



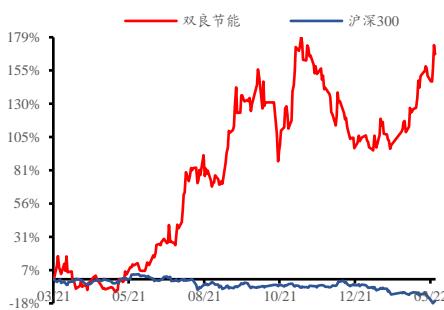
## 买入(维持)

行业:	机械设备
日期:	2022年03月12日
分析师:	开文明
Tel:	021-53686172
E-mail:	kaiwenming@shzq.com
SAC 编号:	S0870521090002
分析师:	丁亚
Tel:	021-53686149
E-mail:	dingya@shzq.com
SAC 编号:	S0870521110002
联系人:	刘清馨
Tel:	021-53686152
E-mail:	liuqingxin@shzq.com
SAC 编号:	S0870121080027

### 基本数据

最新收盘价(元)	13.11
12mth A股价格区间(元)	13.72-4.44
总股本(百万股)	1,627.26
无限售A股/总股本	100.00%
流通市值(亿元)	213.33

### 最近一年股票与沪深300比较



### 相关报告:

《多晶硅还原炉龙头，硅片业务打开成长空间》

——2022年03月10日

## 产业链向下游延伸，拓宽成长空间

——关于对外投资设立全资孙公司的公告点评

### ■ 投资摘要

#### 事件概述

2022年3月11日，公司发布关于对外投资设立孙公司的公告，公司拟投资设立双良新能科技(包头)有限公司，投资运营年产20GW高效光伏组件项目，孙公司注册资本6亿元，由双良节能全资子公司江苏双良节能投资有限公司以现金方式出资，出资比例100%。组件项目将分期实施，尚处于筹划阶段。

#### 点评

公司完善自身产业链布局，避免与客户直接竞争，盘活上下游产业链。公司是多晶硅还原炉设备行业龙头，市占率高达65%，供货硅料龙头厂商。公司21年开启硅片业务，协同还原炉设备客户资源获得硅料稳定供应。未来公司组件业务也将协同硅片客户资源，与电池企业互为供应商，形成“你中有我，我中有你”的相互关系。我们认为公司扎实的双边合作策略将有效整合上下游资源，形成合力，保障企业稳定发展。

**组件业务构筑业绩新成长极。**在双碳目标的推进下，光伏市场成长迅速，根据PV Infolink数据，预计2025年，全球新增装机量将增长至352GW，根据1:1.2的容配比，对应全球组件需求量将增长至423GW，相较于2021年增长98.08%。我们认为公司此时布局组件业务将抓住光伏行业快速发展机遇，为公司打造业绩新成长极。

公司积累了深厚的光伏产业上下游关系，将协同电池厂商、电站投资商等资源，多渠道布局推动硅片及组件销售。公司不仅与上游多晶硅料厂商(新特能源、大全能源等)保持密切合作关系，还因节能节水业务与光伏下游的电站投资商(包括国有五大电力公司等)保持着长期良好的合作伙伴关系，并积极与光伏电站投资企业洽谈，开展电站终端的供应链合作，为客户提供整体解决方案。公司于2021年8月与华能集团北方联合电力公司在包头就在内蒙古自治区光伏电站、节能改造等领域达成战略合作。另外，公司于21年6月与新力能源(中信泰富下属公司)、爱康科技签署三方战略合作框架协议，将充分发挥三方在大尺寸硅片、异质结电池及组件以及光伏电站投资运营方面的优势，共同推动光伏电池及组件产业链项目在包头项目落地配套。我们认为公司将充分利用客户与合作伙伴资源，多渠道布局推动硅片及组件业务销售。

**符合政府产业规划，推动企地共赢。**包头市截至20年底投产建成光伏材料企业10户，完成多晶硅料、单晶拉棒以及切片加工产能布局。21年开始重点引进电池片、电池组件以及光伏配套等下游产业，着力在延链补链上，全力打造光伏全产业链条，以带动包头市绿色能源基地建设。公司布局组件产能，与政府产业链布局规划高度契合，在助力包头高质量发展同时实现企业自身成长，推动企地合作共赢。

### ■ 投资建议

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 129.72、159.16、190.17 亿元，同比分别增长 238.7%、22.7%、19.5%；归母净利润分别为 9.23、15.27、20.75 亿元，同比分别增长 197.6%、65.5%、35.9%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 23、18、13 倍。维持“买入”评级

### ■ 风险提示

硅片产能扩产不及预期风险；光伏行业政策波动风险；市场竞争加剧的风险。

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3830	12972	15916	19017
年增长率	84.9%	238.7%	22.7%	19.5%
归母净利润	310	923	1527	2075
年增长率	125.7%	197.6%	65.5%	35.9%
每股收益（元）	0.19	0.57	0.72	0.98
市盈率（X）	52.95	23.11	18.16	13.37
市净率（X）	6.80	6.41	3.14	2.54

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022 年 03 月 11 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1912	1019	3576	2624
应收票据及应收账款	1086	3209	3943	5237
存货	1053	2803	3614	4316
其他流动资产	903	1601	1859	2170
流动资产合计	4953	8633	12992	14346
长期股权投资	274	274	274	274
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1116	1530	2240	2755
在建工程	1879	2229	2579	2929
无形资产	288	288	288	288
其他非流动资产	480	480	480	480
非流动资产合计	4038	4801	5861	6726
<b>资产总计</b>	<b>8991</b>	<b>13434</b>	<b>18854</b>	<b>21073</b>
短期借款	1208	1260	1213	1165
应付票据及应付账款	1738	4579	4797	4538
合同负债	1116	1966	1811	2160
其他流动负债	1620	1354	1199	1233
流动负债合计	5682	9159	9020	9097
长期借款	90	90	90	90
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	760	760	760	760
非流动负债合计	850	850	850	850
<b>负债合计</b>	<b>6533</b>	<b>10010</b>	<b>9870</b>	<b>9947</b>
股本	1627	1627	2115	2115
资本公积	1	1	3489	3489
留存收益	829	1752	3279	5354
归属母公司股东权益	2406	3329	8832	10907
少数股东权益	52	95	151	218
<b>股东权益合计</b>	<b>2458</b>	<b>3424</b>	<b>8983</b>	<b>11125</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>8991</b>	<b>13434</b>	<b>18854</b>	<b>21073</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>92</b>	<b>120</b>	<b>82</b>	<b>440</b>
净利润	340	966	1583	2142
折旧摊销	74	237	340	435
营运资金变动	-429	-1197	-1945	-2232
其他	107	114	104	95
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-849</b>	<b>-973</b>	<b>-1363</b>	<b>-1257</b>
资本支出	-855	-999	-1395	-1295
投资变动	2	0	0	0
其他	3	26	32	38
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>754</b>	<b>-39</b>	<b>3838</b>	<b>-135</b>
债权融资	915	0	0	0
股权融资	0	0	3976	0
其他	-160	-39	-138	-135
<b>现金净流量</b>	<b>0</b>	<b>-892</b>	<b>2556</b>	<b>-952</b>

资料来源: Wind, 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3830	12972	15916	19017
营业成本	2764	9831	12075	14403
营业税金及附加	30	110	135	162
销售费用	238	778	796	761
管理费用	176	519	477	571
研发费用	166	533	519	561
财务费用	45	40	30	20
资产减值损失	-33	-25	-25	-25
投资收益	15	26	32	38
公允价值变动损益	-4	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>400</b>	<b>1135</b>	<b>1858</b>	<b>2515</b>
营业外收支净额	8	1	5	5
<b>利润总额</b>	<b>408</b>	<b>1136</b>	<b>1863</b>	<b>2520</b>
所得税	68	170	279	378
净利润	340	966	1583	2142
少数股东损益	29	43	56	67
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>310</b>	<b>923</b>	<b>1527</b>	<b>2075</b>
<b>主要指标</b>				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	27.8%	24.2%	24.1%	24.3%
净利率	8.1%	7.1%	9.6%	10.9%
净资产收益率	12.9%	27.7%	17.3%	19.0%
资产回报率	3.4%	6.9%	8.1%	9.8%
投资回报率	9.6%	19.4%	14.9%	16.7%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	84.9%	238.7%	22.7%	19.5%
EBIT增长率	176.8%	150.1%	62.0%	34.7%
归母净利润增长率	125.7%	197.6%	65.5%	35.9%
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.19	0.57	0.72	0.98
每股净资产	1.48	2.05	4.18	5.16
每股经营现金流	0.06	0.07	0.04	0.21
每股股利				
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.43	0.97	0.84	0.90
应收账款周转率	3.56	4.09	4.08	3.67
存货周转率	2.63	3.51	3.34	3.34
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	72.7%	74.5%	52.4%	47.2%
流动比率	0.87	0.94	1.44	1.58
速动比率	0.60	0.57	0.97	1.02
<b>估值指标</b>				
P/E	52.95	23.11	18.16	13.37
P/B	6.80	6.41	3.14	2.54
EV/EBITDA	30.25	15.96	11.79	9.13

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

## 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。