

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: 卢正羽
 证券执业证书号: S0640521060001
 研究助理: 朱祖跃
 证券执业证书号: S0640121070054

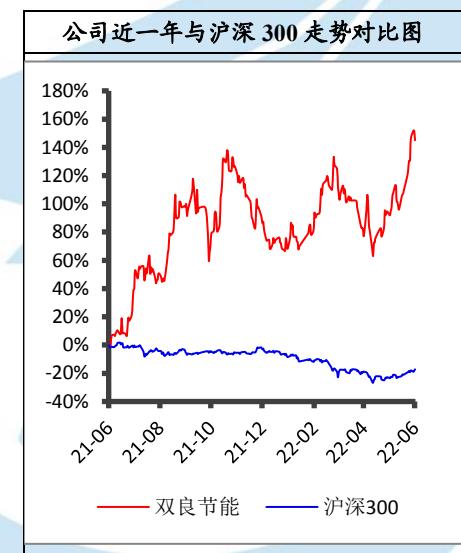
双良节能 (600481.SH): 产能落地超预期, 接单能力大幅增加, 业绩上限进一步提高

行业分类: 机械设备

2022年6月15日

公司投资评级	买入
当前股价	14.12元

基础数据	
上证指数	3305.41
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)	56.93
PB (LF)	9.09



相关报告:

《光伏系列报告之硅片篇: 技术进步持续推动降本增效, 大尺寸产能紧俏催生新需求》
 《双良节能 (600481.SH): 硅料扩产迅猛, 多晶硅装备订单超 2021 全年, 节能装备快速向新能源领域渗透》
 《双良节能 (600481.SH): 新能源装备+材料业务齐飞, 业绩增厚有望超预期》

■ 大尺寸单晶硅年内有望投产 50GW, 产能落地速度超预期

根据公司最新在投资者交流平台上的回复, 目前包头单晶一厂已经达产, 产能约为 8GW, 满产满销。公司在快速推进单晶硅的投产, 单晶二厂部分产能已经投产, 通过建设提速和技术升级, 2022 年力争具备 50GW 左右产能的投产条件。

此前公司产能规划是 2022 年尽快实现 20GW+的年产能, 2023 年尽快实现共计 40GW+的年产能。此次产能加速落地或表明公司大尺寸单晶硅销售处于供不应求状态, 若年内实现 50GW 投产也将进一步提高公司单晶硅业务的接单能力、发挥规模优势、加快后续年度的产量释放节奏。

■ 产能超预期充分表明公司掌握拉晶核心能力, 技术快速升级

公司原有规划产能一期 20GW、二期 20GW, 合计 40GW 的大尺寸单晶硅产能, 然而现在公开宣告力争年内实现 50GW 产能投产——多出来的 10GW 并非无中生有, 恰恰反映了公司已经对拉晶环节的核心能力理解非常深刻。

我们在《光伏系列报告之硅片篇: 技术进步持续推动降本增效, 大尺寸产能紧俏催生新需求》中对拉晶环节降本增效的核心因素进行过拆分, 晶体生长炉数量一定的情况下, 拉晶厂可以在通过: 1) 提升对硅料的处理能力; 2) 提升硅料到硅棒的转化率等方式来提升产能, 具体包括长晶速率、坩埚寿命、单棒长度、良率等因素。公司本次产能超预期, 一方面是生产设备加速进厂安装, 另一方面是公司拉晶技术快速升级。

此前公司一期 20GW 规划了 1648 台单晶炉, 由此计算单晶一厂的 560 台单晶炉产能约 6.8GW, 而根据公司最新披露, 单晶一厂达产产能 8GW, 这充分说明了我们上述论断。

股市有风险 入市须谨慎

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

■ 大尺寸单晶硅供不应求，组件业务提高产业链协同能力

目前公司已经取得了爱旭、通威、天合光能、阿特斯、东方日升等众多光伏头部企业的硅片订单。目前公司已签订近 92 亿片的硅片订单和超 3 万吨的单晶方棒/方锭订单，若按照签订时的硅片价格计算单晶硅片长单金额合计约 779 亿元。充足的订单为公司业绩提供充分保障。且本次产能加速落地又将进一步提高公司单晶硅业务的拿单能力，提高了业绩上限。

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。公司在节能环保业务领域深耕 40 年，积累了大量电力客户资源，包括国电投、国家能源集团国电电力、国家电网、大唐集团、华能集团等，可以协同光伏组件业务的市场拓展。硅片、组件也有望协同共振，进一步推动硅片业务的销售，帮助公司在光伏产业链最大化收益。

■ 投资建议

预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 10.14 亿元、20.90 亿元、25.99 亿元，对应目前 PE 分别为 23X /11X /9X，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	14402.14	31127.13	37402.71
增长率 (%)	-18.03%	84.87%	276.06%	116.13%	20.16%
归属母公司股东净利润	137.42	310.13	1014.37	2090.37	2598.99
增长率 (%)	-33.54%	125.68%	227.08%	106.08%	24.33%
每股收益 EPS (元)	0.084	0.191	0.623	1.285	1.597
PE	143.52	63.59	22.65	10.99	8.84

资料来源：wind，中航证券研究所

利润表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2527.34	2071.56	3829.78	14402.14	31127.13	37402.71
减: 营业成本	1798.27	1460.71	2763.74	11405.11	25362.10	30468.65
营业税金及附加	20.53	18.04	30.16	115.22	249.02	299.22
营业费用	250.89	211.28	238.08	288.04	560.29	860.26
管理费用	128.21	126.30	176.19	504.07	778.18	748.05
研发费用	102.96	86.48	166.14	576.09	1089.45	1309.09
财务费用	8.10	13.10	44.86	216.03	466.91	561.04
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	1297.58	2621.19	3156.38
加: 其他非经营损益	21.73	22.16	77.08	-3.23	-3.23	-3.23
利润总额	262.42	198.67	498.45	1294.35	2617.96	3153.15
减: 所得税	9.95	10.73	42.87	246.75	459.11	460.85
净利润	252.47	187.94	455.58	1047.60	2158.85	2692.30
减: 少数股东损益	7.76	-1.78	29.49	33.23	68.48	93.32
归属母公司股东净利润	206.78	137.42	310.13	1014.37	2090.37	2598.99
资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1064.79	1219.89	1911.84	144.02	311.27	374.03
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	7911.82	12312.47	11988.30
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	5464.44	9028.19	8382.47
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	8632.73	8269.94	7307.15
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	3631.53	-351.71	-708.30
资产总计	3855.74	4108.93	8991.01	23044.42	29954.40	26819.98
短期借款	370.39	381.24	1208.12	4978.44	2511.56	628.11
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	14535.82	23450.94	21646.76
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	5747.43	3280.55	1397.11
负债合计	1557.45	1896.52	6532.68	20373.38	26821.61	23133.99
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	1013.65	1403.27	1863.14
归属母公司股东权益	2279.25	2198.43	2406.03	2585.51	2975.13	3435.01
少数股东权益	19.04	13.97	52.30	85.53	157.66	250.97
股东权益合计	2298.29	2212.41	2458.33	2671.04	3132.79	3685.98
负债和股东权益合计	3855.74	4108.93	8991.01	23044.42	29954.40	26819.98
现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	274.78	334.18	91.82	1433.52	4595.35	4156.77
投资性现金净流量	-0.01	41.93	-849.33	-5990.46	9.47	9.38
筹资性现金净流量	-275.58	-215.49	754.49	2789.12	-4437.57	-4103.40
现金流量净额	2.69	159.39	-0.47	-1767.82	167.25	62.76

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。

卢正羽，SAC执业证书号：S0640521060001，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达或为任何就送达、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提供。

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。