

签订硅片销售长单，新业务进展顺利

投资要点

- **事件：公司与江苏润阳悦达签订硅片长单销售合同。**根据合同协议，2022-2024年，公司向江苏润阳悦达光伏科技有限公司销售单晶硅片13亿片，其中2022年销售2亿片，2023年初定销售5亿片，2024年初定销售6亿片。硅片价格采取月度议价，同时合同约定销售量但不限定硅片尺寸。
- **大尺寸硅棒投产超预期，保障公司未来硅片出货。**公司包头一期20GW硅片产能于5月初开工建设，10月初实现量产，整体建设进度略超预期。预计至2023年公司20GW硅片产能将完全达产，为公司未来硅片量提供有力支持。
- **与一线电池企业签订硅片销售长单，硅片质量获下游认证，新业务发展顺利。**江苏润阳为电池片环节一线企业，2021年上半年出货量在专业化电池企业中仅次于通威和爱旭。目前润阳下游客户已覆盖隆基、天合、晶科、晶澳、阿特斯、韩华等海内外一线组件企业，电池片质量获行业一致认可。公司与润阳签订三年硅片销售长单合同，充分验证公司硅片产品的质量和稳定性，同时有利于公司产品导入下游其他一线电池企业。
- **与新特能源和江苏中能签订多晶硅采购长单，充分保障硅片原料供给。**2021年9月，公司与新特能源和江苏中能签订至2026年底硅料采购协议，硅料采购量分别为8.22万吨和5.275万吨，合计约13.5万吨，在一定程度上保障供应链安全。后期新特包头20万吨多晶硅项目投产后，包头产业集聚优势将进一步凸显。
- **盈利预测与投资建议。**2021年公司还原炉业务受益于下游多晶硅扩产而爆发式增长，2022年后硅片业务将成为业绩新增长点。我们预计2021-2023年EPS分别为0.17元、0.40元、0.56元，未来三年归母净利润将保持87.76%的复合增长率。考虑到公司节能节水业务的龙头地位以及未来硅片业务的高成长性，我们给予公司2022年35倍PE，上调目标价至14.0元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司产能建设进度不及预期的风险；原材料成本上涨，公司盈利能力下降的风险；政策变化的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2071.56	3825.17	7657.94	9819.60
增长率	-18.03%	84.65%	100.20%	28.23%
归属母公司净利润(百万元)	137.42	280.04	655.17	909.57
增长率	-33.54%	103.79%	133.96%	38.83%
每股收益EPS(元)	0.08	0.17	0.40	0.56
净资产收益率ROE	6.13%	11.39%	21.33%	23.66%
PE	116	57	24	18
PB	7.27	6.52	5.24	4.17

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.27
流通A股(亿股)	16.27
52周内股价区间(元)	3.32-12.55
总市值(亿元)	159.80
总资产(亿元)	52.13
每股净资产(元)	1.35

相关研究

1. 双良节能(600481): 还原炉业绩订单高增, 大尺寸硅片盈利可期 (2021-08-02)

关键假设:

假设 1: 公司节能节水系统各项业务保持较为稳定的增长, 2021H2 营收增速为 5%, 2022-2023 营收增速分别为 10%、5%, 毛利率维持在 32%。

假设 2: 多晶硅还原炉业务 2021-2023 年含税订单总额分别为 14 亿元、10 亿元和 6 亿元; 毛利率分别为 33%、33%和 32%。

假设 3: 2021-2023 年硅片销量为 0.5/8/15GW, 硅片业务毛利率为 3%、25%、25%。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 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		2020A	2021E	2022E	2023E
溴冷机	收入	852.99	1139.99	1253.98	1316.68
	增速	5.7%	33.6%	10.0%	5.0%
	成本	588.4	775.2	852.7	895.3
	毛利率	31.0%	32.0%	32.0%	32.0%
换热器	收入	257.55	291.29	320.42	336.44
	增速	-7.9%	13.1%	10.0%	5.0%
	成本	179.5	198.1	217.9	228.8
	毛利率	30.3%	32.0%	32.0%	32.0%
空冷器	收入	721.64	801.60	881.76	925.85
	增速	-28.1%	11.1%	10.0%	5.0%
	成本	527.0	545.1	599.6	629.6
	毛利率	27.0%	32.0%	32.0%	32.0%
多晶硅还原炉及其他	收入	176.76	1238.94	884.96	530.97
	增速	-50.5%	600.9%	-28.6%	-40.0%
	成本	118.9	830.1	592.9	361.1
	毛利率	32.7%	33.0%	33.0%	32.0%
硅片	收入	—	287.6	4247.8	6637.2
	增速	—	—	1376.9%	87.5%
	成本	—	279.0	3185.8	4977.9
	毛利率	—	3.0%	25.0%	25.0%
其他	收入	62.61	65.74	69.03	72.48
	增速	-22.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	46.9	49.3	51.8	54.4
	毛利率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	2071.6	3825.2	7657.9	9819.6
	增速	-18.0%	84.7%	100.2%	28.2%
	成本	1460.7	2676.7	5500.7	7147.0
	毛利率	29.5%	30.0%	28.2%	27.2%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2071.56	3825.17	7657.94	9819.60	净利润	135.64	280.97	653.75	909.25
营业成本	1460.71	2676.74	5500.73	7147.00	折旧与摊销	55.69	116.01	258.69	353.69
营业税金及附加	18.04	32.57	65.69	84.02	财务费用	13.10	39.16	157.08	257.34
销售费用	211.28	382.52	650.92	667.73	资产减值损失	-15.81	0.00	0.00	0.00
管理费用	126.30	382.52	520.74	589.18	经营营运资本变动	165.31	-419.18	-945.41	-451.89
财务费用	13.10	39.16	157.08	257.34	其他	-19.75	-20.43	-31.76	-10.62
资产减值损失	-15.81	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	334.18	-3.48	92.34	1057.76
投资收益	0.80	0.00	0.00	0.00	资本支出	29.51	-2000.00	-4000.00	-1000.00
公允价值变动损益	20.07	17.30	18.22	17.91	其他	12.41	23.83	17.91	17.83
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	41.93	-1976.17	-3982.09	-982.17
营业利润	159.43	328.98	781.00	1092.24	短期借款	10.85	207.84	2986.12	28.95
其他非经营损益	7.06	10.74	9.51	9.92	长期借款	0.00	1000.00	1500.00	500.00
利润总额	166.49	339.71	790.51	1102.16	股权融资	-15.19	-5.04	0.00	0.00
所得税	30.85	58.75	136.76	192.91	支付股利	-195.04	-27.48	-56.01	-131.03
净利润	135.64	280.97	653.75	909.25	其他	-16.11	-33.04	-157.08	-257.34
少数股东损益	-1.78	0.93	-1.42	-0.32	筹资活动现金流净额	-215.49	1142.27	4273.03	140.58
归属母公司股东净利润	137.42	280.04	655.17	909.57	现金流量净额	159.39	-837.37	383.28	216.17
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1219.89	382.52	765.79	981.96	成长能力				
应收和预付款项	964.45	1810.81	3662.97	4725.64	销售收入增长率	-18.03%	84.65%	100.20%	28.23%
存货	443.42	648.73	1397.75	1868.08	营业利润增长率	-31.84%	106.35%	137.40%	39.85%
其他流动资产	566.40	17.16	26.36	30.96	净利润增长率	-36.78%	107.15%	132.68%	39.08%
长期股权投资	271.32	271.32	271.32	271.32	EBITDA 增长率	-23.06%	112.14%	147.19%	42.32%
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	449.90	2349.50	6106.43	6768.36	毛利率	29.49%	30.02%	28.17%	27.22%
无形资产和开发支出	90.47	74.99	59.52	44.04	三费率	16.93%	21.02%	17.35%	15.42%
其他非流动资产	103.09	102.95	102.80	102.66	净利率	6.55%	7.35%	8.54%	9.26%
资产总计	4108.93	5657.97	12392.94	14793.02	ROE	6.13%	11.39%	21.33%	23.66%
短期借款	381.24	589.08	3575.20	3604.15	ROA	3.30%	4.97%	5.28%	6.15%
应付和预收款项	862.30	1373.59	2770.77	3714.62	ROIC	10.67%	12.51%	12.48%	11.83%
长期借款	0.00	1000.00	2500.00	3000.00	EBITDA/销售收入	11.02%	12.66%	15.63%	17.35%
其他负债	652.98	228.34	482.27	631.34	营运能力				
负债合计	1896.52	3191.00	9328.23	10950.10	总资产周转率	0.52	0.78	0.85	0.72
股本	1632.30	1627.26	1627.26	1627.26	固定资产周转率	4.65	2.74	1.81	1.65
资本公积	26.06	26.06	26.06	26.06	应收账款周转率	2.19	3.44	3.44	2.89
留存收益	549.83	802.39	1401.56	2180.09	存货周转率	4.00	4.75	5.33	4.36
归属母公司股东权益	2198.43	2452.06	3051.23	3829.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.19%	—	—	—
少数股东权益	13.97	14.90	13.48	13.15	资本结构				
股东权益合计	2212.41	2466.96	3064.71	3842.92	资产负债率	46.16%	56.40%	75.27%	74.02%
负债和股东权益合计	4108.93	5657.97	12392.94	14793.02	带息债务/总负债	20.10%	49.80%	65.13%	60.31%
					流动比率	1.69	1.31	0.86	0.96
					速动比率	1.45	1.01	0.65	0.72
					股利支付率	141.93%	9.81%	8.55%	14.41%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	228.22	484.15	1196.76	1703.26	每股收益	0.08	0.17	0.40	0.56
PE	116.28	57.06	24.39	17.57	每股净资产	1.35	1.51	1.88	2.35
PB	7.27	6.52	5.24	4.17	每股经营现金	0.21	0.00	0.06	0.65
PS	7.71	4.18	2.09	1.63	每股股利	0.12	0.02	0.03	0.08
EV/EBITDA	66.07	35.27	17.70	12.62					
股息率	1.22%	0.17%	0.35%	0.82%					

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	朱晓玲	高级销售经理	18516182077	18516182077	zxl@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	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yx@swsc.com.cn