

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）：预告业绩略超预期，节能环保业务不可忽视，单晶硅业务静待开花

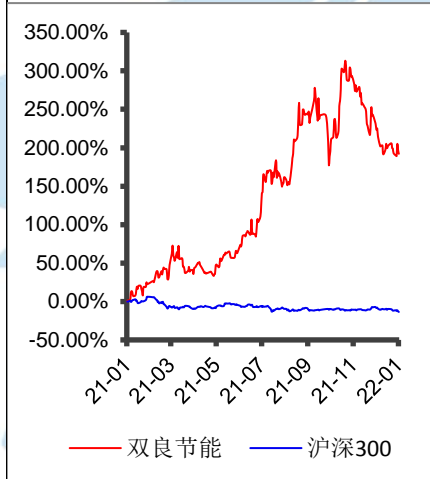
行业分类：机械设备 2022年1月14日

公司投资评级	买入
当前股价	9.70元

### 基础数据

上证指数	3521.26
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）	60.87
PB（LF）	6.95

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

### ■ 2021年业绩预告发布，归母净利润实现大幅增长

公司今日发布了《2021年度业绩预增公告》，预计2021年度实现归母净利润为2.85-3.25亿元，同比增长107.40%-136.50%；预计2021年度实现扣非归母净利润2.10-2.50亿元，同比增长107.78%-147.36%。超出市场预期。

公司业绩大幅增长一方面是公司积极把握“双碳”机遇，节能节水产品销售增长；另一方面主要是公司作为硅料设备龙头，充分受益于光伏硅料扩产带动的多晶硅还原炉等新能源装备需求提升。

### ■ 定增获批，单晶硅项目加速推进

2022年1月10日，公司非公开发行A股股票的申请获中国证监会审核通过。本次定增募集资金总额预计不超过34.88亿元，其中30亿元将用于40GW单晶硅一期项目（20GW）建设（项目总投资规模为69.99亿元）。

根据公司关于定增的意见回复公告，预计公司今年2月产能逐步提升，力争实现7GW的年产能；6月单晶二厂建设完成；预计明年3月实现一期20GW硅片达产。

自10月份以来，公司公告了与常州顺风、江苏新潮、阿特斯、江苏龙恒、爱旭、润阳等公司的单晶硅业务合同，预计2022-2024年将销售单晶硅方锭/方棒3.25万吨，单晶硅片46.5亿片。同时与天合、正泰的大尺寸硅片产品正处于中试阶段。公司的单晶硅试产能力得到越来越多不同的下游客户认可，在手订单规模或将不断增加。

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

### ■ 原料供应无忧，销售长单锁定，洗牌阶段公司优势明显，成功突围可期

随着光伏产业技术更迭、原材料价格回落、硅片落后产能淘汰，硅片环节或将迎来新一轮洗牌。在此阶段，我们认为公司有 3 大优势：

1、轻装上阵。公司产能均为大尺寸硅片产能，且没有小尺寸硅片库存，没有资产减值等压力。

2、硅料供应无忧。公司为多晶硅设备龙头，与硅料企业有天然合作关系，硅料供应方面具有一定优势。公司目前已锁定超 16 万吨的硅料供应。

3、生产能力获得多方下游认可，销售长单锁定保证业绩。从公司公告的单晶炉设备合同看，单晶炉采购合计超 30 亿元，对应超 20GW 单晶硅产能，生产能力无忧。同时公司已获得多方客户订单，业绩保障足够。

基于以上，看好公司长期发展。

### ■ 投资建议

预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 2.88 亿元、6.66 亿元、10.36 亿元，对应目前 PE 分别为 55X /24X /15X，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/百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2527.34	2071.56	3145.69	7646.75	11563.25
增长率 (%)	0.89%	-18.03%	51.85%	143.09%	51.22%
归属母公司股东净利润	206.78	137.42	288.03	665.82	1036.03
增长率 (%)	-17.89%	-33.54%	109.60%	131.16%	55.60%
每股收益 EPS (元)	0.127	0.084	0.177	0.409	0.637
PE	69.72	104.92	54.80	23.71	15.24

资料来源：wind，中航证券研究所

利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2505.07	2527.34	2071.56	3145.69	7646.75	11563.25
减: 营业成本	1774.84	1798.27	1460.71	2171.90	5856.10	8941.99
营业税金及附加	23.17	20.53	18.04	27.37	65.00	93.66
营业费用	217.38	250.89	211.28	283.11	305.87	404.71
管理费用	123.07	128.21	126.30	173.01	344.10	462.53
研发费用	84.94	102.96	86.48	157.28	305.87	462.53
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
<b>营业利润</b>	<b>295.75</b>	<b>233.89</b>	<b>159.43</b>	<b>333.02</b>	<b>769.80</b>	<b>1197.83</b>
加: 其他非经营损益	24.18	21.73	22.16	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>314.13</b>	<b>251.98</b>	<b>166.49</b>	<b>333.02</b>	<b>769.80</b>	<b>1197.83</b>
减: 所得税	23.88	9.95	10.73	49.95	115.47	179.67
<b>净利润</b>	<b>256.19</b>	<b>214.54</b>	<b>135.64</b>	<b>283.06</b>	<b>654.33</b>	<b>1018.16</b>
减: 少数股东损益	4.36	7.76	-1.78	-4.97	-11.49	-17.88
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>251.83</b>	<b>206.78</b>	<b>137.42</b>	<b>288.03</b>	<b>665.82</b>	<b>1036.03</b>
资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1118.25	1064.79	1219.89	1335.35	2740.18	4533.58
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	8882.68	11913.32
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	4851.59	1109.73
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	-4606.00	-1006.43
<b>资产总计</b>	<b>3888.64</b>	<b>3855.74</b>	<b>4108.93</b>	<b>5364.97</b>	<b>17069.18</b>	<b>18022.73</b>
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	14783.57	15105.06
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
<b>负债合计</b>	<b>1613.19</b>	<b>1557.45</b>	<b>1896.52</b>	<b>3577.67</b>	<b>14873.80</b>	<b>15195.29</b>
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	645.96	751.53
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2248.84</b>	<b>2279.25</b>	<b>2198.43</b>	<b>2227.79</b>	<b>2295.63</b>	<b>2401.21</b>
少数股东权益	26.61	19.04	13.97	9.00	-2.49	-20.36
<b>股东权益合计</b>	<b>2275.45</b>	<b>2298.29</b>	<b>2212.41</b>	<b>2236.79</b>	<b>2293.15</b>	<b>2380.85</b>
负债和股东权益合计	3888.64	3855.74	4108.93	5814.46	17166.95	17576.14
现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	297.80	274.78	334.18	736.76	1956.96	2642.03
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	-552.12	-848.63
<b>现金流量净额</b>	<b>-271.37</b>	<b>2.69</b>	<b>159.39</b>	<b>115.46</b>	<b>1404.83</b>	<b>1793.40</b>

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。