

2021年10月28日

21Q3 业绩高增，硅片业务打开未来成长空间

双良节能(600481)

评级:	买入	股票代码:	600481
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	12.98/3.25
		总市值(亿)	203.08
最新收盘价:	12.48	自由流通市值(亿)	203.08
		自由流通股数(百万)	1,627.26

事件概述

公司发布公告，2021 年前三季度实现营业收入 22.67 亿元，同比增长 85.29%；实现归母净利润 1.77 亿元，同比增长 220.88%，扣非归母净利润 1.55 亿元，同比增长 347.33%。

分析判断:

► **营收&归母净利高速增长，盈利能力有所提高。**1) 受益于节水节能行业与光伏行业的高度景气，2021 年前三季度公司实现营收 22.67 亿元，同比增长 85.29%；实现归母净利润 1.77 亿元，同比增长 220.88%。单季度来看，2021Q3 单季度实现营业收入 10.18 亿元，同比增长 109.75%；归母净利润 0.75 亿元，同比增长 100.44%。2) 盈利能力方面，公司前三季度销售毛利率和净利率分别为 30.00%/8.47%，毛利率水平同比保持稳定，净利率水平同比上升 4.04pct，盈利能力有所提升。3) 费用方面，公司前三季度销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.52%/5.22%/1.15%/5.15%，销售费用率/管理费用率同比显著下降 4.86pct/2.17pct，财务费用率同比上升 0.43pct，研发费用率同比保持稳定。

► **接连签约销售长单，硅片业务有望持续渗透。**

硅片逐步通过客户验证，未来有望向其他客户持续渗透。2021 年 10 月以来，公司接连与江苏润阳悦达/爱旭签订硅片销售长单，2022-2024 年间，分别向江苏润阳悦达/爱旭提供总计 13/21 亿片单晶硅片，销售金额按现货价格估算为 83.33/144.27 亿元（含税）。2021 年新建包头大尺寸硅片生产厂一期规模达 20GW，产能共规划 40GW。目前公司已经成功出炉首根大尺寸单晶硅棒并逐步产出硅片，销售合同的落地表明公司硅片质量逐步得到客户认可。

► **锁定硅料供应，保障未来硅片平稳生产。**

公司与新疆新特和江苏中能签订多晶硅采购合同，提前锁定未来硅料供给。9 月 22 日，公司同新疆新特和江苏中能签订长达 5 年期的多晶硅料采购合同（2022-2026 年），采购量合计约 13.495 万吨。据硅业分会致密料价格预测，总采购金额将达 174.68 亿元。2021 年以来硅料是光伏产业链中供给最为紧张环节，即硅料主要决定了产业链能否顺畅传导，公司依靠还原炉业务与硅料厂保持良好的合作关系，保障硅料的稳定供给。

► **能够直接生产大尺寸硅片，具备明显后发优势。**

当前硅片大尺寸化的趋势日益明显。210 尺寸硅片无法通过改造现有 166 尺寸以下硅片生产线实现生产。公司包头子公司采购的生长炉能够直接生产 210 硅片，并向下兼顾生产 182/166 等硅片，满足了下游企业对硅片大尺寸替代的需求。

投资建议：维持前序盈利预测不变，预计 2021-2023 年收入分别为 30.27/59.95/88.70 亿元，同比增速分别为 46.1%/98.0%/48.0%；归母净利润分别为 2.83/5.70/8.43 亿元，同比增速分别为 106.0%/101.4%/47.8%，对应 EPS 分别为 0.17/0.35/0.52 元，以 2021 年 10 月 28 日收盘价 12.48 元计算，对应 PE 分别为 72/36/24 倍。维持公司“买入”评级。

风险提示：光伏行业景气度不及预期，硅片项目进展不及预期，节能节水业务订单增长不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,527	2,072	3,027	5,995	8,870
YoY (%)	0.9%	-18.0%	46.1%	98.0%	48.0%
归母净利润(百万元)	207	137	283	570	843
YoY (%)	-17.9%	-33.5%	106.0%	101.4%	47.8%
毛利率 (%)	28.8%	29.5%	30.5%	26.5%	25.1%
每股收益 (元)	0.13	0.08	0.17	0.35	0.52
ROE	9.1%	6.3%	11.4%	18.7%	21.6%
市盈率	98.21	147.78	71.73	35.61	24.09

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 俞能飞

邮箱: yunf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519120002

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,072	3,027	5,995	8,870	净利润	136	287	577	847
YoY (%)	-18.0%	46.1%	98.0%	48.0%	折旧和摊销	56	247	107	132
营业成本	1,461	2,104	4,406	6,642	营运资金变动	127	-252	-383	-406
营业税金及附加	18	26	51	77	经营活动现金流	334	288	295	567
销售费用	211	272	420	443	资本开支	-21	-420	-148	-192
管理费用	126	151	240	355	投资	62	0	0	0
财务费用	13	-1	-25	-17	投资活动现金流	42	-420	-142	-189
资产减值损失	-16	-3	-3	-2	股权募资	2	0	0	0
投资收益	1	0	6	4	债务募资	460	-307	-74	0
营业利润	159	328	666	987	筹资活动现金流	-215	-319	-76	0
营业外收支	7	10	9	9	现金净流量	159	-451	77	378
利润总额	166	338	675	996					
所得税	31	51	98	149	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	136	287	577	847	成长能力				
归属于母公司净利润	137	283	570	843	营业收入增长率	-18.0%	46.1%	98.0%	48.0%
YoY (%)	-33.5%	106.0%	101.4%	47.8%	净利润增长率	-33.5%	106.0%	101.4%	47.8%
每股收益	0.08	0.17	0.35	0.52	盈利能力				
					毛利率	29.5%	30.5%	26.5%	25.1%
					净利率	6.5%	9.5%	9.6%	9.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	3.3%	6.7%	8.6%	8.9%
货币资金	1,220	769	846	1,224	净资产收益率 ROE	6.3%	11.4%	18.7%	21.6%
预付款项	131	142	291	494	偿债能力				
存货	443	478	987	1,671	流动比率	1.69	1.81	1.55	1.49
其他流动资产	1,400	1,770	3,345	4,934	速动比率	1.21	1.36	1.07	0.95
流动资产合计	3,194	3,159	5,468	8,323	现金比率	0.64	0.44	0.24	0.22
长期股权投资	271	271	271	271	资产负债率	46.2%	41.2%	53.4%	58.8%
固定资产	443	590	632	694	经营效率				
无形资产	90	121	129	141	总资产周转率	0.50	0.71	0.91	0.93
非流动资产合计	915	1,094	1,137	1,200	每股指标 (元)				
资产合计	4,109	4,252	6,606	9,523	每股收益	0.08	0.17	0.35	0.52
短期借款	381	74	0	0	每股净资产	1.35	1.52	1.88	2.39
应付账款及票据	696	771	1,744	2,743	每股经营现金流	0.21	0.18	0.18	0.35
其他流动负债	815	905	1,781	2,853	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,893	1,749	3,525	5,596	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	147.78	71.73	35.61	24.09
其他长期负债	4	4	4	4	PB	2.88	8.18	6.65	5.21
非流动负债合计	4	4	4	4					
负债合计	1,897	1,753	3,529	5,600					
股本	1,632	1,632	1,632	1,632					
少数股东权益	14	18	25	28					
股东权益合计	2,212	2,499	3,077	3,923					
负债和股东权益合计	4,109	4,252	6,606	9,523					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

俞能飞：厦门大学经济学硕士，从业6年，曾在国泰君安证券、中投证券等研究所担任分析师，作为团队核心成员获得2016年水晶球机械行业第一名，2017年新财富、水晶球等中小市值第一名；2018年新财富中小市值第三名；2020年金牛奖机械行业最佳行业分析团队。专注于半导体设备、机器视觉、自动化、汽车电子、机器人细分行业深度覆盖。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。