书号: S0640121070054
 电话: 18017096787
 邮箱: tangbw@avicsec.com

双良节能 (600481): 定增加速单晶硅项目建设, 充分受益于光伏产业持续增长

行业分类: 机械设备

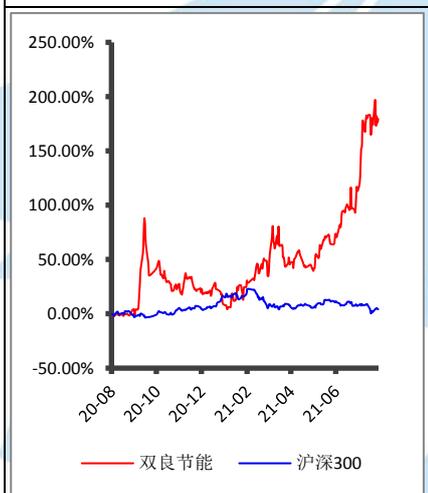
2021年8月8日

公司投资评级	买入
当前股价	8.86元

基础数据 (2021.8.6)

上证指数	3458.23
总股本 (百万)	1627.26
流通 A 股 (百万)	1627.26
2020 年资产负债率	46.16%
2020 年 ROE (摊薄)	6.25%
PE (TTM)	64.96
PB (LF)	6.57

公司近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

■ 拟定增 35 亿元建设 40GW 单晶硅一期项目 (20GW)

2021年8月8日, 公司发布《2021年度非公开发行股票预案》, 计划非公开发行股票募集资金总额预计不超过35亿元(含本数), 其中30亿元用于建设40GW单晶硅一期项目(一期项目20GW, 总投资规模69.99亿元), 其余5亿元用于补充流动资金项目。该项目由双良硅材料(包头)有限公司于内蒙古自治区包头市稀土高新区滨河新区进行建设, 项目建成后将达到年产20GW大尺寸光伏单晶硅片的生产能力。

本项目建设周期为24个月, 达产后投资内部收益率为28.84%(税后), 投资回收期为4.96年(税后), 项目经济效益较好。此次定增股数上限为488176742股(不超过本次非公开发行前公司总股本的30%), 若不考虑其他因素, 按照募集35亿元计算, 此次定增发行底价为7.2元。

■ 大尺寸硅片具备后发优势, 贡献收入可期

公司40GW单晶硅一期项目全部采用1600炉型单晶炉, 可生产210mm、182mm及以下各规格尺寸光伏单晶硅片。根据CPIA, 2019年156.75mm和158.75mm尺寸的硅片合计占据我国市场的90%以上, 2019年我国硅片产能为173.7GW, 传统小炉型单晶炉设备无法生产182mm、210mm的大尺寸光伏硅片。而CPIA预计至2023年, 以182、210为代表的大尺寸硅片合计市场占比将突破85%。大尺寸光伏硅片可以带来全行业成本下降, 有效降低度电成本, 大尺寸光伏硅片也代表着光伏未来发展的主流方向。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京东园四区2号中航产融大厦37层
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562666
 传真: 010-59562666

根据公告，40GW单晶硅一期项目（20GW）总投资额为699901万元，投资回收期为4.96年，据此估计全部建成后项目年均能为公司带来净现金流量14亿元。公司近5年经营活动现金流量净额最高为2017年的4.29亿元，故单晶硅项目建成后或成为贡献公司收入的最大业务。

■ 定增优化资本结构，降低债务风险

公司2021H1总资产为52.13亿元，负债为29.79亿元，资产负债率57.14%。此次定增预案按照35亿元计算，若不考虑其他因素，定增后公司资产负债率将降至34%，使得公司资本结构将得到优化，从而有效降低公司的财务风险，优化公司财务状况。

■ 平价时代光伏中长期景气得到确认，看好公司硅片生产优势

2021年6月11日，发改委发布《通知》指出2021年起新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏项目和新核准陆上风电项目，中央财政不再补贴，实行平价上网，这项政策对光伏行业的影响和意义是重大的，光伏平价上网意味着以光伏为代表的新能源对传统能源的替代是不可逆转的。截止到目前，已经有16个省份明确了超258GW的新增装机目标，光伏中长期景气度得到确认。

公司作为多晶硅还原炉领域的龙头企业，其产品是硅料生产商的核心设备，与硅料厂商具有天然的亲密合作关系，从而有望在硅料环节取得一定优势。根据公司公告，预计项目达产后平均年营业收入为108亿元。

■ 投资建议

预计公司2021-2023年的营业收入分别为31.46亿元、68.14亿元、94.32亿元，YOY分别为51.85%、116.61%、38.43%；归母净利润分别为2.88亿元、5.87亿元、8.57亿元，YOY分别为109.59%、103.94%、45.90%，继续重点推荐。

■ 风险提示

宏观经济下行，市场需求下滑；原材料价格出现大幅波动等风险；光伏行业政策变动风险等。

■ 盈利预测

单位/百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2527.34	2071.56	3145.69	6813.98	9432.48
增长率 (%)	0.89%	-18.03%	51.85%	116.61%	38.43%
归属母公司股东净利润	206.78	137.42	288.01	587.36	856.97
增长率 (%)	-17.89%	-33.54%	109.59%	103.94%	45.90%
每股收益 EPS (元)	0.127	0.084	0.177	0.361	0.527
PE	69.72	104.92	50.06	24.55	16.82

资料来源：wind，中航证券研究所



利润表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2505.07	2527.34	2071.56	3145.69	6813.98	9432.48
减：营业成本	1774.84	1798.27	1460.71	2171.90	5155.66	7274.80
营业税金及附加	23.17	20.53	18.04	27.39	59.34	82.14
营业费用	217.38	250.89	211.28	283.11	272.56	330.14
管理费用	123.07	128.21	126.30	173.01	340.70	377.30
研发费用	84.94	102.96	86.48	157.28	306.63	377.30
财务费用	-0.52	8.10	13.10	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-7.38	-4.51	-15.81	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-2.76	10.55	0.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	3.13	11.76	20.07	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-92.32	-107.47	-102.29	0.00	0.00	0.00
营业利润	295.75	233.89	159.43	332.99	679.09	990.81
加：其他非经营损益	24.18	21.73	22.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	314.13	251.98	166.49	332.99	679.09	990.81
减：所得税	23.88	9.95	10.73	49.95	101.86	148.62
净利润	256.19	214.54	135.64	283.04	577.23	842.19
减：少数股东损益	4.36	7.76	-1.78	-4.97	-10.13	-14.79
归属母公司股东净利润	251.83	206.78	137.42	288.01	587.36	856.97
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1118.25	1064.79	1219.89	1335.34	2590.19	4044.12
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	1316.44	1301.33	964.45	2301.05	7658.45	9300.59
其他应收款（合计）	73.53	57.42	71.08	73.53	57.42	71.08
存货	417.88	255.11	443.42	1004.51	4151.15	698.72
其他流动资产	2.93	4.02	4.99	4.99	4.99	4.99
长期股权投资	303.03	304.63	271.32	271.32	271.32	271.32
金融资产投资	60.00	60.00	0.00	60.00	60.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	489.37	481.16	449.90	338.01	226.12	114.24
无形资产和开发支出	94.29	93.18	90.47	73.73	56.99	40.24
其他非流动资产	380.19	342.11	374.40	-645.70	-3905.56	-595.41
资产总计	3888.64	3855.74	4108.93	5364.97	14994.52	14509.53
短期借款	428.47	370.39	381.24	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1143.83	1136.50	1422.67	3487.44	12716.47	11707.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	469.35	420.95	473.85	90.23	90.23	90.23
负债合计	1613.19	1557.45	1896.52	3577.67	12806.71	11797.24
股本	1637.50	1637.34	1632.30	1632.30	1632.30	1632.30
资本公积	-2.09	17.63	17.38	17.38	17.38	17.38
留存收益	613.44	624.28	548.76	578.11	637.96	725.29
归属母公司股东权益	2248.84	2279.25	2198.43	2227.78	2287.64	2374.96
少数股东权益	26.61	19.04	13.97	9.00	-1.13	-15.92
股东权益合计	2275.45	2298.29	2212.41	2236.79	2286.50	2359.04
负债和股东权益合计	3888.64	3855.74	4108.93	5814.46	15093.21	14156.29
现金流量表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	297.80	274.78	334.18	736.73	1738.19	2148.94
投资性现金净流量	-218.85	-0.01	41.93	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-356.95	-275.58	-215.49	-621.28	-483.35	-695.01
现金流量净额	-271.37	2.69	159.39	115.45	1254.84	1453.93

数据来源：WIND，中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邹润芳，SAC 执业证书号：S0640521040001，中航证券研究所所长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。