

## 投建光伏组件项目，新能源产业生态优良

### 投资要点

- **事件：**公司发布对外投资设立孙公司公告，全资子公司双良节能投资将以现金方式出资 6 亿元，于包头设立双良新能科技有限公司（暂定名），投资建设年产 20GW 高效光伏组件项目。
- **继进军大尺寸硅片领域后，公司再次落子光伏主产业链环节，将业务向下游延伸至组件，完善光伏产业链战略布局。**2021 年 3 月公司公告投建两期共 40GW 大尺寸硅片项目，同年首根大尺寸单晶硅棒成功出路，22 年一季度将实现一厂全面投产运行，整体投建进度高效。此次公司布局组件业务，在硅片业务的基础上向产业链下游延伸，进一步保障硅片产能消化（组件总产能为硅片产能 1/2），同时形成良好的协同效应。
- **节能节水业务客户优质，组件业务终端客户资源优势显著。**公司在传统节能节水业务中积累了众多电力客户资源，先后与国神公司、华能、甘肃电投、国电建投、国电电力等火电厂签订间冷系统 EPC 总包、设备采购等合同，与电力央企国企合作紧密。“双碳”目标下传统火电企业转型诉求强烈，两期风光大基地项目亦多以电力央企国企为主导，后续发电企业建设光伏电站意愿积极。我们认为公司有望充分借助与电力客户的多年合作关系，继续在组件领域开展合作，共同推进组件业务不断优化完善，亦助力客户积极完成风光大基地项目建设。
- **借助硅片业务与客户，形成良好的新能源产业链生态体系。**自公司布局硅片业务以来，已陆续与爱旭、通威、天合等电池/组件龙头企业签订三年硅片销售长单，公司硅片业务实力得以充分认证。凭借公司自身硅片业务和下游龙头客户优势，公司组件业务有望取得一定的成本优势。同时此番布局组件业务后，公司进一步推进产业链上下游合作，与还原炉客户和硅片客户合作将更加密切深入，打造自身健康良好的光伏产业链生态体系，公司新能源业务发展路径愈发清晰稳健。
- **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将保持 76.87% 的复合增长率，维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司产能投建不及预期的风险；客户开拓不及预期的风险；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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3829.78	13333.61	13400.34	16060.98
增长率	84.87%	248.16%	0.50%	19.85%
归属母公司净利润（百万元）	310.13	924.14	1322.04	1715.93
增长率	125.68%	197.99%	43.06%	29.79%
每股收益 EPS（元）	0.19	0.57	0.81	1.05
净资产收益率 ROE	13.82%	27.98%	29.72%	29.06%
PE	69	23	16	12
PB	8.87	6.54	4.85	3.65

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)	4.44-13.72
总市值(亿元)	213.33
总资产(亿元)	89.91
每股净资产(元)	1.48

### 相关研究

1. 双良节能(600481):节能节水业绩亮眼，还原炉盈利高增 (2022-03-08)
2. 双良节能 (600481): 获天合硅片长单，还原炉业绩持续突破 (2022-02-16)
3. 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)
4. 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)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3829.78	13333.61	13400.34	16060.98	净利润	339.62	929.14	1326.04	1718.93
营业成本	2763.74	10363.51	10276.67	12296.96	折旧与摊销	69.87	191.69	356.14	484.03
营业税金及附加	30.16	108.70	108.00	129.94	财务费用	44.86	99.12	173.74	196.82
销售费用	238.08	626.68	469.01	481.83	资产减值损失	-33.26	0.00	0.00	0.00
管理费用	342.33	1066.69	857.62	1011.84	经营营运资本变动	1721.10	-1556.36	448.05	256.67
财务费用	44.86	99.12	173.74	196.82	其他	-2050.36	4.62	-7.77	-0.28
资产减值损失	-33.26	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>91.82</b>	<b>-331.78</b>	<b>2296.19</b>	<b>2656.18</b>
投资收益	14.91	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2555.14	-2000.00	-4000.00	-1000.00
公允价值变动损益	-4.15	3.92	1.23	2.13	其他	1705.81	11.64	0.92	2.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-849.33</b>	<b>-1988.36</b>	<b>-3999.08</b>	<b>-997.89</b>
<b>营业利润</b>	<b>399.77</b>	<b>1072.83</b>	<b>1516.52</b>	<b>1945.70</b>	短期借款	826.88	2041.74	1968.13	-1030.99
其他非经营损益	7.83	7.57	7.66	7.63	长期借款	90.13	50.00	100.00	100.00
<b>利润总额</b>	<b>407.60</b>	<b>1080.40</b>	<b>1524.18</b>	<b>1953.33</b>	股权融资	-30.03	0.00	0.00	0.00
所得税	67.98	151.26	198.14	234.40	支付股利	-30.91	-62.03	-184.83	-264.41
净利润	339.62	929.14	1326.04	1718.93	其他	-101.58	-288.06	-173.74	-196.82
少数股东损益	29.49	5.00	4.00	3.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>754.49</b>	<b>1741.65</b>	<b>1709.57</b>	<b>-1392.22</b>
归属母公司股东净利润	310.13	924.14	1322.04	1715.93	<b>现金流量净额</b>	<b>-0.47</b>	<b>-578.48</b>	<b>6.67</b>	<b>266.06</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1911.84	1333.36	1340.03	1606.10	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1398.62	5869.72	5835.00	6847.67	销售收入增长率	84.87%	248.16%	0.50%	19.85%
存货	1052.77	3316.53	3493.31	4183.21	营业利润增长率	150.75%	168.36%	41.36%	28.30%
其他流动资产	590.12	244.46	279.72	319.61	净利润增长率	150.39%	173.58%	42.72%	29.63%
长期股权投资	273.56	273.56	273.56	273.56	EBITDA 增长率	125.44%	165.04%	50.07%	28.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2995.52	4838.84	8517.71	9068.69	毛利率	27.84%	22.28%	23.31%	23.44%
无形资产和开发支出	296.31	262.66	229.01	195.36	三费率	16.33%	13.44%	11.20%	10.53%
其他非流动资产	472.26	470.90	469.54	468.18	净利率	8.87%	6.97%	9.90%	10.70%
<b>资产总计</b>	<b>8991.01</b>	<b>16610.03</b>	<b>20437.90</b>	<b>22962.39</b>	ROE	13.82%	27.98%	29.72%	29.06%
短期借款	1208.12	3249.86	5217.99	4187.00	ROA	3.78%	5.59%	6.49%	7.49%
应付和预收款项	1954.80	6386.40	6713.41	7944.26	ROIC	25.97%	26.42%	19.42%	19.97%
长期借款	90.13	140.13	240.13	340.13	EBITDA/销售收入	13.43%	10.23%	15.27%	16.35%
其他负债	3279.64	3513.32	3804.83	4574.94	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6532.68</b>	<b>13289.70</b>	<b>15976.36</b>	<b>17046.32</b>	总资产周转率	0.58	1.04	0.72	0.74
股本	1627.26	1627.26	1627.26	1627.26	固定资产周转率	4.91	5.15	2.31	1.98
资本公积	1.07	1.07	1.07	1.07	应收账款周转率	4.21	4.68	2.92	3.25
留存收益	829.06	1691.17	2828.38	4279.91	存货周转率	3.65	4.73	3.01	3.20
归属母公司股东权益	2406.03	3263.04	4400.25	5851.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.46%	—	—	—
少数股东权益	52.30	57.30	61.30	64.30	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2458.33</b>	<b>3320.34</b>	<b>4461.54</b>	<b>5916.07</b>	资产负债率	72.66%	80.01%	78.17%	74.24%
负债和股东权益合计	8991.01	16610.03	20437.90	22962.39	带息债务/总负债	19.87%	25.51%	34.16%	26.56%
					流动比率	0.87	0.87	0.73	0.81
					速动比率	0.69	0.60	0.50	0.55
					股利支付率	9.97%	6.71%	13.98%	15.41%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.19	0.57	0.81	1.05
					每股净资产	1.48	2.01	2.70	3.60
					每股经营现金	0.06	-0.20	1.41	1.63
					每股股利	0.02	0.04	0.11	0.16
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	514.50	1363.64	2046.40	2626.55					
PE	68.79	23.08	16.14	12.43					
PB	8.87	6.54	4.85	3.65					
PS	5.57	1.60	1.59	1.33					
EV/EBITDA	39.71	16.81	12.21	9.06					
股息率	0.14%	0.29%	0.87%	1.24%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	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	广州销售负责人 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	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn