

获天合硅片长单，还原炉业绩持续突破

投资要点

- **事件：**公司公告与天合光能的硅片长单销售合同，以及与甘肃瓜州宝丰硅材料开发有限公司的还原炉设备销售合同。2022-2024年，公司预计向天合光能销售单晶硅片共18.92亿片。公司与甘肃瓜州宝丰硅材料开发有限公司签订还原炉设备销售合同，金额为2.6亿元。
- **与天合签订三年硅片长单销售合同，大尺寸硅片实力获组件龙头认证。**自2021年10月以来，公司陆续与通威、爱旭等电池龙头企业签订2022-2024年硅片销售长单，并成功进入Top5组件企业（阿特斯）硅片供应商名单。与通威的硅片销售合同相比，此次三年长单销量增加约8.4亿片，2022-2024年预计销售硅片共18.92亿片，每年交付量分别为3.92亿片、6亿片和9亿片，进一步验证公司210大尺寸硅片已具备龙头品质。根据当前公司已公布的销售合同公告，我们预计2022年公司硅片出货超12GW。
- **包头二期项目拟启动，后续硅片客户与长单值得期待。**当前公司包头一期20GW硅片项目建设接近完成，近期公告拟启动二期20GW投建规划。公司与下游电池和组件厂商合作不断扩大和深入，客户群体不断扩大，在手订单有望结合公司产能建设节奏持续增长。
- **硅料扩产超预期，2022年还原炉业绩持续突破。**2021年公司签订还原炉设备订单超17亿元，部分订单将于2022年交付并确认收入；2022年还原炉已签订单达15.6亿元。2021H2以来，合盛硅业、信义光能等新进者宣布各20万吨多晶硅总产能规划；同时大全、东方日升等硅料企业亦发布于包头建设20万吨以上的多晶硅扩产计划，故2022-2023年硅料环节将持续扩产，直接带动还原炉需求增长，此次与甘肃宝丰还原炉销售合同亦印证下游硅料扩产持续推进。我们认为公司作为多晶硅还原炉行业龙头，市占率超过50%，在硅料持续扩产下业绩有望优于2021年。
- **盈利预测与投资建议：**2022年硅片业绩逐步兑现，成为新增长曲线。预计公司未来三年归母净利润复合增长率为106.8%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游硅料扩产不及预期的风险；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	3321.30	12868.61	13157.84
增长率	-18.03%	60.33%	287.46%	2.25%
归属母公司净利润(百万元)	137.42	293.06	862.20	1215.84
增长率	-33.54%	113.26%	194.21%	41.02%
每股收益EPS(元)	0.08	0.18	0.53	0.75
净资产收益率ROE	6.13%	11.86%	26.22%	28.10%
PE	124	58	20	14
PB	7.74	6.90	5.21	3.95

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

联系人: 谢尚师
电话: 021-58351679
邮箱: xss@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)	4.17-13.72
总市值(亿元)	170.21
总资产(亿元)	61.01
每股净资产(元)	1.40

相关研究

1. 双良节能(600481): 与通威签订硅片销售长单，还原炉业绩有望延续 (2022-01-18)
2. 双良节能(600481): 朋友圈持续扩大，成功导入头部组件企业 (2021-12-07)
3. 双良节能(600481): 还原炉订单业绩兑现，大尺寸硅片时代已至 (2021-10-30)
4. 双良节能(600481): 再获硅片销售长单，传统节能业务稳步发展 (2021-10-26)
5. 双良节能(600481): 签订硅片销售长单，新业务进展顺利 (2021-10-17)

关键假设:

假设 1: 公司节能节水系统各项业务营收与毛利率保持较为稳定的水平。

假设 2: 2021-2023 多晶硅还原炉销量分别为 330 台、450 台、350 台; 毛利率分别为 34%、37%、36%。

假设 3: 2021-2023 年硅片销量为 0.1/15/12GW, 硅片业务毛利率为 22%、18%、20%。

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	853.0	950.0	990.0	960.0
	增速	5.7%	11.4%	4.2%	-3.0%
	成本	588.4	693.5	715.0	690.0
	毛利率	31.0%	27.0%	27.8%	28.1%
换热器	收入	257.6	420.0	422.5	420.0
	增速	-7.9%	63.1%	0.6%	-0.6%
	成本	179.5	276.0	286.0	280.0
	毛利率	30.3%	34.3%	32.3%	33.3%
空冷器	收入	721.6	750.0	780.0	780.0
	增速	-28.1%	3.9%	4.0%	0.0%
	成本	527.0	551.3	561.6	561.6
	毛利率	27.0%	26.5%	28.0%	28.0%
多晶硅还原炉及其他	收入	176.8	1060.5	1480.0	1095.0
	增速	-50.5%	500.0%	39.6%	-26.0%
	成本	118.9	699.9	932.4	700.8
	毛利率	32.7%	34.0%	37.0%	36.0%
硅片	收入	—	70.8	9126.1	9832.8
	增速	—	—	12790.6%	7.7%
	成本	—	55.2	7483.4	7866.3
	毛利率	—	22.0%	18.0%	20.0%
其他	收入	62.6	70.0	70.0	70.0
	增速	-22.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	46.9	52.5	52.5	52.5
	毛利率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	2071.6	3321.3	12868.6	13157.8
	增速	-18.0%	60.3%	287.5%	2.2%
	成本	1460.7	2328.4	10030.9	10151.2
	毛利率	29.5%	29.9%	22.1%	22.9%

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	3321.30	12868.61	13157.84	净利润	135.64	294.03	860.32	1215.41
营业成本	1460.71	2328.40	10030.91	10151.17	折旧与摊销	55.69	106.48	228.24	343.13
营业税金及附加	18.04	28.28	110.39	112.59	财务费用	13.10	69.46	233.16	321.46
销售费用	211.28	215.88	514.74	460.52	资产减值损失	-15.81	0.00	0.00	0.00
管理费用	126.30	348.74	1029.49	789.47	经营营运资本变动	165.31	-301.85	-2171.17	-19.31
财务费用	13.10	69.46	233.16	321.46	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	147.69	-881.20	1850.07
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	347.83	968.13	1340.54	短期借款	10.85	886.59	6009.80	-345.08
其他非经营损益	7.06	10.74	9.51	9.92	长期借款	0.00	150.00	100.00	0.00
利润总额	166.49	358.57	977.64	1350.45	股权融资	-15.19	0.00	0.00	0.00
所得税	30.85	64.54	117.32	135.05	支付股利	-195.04	-27.48	-58.61	-172.44
净利润	135.64	294.03	860.32	1215.41	其他	-16.11	-68.39	-233.16	-321.46
少数股东损益	-1.78	0.97	-1.87	-0.43	筹资活动现金流净额	-215.49	940.71	5818.02	-838.98
归属母公司股东净利润	137.42	293.06	862.20	1215.84	现金流量净额	159.39	-887.76	954.73	28.92
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	332.13	1286.86	1315.78	成长能力				
应收和预付款项	964.45	1572.58	6211.95	6374.89	销售收入增长率	-18.03%	60.33%	287.46%	2.25%
存货	443.42	562.29	2550.53	2657.22	营业利润增长率	-31.84%	118.17%	178.33%	38.47%
其他流动资产	566.40	16.08	37.97	38.30	净利润增长率	-36.78%	116.78%	192.60%	41.27%
长期股权投资	271.32	271.32	271.32	271.32	EBITDA 增长率	-23.06%	129.50%	172.93%	40.26%
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	2359.04	6146.41	6818.89	毛利率	29.49%	29.89%	22.05%	22.85%
无形资产和开发支出	90.47	74.99	59.52	44.04	三费率	16.93%	19.09%	13.81%	11.94%
其他非流动资产	103.09	102.95	102.80	102.66	净利率	6.55%	8.85%	6.69%	9.24%
资产总计	4108.93	5291.36	16667.35	17623.10	ROE	6.13%	11.86%	26.22%	28.10%
短期借款	381.24	1267.83	7277.63	6932.55	ROA	3.30%	5.56%	5.16%	6.90%
应付和预收款项	862.30	1194.37	4981.82	5220.80	ROIC	10.67%	14.53%	15.16%	13.88%
长期借款	0.00	150.00	250.00	250.00	EBITDA/销售收入	11.02%	15.77%	11.11%	15.24%
其他负债	652.98	199.14	876.17	895.05	营运能力				
负债合计	1896.52	2811.34	13385.61	13298.39	总资产周转率	0.52	0.71	1.17	0.77
股本	1632.30	1627.26	1627.26	1627.26	固定资产周转率	4.65	2.77	3.56	2.28
资本公积	26.06	31.10	31.10	31.10	应收账款周转率	2.19	3.28	4.09	2.60
留存收益	549.83	815.41	1618.99	2662.39	存货周转率	4.00	4.48	6.41	3.89
归属母公司股东权益	2198.43	2465.08	3268.67	4312.07	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	14.94	13.07	12.64	资本结构				
股东权益合计	2212.41	2480.02	3281.74	4324.71	资产负债率	46.16%	53.13%	80.31%	75.46%
负债和股东权益合计	4108.93	5291.36	16667.35	17623.10	带息债务/总负债	20.10%	50.43%	56.24%	54.01%
					流动比率	1.69	0.93	0.77	0.80
					速动比率	1.45	0.72	0.57	0.59
					股利支付率	141.93%	9.38%	6.80%	14.18%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	228.22	523.78	1429.54	2005.13	每股收益	0.08	0.18	0.53	0.75
PE	123.86	58.08	19.74	14.00	每股净资产	1.35	1.51	2.01	2.65
PB	7.74	6.90	5.21	3.95	每股经营现金	0.21	0.09	-0.54	1.14
PS	8.22	5.12	1.32	1.29	每股股利	0.12	0.02	0.04	0.11
EV/EBITDA	70.65	34.36	16.19	11.36					
股息率	1.15%	0.16%	0.34%	1.01%					

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
	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	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
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn