

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: 唐保威
 证券执业证书号: S0640121040023
 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

双良节能 (600481): 硅片长单签订充分保障业绩增长, 光伏新业务布局初见成效

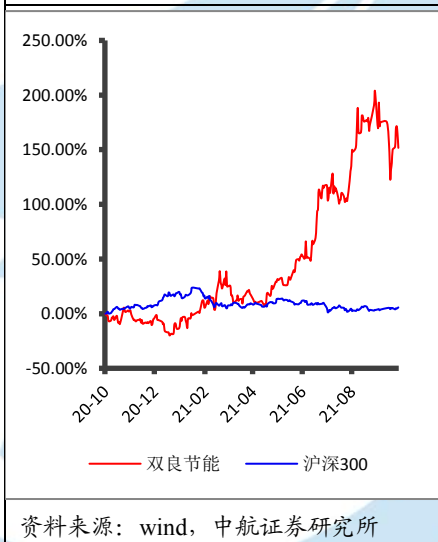
行业分类: 机械设备 2021年10月25日

公司投资评级	买入
当前股价	10.69元

基础数据

上证指数	3609.86
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)	78.38
PB(LF)	7.93

公司近一年与沪深300走势对比图



■ 接连签订硅片大单, 公司未来业绩得到充分保障

2021年10月25日, 公司公布《关于全资子公司签订重大销售合同的公告》, 公司的全资子公司将在2022年1月1日至2024年12月31日向爱旭方面销售单晶硅片合计21亿片, 其中2022年销售3亿片, 2023年销售8亿片, 2024年销售10亿片, 公告测算销售总额为144.27亿元(含税)。这是公司本月第二次公布硅片重大销售合同, 仅在11天前, 公司就公告了与江苏润阳的长单销售合同, 在2022-2024年公司将向润阳销售单晶硅片合计13亿片, 其中2022年销售2亿片, 2023年销售5亿片, 2024年销售6亿片, 公告测算销售总额为83.33亿元(含税)。

考虑到硅片价格今年来已经上涨超76%, 利用PVInfoLink今年以来发布的182mm硅片均价来测算这两笔订单可能为公司带来的收入, 今年以来182mm硅片的不含税均价约4.65元/片, 则2022年、2023年、2024年公司合计因这两笔合同而获得的营业收入或将分别为23.25亿元、60.46亿元及74.41亿元(公司2020年总营收为20.72亿元), 未来业绩有望得到充分保障。

■ 规划产能、锁定硅料均有盈余, 新增订单或将持续

从产能方面看, 公司目前规划40GW硅片产能, 按照182mm硅片面积为330.15cm²、对应电池片效率为22.50%计算, 以上两笔合同合计销售34亿片182mm硅片, 对应25.26GW硅片产能, 对于公司规划的40GW产能尚有近15GW的盈余。

此外, 根据索比光伏网, 182mm硅片等径方棒每kg出片量约55.9片/kg, 则34亿片182mm硅片所需硅棒重量为6.08万吨。根据公司上个月公布的硅料采购合同, 公司将于2021.9-2026.12向江苏中能采购

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

多晶硅料 5.275 万吨，假设均匀采购，2021.9-2024 公司采购硅料数量为 3.30 万吨；同时公司将于 2022-2026 向新特方面采购多晶硅 8.22 万吨，假设均匀采购，2022-2024 公司采购硅料数量为 4.93 万吨。故公司 2024 年之前锁定的多晶硅合计 8.23 万吨，能够覆盖 34 亿片 182mm 硅片所需的 6.08 万吨用料。

考虑到公司规划的硅片产能及锁定的硅料产量均有盈余，硅片新订单有望不断增加。

■ 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，随着硅片产能顺利落地，公司在硅片环节的竞争实力将进一步加强，公司发展长期向好。

■ 投资建议

预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 2.88 亿元、5.89 亿元、8.86 亿元，对应目前 PE 分别为 60.39X /29.55X /19.64X，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；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	288.03	588.59	885.79
增长率 (%)	-17.89%	-33.54%	109.60%	104.35%	50.49%
每股收益 EPS (元)	0.127	0.084	0.177	0.362	0.544
PE	69.72	104.92	60.39	29.55	19.64

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	7247.23
营业税金及附加	23.17	20.53	18.04	27.37	57.92	76.40
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	333.02	680.51	1024.12
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	333.02	680.51	1024.12
减: 所得税	23.88	9.95	10.73	49.95	102.08	153.62
净利润	256.19	214.54	135.64	283.06	578.43	870.50
减: 少数股东损益	4.36	7.76	-1.78	-4.97	-10.16	-15.28
归属母公司股东净利润	251.83	206.78	137.42	288.03	588.59	885.79
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1118.25	1064.79	1219.89	1335.35	2590.29	4016.48
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	9293.70
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	680.33
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	-577.03
资产总计	3888.64	3855.74	4108.93	5364.97	14994.62	14456.61
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	11651.86
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	11742.09
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	638.09	728.35
归属母公司股东权益	2248.84	2279.25	2198.43	2227.79	2287.76	2378.03
少数股东权益	26.61	19.04	13.97	9.00	-1.15	-16.44
股东权益合计	2275.45	2298.29	2212.41	2236.79	2286.61	2361.59
负债和股东权益合计	3888.64	3855.74	4108.93	5814.46	15093.32	14103.68
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	736.76	1739.39	2147.39
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	-621.30	-484.45	-721.20
现金流量净额	-271.37	2.69	159.39	115.46	1254.95	1426.19

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。