

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
 分析师: 孙玉浩
 证券执业证书号: S0640522030001
 研究助理: 朱祖跃
 证券执业证书号: S0640121070054

双良节能 (600481): 超预期——Q1 业绩高速增长, 单晶硅推进速度加快

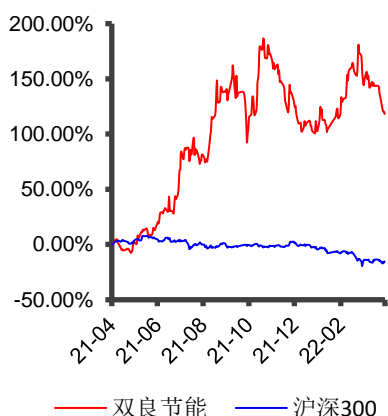
行业分类: 机械设备 2022 年 4 月 15 日

公司投资评级	买入
当前股价	10.23 元

基础数据

上证指数	3211.24
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)	53.68
PB (LF)	6.92

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): 业绩高速增长, 硅片业务初现, 看好公司未来发展》
 《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): 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》
 《双良节能 (600481.SH): 单晶硅业务再获大单, 看好公司长期发展》

■ 一季报业绩高速增长, 费用率显著降低

公司于 2022 年 4 月 15 日晚间发布了 2022 年第一季度报告。2022Q1 公司实现营业收入 17.34 亿元, 同比增长 299.50%; 归母净利润 1.21 亿元, 同比增长 340.80%; 扣非后归母净利润 1.01 亿元, 同比增长 638.43%; 毛利率 18.55%, 同比-14.21pct; 净利率 7.83%, 同比+1.44pct; ROE 为 4.78%, 同比+3.55pct; 期间费用率 10.22%, 同比-15.37%, 其中销售费用率为 2.45%, 同比-8.38pct, 管理费用率 3.35%, 同比-4.98pct。

本期业绩高速增长主要是“双碳”政策推动及新项目投产, 销售增长所致, 尤其是多晶硅还原炉及单晶硅方锭/硅片。毛利率同比有较大幅度降低的原因可能是由于去年一季度与今年一季度营收结构不同, 单晶硅属于光伏材料产品, 其毛利率水平本身比装备毛利率低, 今年一季度单晶硅业务或贡献了相当一部分收入 (公司 Q1 实现单晶硅出货约 0.9GW, 参考 PVInfolink 的价格, 对应营收约 6-7 亿元, 占一季度营收接近 40%), 稀释了一部分的毛利率水平。本期费用率也有显著降低, 由于光伏行业大都是大客户、长期合作, 预计公司新能源业务 (多晶硅还原炉以及单晶硅片) 的销售费用和管理费用与节能环保业务相比都有较大的下降, 这也令公司整体净利率有一定的提升。在单晶硅行业目前公司的毛利率仍属于爬坡阶段的水平, 费用率也处于下行区间, 随着产能提升、业务成熟, 公司的盈利能力有望持续提高。

■ 单晶硅业务推进速度加快, 组件业务提高产业链协同能力

目前公司包头单晶一厂处于满产满销状态。此前预计一厂 560 台 1600 型号单晶炉年产能 7GW, 而根据公司一季报实际产能约 8GW, 表明公司生产饱满、技术水平提升。同时单晶二厂建设进度也超预期, 二厂配备 1600 型单晶炉 1000 余台, 根据一厂的产能情况, 2022 年年内

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

公司有望实现超过 22GW 的单晶硅产能。

同时，公司计划在包头稀土高新区共建设 20GW 高效光伏组件项目，项目将分期实施。一期 5GW 光伏组件项目总投资预计 15 亿元，建设期两年，项目产品主要规格包括 550W 和 660W。组件项目有望和单晶硅业务协同共振，帮助公司在光伏产业链最大化收益。

■ 新增装机量创新高，光伏高景气有望持续

2021 年，全球光伏新增装机 170GW，创历史新高，中国光伏新增装机 54.88GW，同比增长 13.9%，累计光伏并网装机容量达到 308GW，同比增长 25.1%，新增和累计装机容量连续 9 年位居全球第一。全球已有多个国家提出了“零碳”或“碳中和”的气候目标，发展包括光伏在内的可再生能源已成为全球共识，再加上光伏发电在越来越多的国家成为最有竞争力的电源形式，预计全球光伏市场将保持高速增长，而我国光伏产业在制造业规模、产业化技术水平、应用市场拓展、产业体系建设等方面均位居全球前列。CPIA 预计 2022-2025 年全球光伏年均新增装机将达到 232-286GW，光伏市场持续繁荣有望为公司带来持续的业绩增长。

■ 投资建议

预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 9.56 亿元、15.55 亿元、20.47 亿元，对应目前 PE 分别为 17X /11X /8X，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	10688.10	16697.76	20870.14
增长率 (%)	-18.03%	84.87%	179.08%	56.23%	24.99%
归属母公司股东净利润	137.42	310.13	956.47	1555.17	2046.87
增长率 (%)	-33.54%	125.68%	208.41%	62.59%	31.62%
每股收益 EPS (元)	0.084	0.191	0.588	0.956	1.258
PE	121.14	53.68	17.40	10.70	8.13

资料来源：wind，中航证券研究所

利润表（百万元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2071.56	3829.78	10688.10	16697.76	20870.14
减：营业成本	1460.71	2763.74	8307.69	12849.29	16120.32
营业税金及附加	18.04	30.16	74.82	116.88	146.09
营业费用	211.28	238.08	587.85	834.89	834.81
管理费用	126.30	176.19	267.20	417.44	521.75
研发费用	86.48	166.14	320.64	500.93	626.10
财务费用	13.10	44.86	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-15.81	-33.26	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.80	14.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	20.07	-4.15	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-102.29	-199.39	0.00	0.00	0.00
营业利润	176.51	421.37	1129.90	1978.32	2621.06
加：其他非经营损益	22.16	77.08	40.32	40.32	40.32
利润总额	198.67	498.45	1170.22	2018.64	2661.38
减：所得税	10.73	42.87	163.41	290.67	387.08
净利润	187.94	455.58	1006.81	1727.97	2274.30
减：少数股东损益	-1.78	29.49	50.34	172.80	227.43
归属母公司股东净利润	137.42	310.13	956.47	1555.17	2046.87
资产负债表（百万元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1219.89	1911.84	106.88	166.98	208.70
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	964.45	1398.62	5488.51	5252.57	8181.07
其他应收款（合计）	71.08	74.37	57.42	71.08	74.37
存货	443.42	1052.77	3694.49	3647.97	5563.65
其他流动资产	4.99	96.12	96.12	96.12	96.12
长期股权投资	271.32	273.56	273.56	273.56	273.56
金融资产投资	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
固定资产和在建工程	449.90	2995.52	8632.75	8269.97	7307.20
无形资产和开发支出	90.47	296.31	260.07	223.83	187.59
其他非流动资产	374.40	745.82	5401.50	5028.55	2110.56
资产总计	4108.93	8991.01	18920.79	18292.62	22179.51
短期借款	381.24	1208.12	5278.87	3494.91	2138.70
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1422.67	4197.40	10261.98	10703.92	14881.83
长期借款	0.00	90.13	90.13	90.13	90.13
其他负债	473.85	2245.16	6047.86	4263.90	2907.69
负债合计	1896.52	6532.68	16399.97	15057.95	17879.66
股本	1632.30	1627.26	1627.26	1627.26	1627.26
资本公积	17.38	-55.39	-55.39	-55.39	-55.39
留存收益	548.76	834.16	1003.40	1278.58	1640.76
归属母公司股东权益	2198.43	2406.03	2575.27	2850.45	3212.63
少数股东权益	13.97	52.30	102.64	275.44	502.86
股东权益合计	2212.41	2458.33	2677.91	3125.88	3715.49
负债和股东权益合计	4108.93	8991.01	19077.88	18183.83	21595.15
现金流量表（百万元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	334.18	91.82	1019.83	3312.71	3186.76
投资性现金净流量	41.93	-849.33	-5953.60	46.40	46.40
筹资性现金净流量	-215.49	754.49	3128.81	-3299.01	-3191.43
现金流量净额	159.39	-0.47	-1804.96	60.10	41.72

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。

孙玉浩，SAC 执业证书号：S0640522030001，先进制造组分析师。

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发送或为任何就发送、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。