

双良节能 (600481.SH)

硅片实现规模化量产，上半年业绩高增

事件：公司发布《2022年半年度报告》

业务多点开花，公司上半年营收、业绩高增。2021年上半年，节能节水设备、还原炉等业务高增，硅片实现规模化出货，带动公司实现营收42.96亿元，同比增长243.87%，节能节水设备、还原炉业务分别实现收入12.36、9.93，同比增长24%、289%，单晶硅业务实现收入20.67亿元。报告期内，公司实现归母净利润3.53亿元，同比增长244.74%，销售净利率维持平稳，为8.89%，但受业务结构优化推动，公司上半年加权ROE达到13.67%，同比提升9.08pcts，公司经营质量得到显著提升。

专注大尺寸硅片生产，积极切入N型硅片研发，加快产能建设节奏。上半年，公司硅片业务在M10/G12、型号P/N等硅棒/硅片均有出货。目前公司已与11家下游电池片厂商签订硅棒/硅片长单，在技术要求更为严苛的N型硅片领域，公司已与华晟签订专门的异质结硅片供应长单，凭借产能与技术优势，公司有望加速成长。截止报告期末，公司单晶一厂560台单晶炉和单晶二厂800台单晶炉均已全部投产运行、满负荷生产，年产能已超20GW，预计年内公司大尺寸硅棒/硅片实际产能将实现50GW，此外公司在包头地区布局的5GW组件建设项目有望年内投产，丰富公司在光伏领域布局。

多晶硅扩产高景气，公司还原炉订单交付需求持续提升。随着光伏行业下游装机需求持续旺盛，多晶硅硅料价格持续坚挺，龙头硅料企业纷纷扩产，新玩家纷纷宣布进军规划，公司的多晶硅还原炉系统因占据市场份额首位而率先受益，年产能也相应同比提升了三倍。随着明年硅料可能更大规模的扩产，公司还原炉设备将持续受益。公司将持续为多晶硅客户提供更大型、更高效的还原炉及其模块。此外，公司节能节水产品也加速向多晶硅行业导入，实现设备价值量的进一步提升。

盈利预测：预计公司2022~2024实现归母净利润11.31、20.14、26.42亿元，对应PE估值26.2、14.7、11.2倍，维持“增持”评级。

风险提示：行业需求不达预期、公司产能不达预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,072	3,830	13,635	16,561	20,457
增长率yoy(%)	-18.0	84.9	256.0	21.5	23.5
归母净利润(百万元)	137	310	1,131	2,014	2,642
增长率yoy(%)	-33.5	125.7	264.8	78.0	31.2
EPS最新摊薄(元/股)	0.07	0.17	0.60	1.08	1.41
净资产收益率(%)	6.1	13.8	32.2	37.0	32.8
P/E(倍)	215.9	95.7	26.2	14.7	11.2
P/B(倍)	13.5	12.3	8.4	5.5	3.7

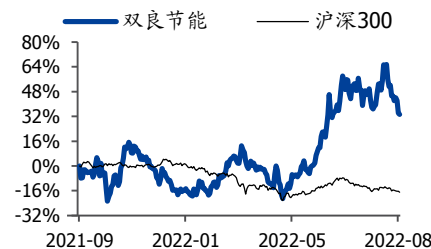
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2022年9月1日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	通用设备
前次评级	增持
9月1日收盘价(元)	15.86
总市值(百万元)	29,668.69
总股本(百万股)	1,870.66
其中自由流通股(%)	86.99
30日日均成交量(百万股)	34.78

股价走势



作者

分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei1@gszq.com

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

研究助理 贾佳宇

执业证书编号：S0680121070018

邮箱：jjaiayu3661@gszq.com

相关研究

- 《双良节能(600481.SH)：硅片在手订单饱满，还原炉业务有望高增》2022-07-24
- 《双良节能(600481.SH)：HJT硅片长单落地，受益硅片环节高景气》2022-07-22
- 《双良节能(600481.SH)：硅料扩产加速，还原炉业务持续高景气》2022-06-03

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3194	4953	7962	7738	14983
现金	1220	1912	1428	1735	2297
应收票据及应收账款	759	1086	2323	2409	4410
其他应收款	74	52	399	429	594
预付账款	131	260	649	455	909
存货	443	1053	2573	2119	6184
其他流动资产	566	590	590	590	590
非流动资产	915	4038	9167	9969	11055
长期投资	271	274	279	284	290
固定资产	443	1116	5388	6287	7319
无形资产	90	296	320	355	399
其他非流动资产	110	2351	3180	3043	3047
资产总计	4109	8991	17129	17707	26039
流动负债	1893	5682	10377	9169	14863
短期借款	381	1208	1800	3449	1208
应付票据及应付账款	696	1738	3097	1877	6657
其他流动负债	815	2736	5480	3844	6999
非流动负债	4	850	2882	2734	2799
长期借款	0	90	2122	1974	2039
其他非流动负债	4	760	760	760	760
负债合计	1897	6533	13259	11904	17663
少数股东权益	14	52	89	130	157
股本	1632	1627	1871	1871	1871
资本公积	26	1	1	1	1
留存收益	550	829	1705	3247	5248
归属母公司股东权益	2198	2406	3781	5673	8219
负债和股东权益	4109	8991	17129	17707	26039

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	334	92	1890	506	4761
净利润	136	340	1168	2055	2668
折旧摊销	56	70	341	637	799
财务费用	13	45	132	245	229
投资损失	-1	-15	-8	-9	-8
营运资金变动	127	-429	264	-2420	1078
其他经营现金流	4	81	-8	-2	-5
投资活动现金流	42	-849	-5454	-1429	-1872
资本支出	22	864	5124	797	1080
长期投资	62	-5	-5	-6	-6
其他投资现金流	125	10	-336	-637	-798
筹资活动现金流	-215	754	2489	-419	-87
短期借款	11	827	0	0	0
长期借款	0	90	2031	-148	65
普通股增加	-5	-5	243	0	0
资本公积增加	-10	-25	0	0	0
其他筹资现金流	-211	-132	214	-271	-152
现金净增加额	159	0	-1075	-1342	2803

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2072	3830	13635	16561	20457
营业成本	1461	2764	10878	12435	15360
营业税金及附加	18	30	116	137	171
营业费用	211	238	423	497	573
管理费用	126	176	355	414	491
研发费用	86	166	382	464	552
财务费用	13	45	132	245	229
资产减值损失	-16	-33	0	0	0
其他收益	16	76	26	31	37
公允价值变动收益	20	-4	8	2	5
投资净收益	1	15	8	9	8
资产处置收益	-1	-7	0	0	0
营业利润	159	400	1392	2411	3132
营业外收入	7	9	8	8	8
营业外支出	0	1	2	1	1
利润总额	166	408	1397	2418	3139
所得税	31	68	229	363	471
净利润	136	340	1168	2055	2668
少数股东损益	-2	29	37	41	27
归属母公司净利润	137	310	1131	2014	2642
EBITDA	209	499	1816	3234	4086
EPS (元)	0.07	0.17	0.60	1.08	1.41

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-18.0	84.9	256.0	21.5	23.5
营业利润(%)	-31.8	150.8	248.1	73.2	29.9
归属于母公司净利润(%)	-33.5	125.7	264.8	78.0	31.2
获利能力					
毛利率(%)	29.5	27.8	20.2	24.9	24.9
净利率(%)	6.6	8.1	8.3	12.2	12.9
ROE(%)	6.1	13.8	32.2	37.0	32.8
ROIC(%)	4.8	7.7	14.1	18.0	21.9
偿债能力					
资产负债率(%)	46.2	72.7	77.4	67.2	67.8
净负债比率(%)	-37.9	13.4	104.3	91.2	30.8
流动比率	1.7	0.9	0.8	0.8	1.0
速动比率	1.1	0.5	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	1.0	1.0	0.9
应收账款周转率	2.2	4.2	8.0	7.0	6.0
应付账款周转率	2.2	2.3	4.5	5.0	3.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.17	0.60	1.08	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.05	1.01	0.27	2.55
每股净资产(最新摊薄)	1.18	1.29	1.89	2.90	4.26
估值比率					
P/E	215.9	95.7	26.2	14.7	11.2
P/B	13.5	12.3	8.4	5.5	3.7
EV/EBITDA	138.2	60.2	18.5	10.8	7.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 9 月 1 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com