

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)：业绩高速增长，硅片业务初现，看好公司未来发展

行业分类：机械设备

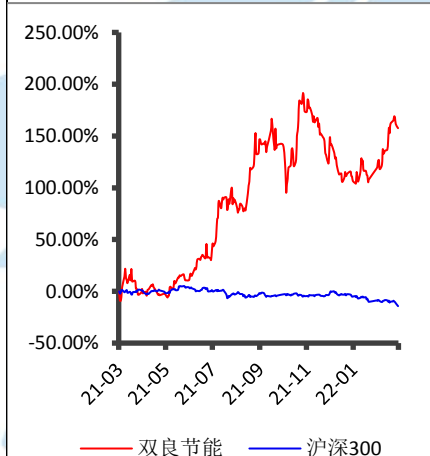
2022 年 3 月 8 日

| | |
|--------|---------|
| 公司投资评级 | 买入 |
| 当前股价 | 12.10 元 |

基础数据

| | |
|-----------------|---------|
| 上证指数 | 3293.53 |
| 总股本 (百万) | 1627.26 |
| 流通 A 股 (百万) | 1627.26 |
| 2021 年资产负债率 | 72.66% |
| 2021 年 ROE (摊薄) | 12.89% |
| PE (TTM) | 63.5 |
| PB (LF) | 8.18 |

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

相关报告：

《双良节能 (600481.SH)：新签 210 硅片超 150 亿元大单，硅片扩产加速》
 《双良节能 (600481.SH)：业绩预告略超预期，节能环保业务不可忽视，单晶硅业务静待开花》
 《双良节能 (600481.SH)：单晶硅业务再获大单，看好公司长期发展》

业绩高速增长，净资产收益率大幅提升

公司 3 月 7 日晚间发布了 2021 年年度报告。2021 年全年公司实现营业收入 38.30 亿元，同比增长 84.87%，两年复合增速 23.10%；归母净利润 3.1 亿元，同比增长 125.68%，两年复合增速 22.47%；全年毛利率 27.84%，同比-1.65pct；净利率 8.87%，同比+2.32pct；公司 ROE 为 13.47%，同比+7.33pct，提升明显；总资产 89.91 亿元，同比增长 118.82%；公司资产负债率 72.66%，同比+26.50pct。

本次业绩高增主要受益于国家“双碳”战略，公司节能节水系统和光伏新能源产业均迎来了巨大的发展机遇。而净利率、资产周转率、权益乘数对 ROE 的增长均有贡献，三者的变动分别令 ROE 提高了 1.36pct、0.93pct、5.04pct，权益乘数贡献度最高。

由于公司本期负债大幅增长导致期末负债率超过 70%。在总资产增长的 48.82 亿元中，负债的增长贡献了 46.36 亿元，其中流动负债增加了 37.90 亿元。在流动负债中增加较多的分别是合同负债 (增加了 6.11 亿元)、短期借款 (增长 8.27 亿元)、应付票据及应付账款 (增长 10.41 亿元)、其他应付款 (增长 10.72 亿元，主要为基建工程及设备款增长 10.89 亿元)，四者本期合计增加 35.50 亿元，基本对应了公司本期资产项中在建工程 (增长 18.72 亿元)、固定资产 (增长 6.74 亿元)、存货 (增长 6.09 亿元)、货币资金 (增长 6.92 亿元) 的增长 (四者本期合计增加 38.47 亿元)。由于报告期内公司正式开展一期 20GW 大尺寸单晶硅片业务，总投资规模 74.87 亿元，故本期公司负债率有较大增长属于正常现象。考虑到公司定增募资 34.88 亿元方案已于 2022 年 1 月份获得证监会批准，以及单晶硅业务本身为公司带来的现金流量，我们认为公司本期负债率大幅增长不会对未来正常经营产生较大影响。

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

■ 硅片业务初现报表，未来盈利增长可期

公司于 2021 年 2 月设立包头子公司，正式开展一期 20GW 大尺寸单晶硅片业务。报告期内，单晶一厂房基本完成建设，所有设备、仪器的采购、安装、调试、生产准备等正有条不紊推进之中。2021 年 6 月，公司首根大尺寸单晶硅棒成功出炉，2021 年 10 月，大尺寸单晶硅棒已实现小批量设备调试。

公司在 2021 年年度报告中首次披露单晶硅业务情况。本期公司单晶硅收入 2.35 亿元，成本 2.63 亿元，毛利率为-12.05%。单晶硅销售量 3542 万片，平均每片价格 6.64 元（不含税）。若以 182 硅片测算，3542 万片对应不超过 0.27GW 的销量。本期单晶硅业务成本中多晶硅料为 1.82 亿元，占收入比例为 77.20%。本期单晶硅业务负毛利的原因可能一方面是由于 2021 年四季度硅片价格处于下行区间，12 月末 182 硅片价格为 5.7 元/片，比 10 月初降低了 17%；另一方面原因或更为主要，公司产能尚处于爬坡阶段，规模效应尚待进一步提升，由此造成了负毛利。从目前产销情况看，公司产销比例超过 93%。

随着建设投产进度的加快，公司力争在 2022 年一季度内完成氩气回收车间、清洗车间、220KV 变电站和单晶二厂的建设，并实现单晶一厂（共计 560 台 1600 炉型的单晶炉，预计约 7GW 产能）全面投产运行。伴随公司产能利用率逐渐攀升以及 2022 年一季度硅片价格回暖，预计公司单晶硅业务未来盈利可期。

■ 新签设备采购订单，硅片产能加速落地

公司同日公告了设备采购订单，分别向连城凯克斯、浙江晶盛机电采购合计 14.30 亿元的单晶炉设备。而此前公司已经采购 30.88 亿元的单晶炉设备，对应产能已超过 20GW，故此次采购或为公司 40GW 单晶硅二期项目（20GW）做准备，预示着公司硅片产能扩张加速。

■ 增加 50 亿对外借款额度，补充公司经营资金需求

同日发布的还有公司关于增加对外借款额度的公告。公司二期项目（20GW）的投资额预计 62 亿元，加之一期项目（20GW）的建设投资，为满足公司经营的实际资金需求，公司 2022 年度拟对外借款不超过 50 亿元人民币。公司目前资产负债率为 72.66%。若借款额度 50 亿元人民币全部提款，公司资产负债率将达到约 82.43%，可能影响公司偿债能力。但是若考虑公司拟定增募集的 34.88 亿元权益资金，公司资产负债率将降至 65.98%，资产结构进一步优化。同时在公司利润有望大幅增长时，对 50 亿元的资金需求采取债务而非权益筹资的形式，将有益于保护原始股东的利益，使每股收益不被稀释。

■ 投资建议

预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 9.06 亿元、13.86 亿元、16.60 亿元，对应目前 PE 分别为 22X /14X /12X，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 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 2071.56 | 3829.78 | 10727.94 | 16021.68 | 19879.93 |
| 增长率 (%) | -18.03% | 84.87% | 180.12% | 49.35% | 24.08% |
| 归属母公司股东净利润 | 137.42 | 310.13 | 906.38 | 1385.50 | 1660.09 |
| 增长率 (%) | -33.54% | 125.68% | 192.26% | 52.86% | 19.82% |
| 每股收益 EPS (元) | 0.084 | 0.191 | 0.557 | 0.851 | 1.020 |
| PE | 143.52 | 63.59 | 21.72 | 14.21 | 11.86 |

资料来源: wind, 中航证券研究所



| 利润表（百万元） | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 2527.34 | 2071.56 | 3829.78 | 10727.94 | 16021.68 | 19879.93 |
| 减：营业成本 | 1798.27 | 1460.71 | 2763.74 | 8404.91 | 12470.73 | 15537.91 |
| 营业税金及附加 | 20.53 | 18.04 | 30.16 | 75.10 | 112.15 | 139.16 |
| 营业费用 | 250.89 | 211.28 | 238.08 | 590.04 | 801.08 | 994.00 |
| 管理费用 | 128.21 | 126.30 | 176.19 | 268.20 | 400.54 | 497.00 |
| 研发费用 | 102.96 | 86.48 | 166.14 | 321.84 | 480.65 | 596.40 |
| 财务费用 | 8.10 | 13.10 | 44.86 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产减值损失 | -4.51 | -15.81 | -33.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 加：投资收益 | 10.55 | 0.80 | 14.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 11.76 | 20.07 | -4.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | -107.47 | -102.29 | -199.39 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 240.69 | 176.51 | 421.37 | 1067.87 | 1756.52 | 2115.47 |
| 加：其他非经营损益 | 21.73 | 22.16 | 77.08 | 40.32 | 40.32 | 40.32 |
| 利润总额 | 262.42 | 198.67 | 498.45 | 1108.19 | 1796.84 | 2155.80 |
| 减：所得税 | 9.95 | 10.73 | 42.87 | 154.11 | 257.40 | 311.25 |
| 净利润 | 252.47 | 187.94 | 455.58 | 954.08 | 1539.44 | 1844.55 |
| 减：少数股东损益 | 7.76 | -1.78 | 29.49 | 47.70 | 153.94 | 184.45 |
| 归属母公司股东净利润 | 206.78 | 137.42 | 310.13 | 906.38 | 1385.50 | 1660.09 |
| 资产负债表（百万元） | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 1064.79 | 1219.89 | 1911.84 | 107.28 | 160.22 | 198.80 |
| 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 | 1301.33 | 964.45 | 1398.62 | 5523.65 | 4802.78 | 8019.55 |
| 其他应收款（合计） | 57.42 | 71.08 | 74.37 | 57.42 | 71.08 | 74.37 |
| 存货 | 255.11 | 443.42 | 1052.77 | 3750.04 | 3376.10 | 5502.71 |
| 其他流动资产 | 4.02 | 4.99 | 96.12 | 96.12 | 96.12 | 96.12 |
| 长期股权投资 | 304.63 | 271.32 | 273.56 | 273.56 | 273.56 | 273.56 |
| 金融资产投资 | 60.00 | 0.00 | 0.00 | 60.00 | 0.00 | 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 | 481.16 | 449.90 | 2995.52 | 8632.75 | 8269.97 | 7307.20 |
| 无形资产和开发支出 | 93.18 | 90.47 | 296.31 | 260.07 | 223.83 | 187.59 |
| 其他非流动资产 | 342.11 | 374.40 | 745.82 | 5345.95 | 5300.42 | 2171.50 |
| 资产总计 | 3855.74 | 4108.93 | 8991.01 | 19011.87 | 17564.20 | 21947.15 |
| 短期借款 | 370.39 | 381.24 | 1208.12 | 5278.77 | 3566.27 | 2345.91 |
| 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 | 1136.50 | 1422.67 | 4197.40 | 10363.46 | 9985.56 | 14672.38 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 90.13 | 90.13 | 90.13 | 90.13 |
| 其他负债 | 420.95 | 473.85 | 2245.16 | 6047.76 | 4335.26 | 3114.90 |
| 负债合计 | 1557.45 | 1896.52 | 6532.68 | 16501.35 | 14410.94 | 17877.41 |
| 股本 | 1637.34 | 1632.30 | 1627.26 | 1627.26 | 1627.26 | 1627.26 |
| 资本公积 | 17.63 | 17.38 | -55.39 | -55.39 | -55.39 | -55.39 |
| 留存收益 | 624.28 | 548.76 | 834.16 | 994.54 | 1239.69 | 1533.44 |
| 归属母公司股东权益 | 2279.25 | 2198.43 | 2406.03 | 2566.41 | 2811.56 | 3105.30 |
| 少数股东权益 | 19.04 | 13.97 | 52.30 | 100.00 | 253.95 | 438.40 |
| 股东权益合计 | 2298.29 | 2212.41 | 2458.33 | 2666.41 | 3065.51 | 3543.71 |
| 负债和股东权益合计 | 3855.74 | 4108.93 | 8991.01 | 19167.76 | 17476.45 | 21421.12 |
| 现金流量表（百万元） | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营性现金净流量 | 274.78 | 334.18 | 91.82 | 979.10 | 3096.40 | 2737.01 |
| 投资性现金净流量 | -0.01 | 41.93 | -849.33 | -5953.60 | 46.40 | 46.40 |
| 筹资性现金净流量 | -275.58 | -215.49 | 754.49 | 3169.94 | -3089.86 | -2744.83 |
| 现金流量净额 | 2.69 | 159.39 | -0.47 | -1804.56 | 52.94 | 38.58 |

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。