

## 硅片盈利释放，组件产能加速

### 投资要点

- 业绩总结：**2022年前三季度，公司实现营收87.5亿元，同比增长285.7%；实现归母净利润8.3亿元，同比增长368.8%；扣非净利润8.0亿元，同比增长413.6%。其中三季度公司实现营收44.5亿元，环比增长73.6%；实现归母净利润4.8亿元，环比增长105.2%；扣非净利润4.6亿元，环比增长94.6%。另公司发布可转债预案，拟募资不超过26亿元用于40GW单晶硅二期（20GW，拟投入募资18.6亿元）以及补充流动资金7.4亿元。公司公告与大全新能源2022~2027年共15.53万吨硅料长单采购合同。
- 包头一期20GW硅片项目全面达产，盈利大幅释放。**行业层面，22Q3硅料硅片价格维持高位，硅片环节盈利能力良好。7月公司包头一期20GW硅片产能全面达产，因此产能爬坡完成后三季度盈利环比提升。同时硅片出货亦有增长，预计22Q3公司硅片出货约5GW，环比增长60%以上，硅片业务利润环比高增。公司二期40GW硅片项目预计于年内投产，实际产能可达50GW以上，保障明年硅片出货。9月公司公告拟设立全资孙公司建设50GW拉晶产能，投产后公司硅片总产能将达到100GW，产能规模或跻身一线。
- 一期组件产能逐步投产，四季度有望实现部分销售。**9月公司组件产品下线，近期182与210组件取得TUV南德认证，组件产能建设进度超预期，四季度有望实现部分出货。基于多年与电力客户的关系积累，2023年公司组件配合硅片出货，两项业务将协同发展。
- 股权激励绑定硅片和组件业务核心人员，保留公司核心竞争力。**8月公司发布员工持股计划草案，参与认购人员包括副总经理吴刚先生及硅片组件业务核心技术/管理人员（不超过167人），持股计划份额不超过5384.7万份，预留份额不超过256.7万份。自入局光伏产业链以来，公司硅片与组件业务快速发展，硅片业绩逐季兑现，适时推出股权激励计划有利于公司留住和吸引优秀人才，保持公司核心竞争力。
- 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118.95%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	14860.00	26234.49	33017.23
增长率	84.87%	288.01%	76.54%	25.85%
归属母公司净利润(百万元)	310.13	1247.36	2223.45	3255.06
增长率	125.68%	302.21%	78.25%	46.40%
每股收益EPS(元)	0.17	0.67	1.19	1.74
净资产收益率ROE	13.82%	34.37%	37.99%	37.55%
PE	104	26	15	10
PB	13.41	9.00	5.56	3.75

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)	18.71
流通A股(亿股)	16.27
52周内股价区间(元)	9.39-19.68
总市值(亿元)	322.69
总资产(亿元)	103.26
每股净资产(元)	1.55

### 相关研究

- 双良节能(600481)：光伏业务蓬勃发展，股权激励凝聚核心竞争力 (2022-08-31)
- 双良节能(600481)：首签N型方锭销售长单，N型拉晶获龙头认可 (2022-07-21)
- 双良节能(600481)：硅片出货预期兑现，还原炉持续高景气 (2022-05-10)
- 双良节能(600481)：硅片产能持续释放，设备交付旺季在即 (2022-04-17)

### 关键假设：

假设 1：公司节能环保系统各项业务营收与毛利率保持较为稳定的水平。

假设 2：2022-2024 多晶硅还原炉销量分别为 1000 台、1100 台、60 台；毛利率分别为 33.8%、36%、36%。

假设 3：2022-2024 年硅片销量为 15/30/50GW，硅片业务毛利率为 16%、18%、20%。

假设 4：2023 年起公司组件业务开始实现批量销售，2023-2024 年组件销量分别为 3GW、6GW，组件业务毛利率分别为 10%、12%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
节能环保业务合计	收入	2558.1	2820.0	2860.0
	增速	39.6%	10.2%	1.4%
	成本	1855.9	2051.2	2104.4
	毛利率	27.5%	27.3%	26.4%
多晶硅还原炉及其他	收入	978.6	2555.0	3127.5
	增速	453.6%	161.1%	22.4%
	成本	601.5	1691.1	2001.6
	毛利率	38.5%	33.8%	36.0%
硅片	收入	235.2	9400.0	15929.2
	增速	—	3897.3%	69.5%
	成本	263.5	7904.1	13061.9
	毛利率	-12.0%	15.9%	18.0%
组件	收入			4247.8
	增速			87.5%
	成本			3823.0
	毛利率			10.0%
其他业务	收入	58.0	85.0	70.0
	增速	-7.4%	46.6%	-17.6%
	成本	42.9	63.8	52.5
	毛利率	26.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	3829.8	14860.0	26234.5
	增速	84.9%	288.0%	76.5%
	成本	2763.7	11710.2	21043.5
	毛利率	27.8%	21.2%	19.8%

数据来源：Wind, 西南证券

**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	14860.00	26234.49	33017.23	净利润	339.62	1252.36	2227.45	3258.06
营业成本	2763.74	11710.21	21043.46	26547.65	折旧与摊销	69.87	191.69	356.14	484.03
营业税金及附加	30.16	121.15	211.44	267.13	财务费用	44.86	172.20	250.72	264.69
销售费用	238.08	445.80	655.86	594.31	资产减值损失	-33.26	0.00	0.00	0.00
管理费用	342.33	965.90	1521.60	1650.86	经营营运资本变动	1684.67	-1566.81	922.06	658.54
财务费用	44.86	172.20	250.72	264.69	其他	-2013.93	-13.59	-25.99	11.86
资产减值损失	-33.26	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	91.82	35.85	3730.39	4677.18
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	投资活动现金流净额	-849.33	-1988.36	-3999.08	-997.89
<b>营业利润</b>	<b>399.77</b>	<b>1448.67</b>	<b>2552.63</b>	<b>3694.71</b>	短期借款	826.88	1899.82	1564.01	-2391.63
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>1456.24</b>	<b>2560.29</b>	<b>3702.34</b>	股权融资	-30.03	0.00	242.33	0.00
所得税	67.98	203.87	332.84	444.28	支付股利	-30.91	-62.03	-249.47	-444.69
<b>净利润</b>	<b>339.62</b>	<b>1252.36</b>	<b>2227.45</b>	<b>3258.06</b>	其他	-101.58	-361.14	-250.72	-264.69
少数股东损益	29.49	5.00	4.00	3.00	筹资活动现金流净额	754.49	1526.66	1406.14	-3001.01
归属母公司股东净利润	310.13	1247.36	2223.45	3255.06	<b>现金流量净额</b>	<b>-0.47</b>	<b>-425.84</b>	<b>1137.45</b>	<b>678.27</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>					
货币资金	1911.84	1486.00	2623.45	3301.72					
应收和预付款项	1398.62	6561.29	11509.33	14194.57					
存货	1052.77	3807.57	7317.12	9242.07					
其他流动资产	590.12	271.23	537.12	645.43					
长期股权投资	273.56	273.56	273.56	273.56					
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00					
固定资产和在建工程	2995.52	4838.84	8517.71	9068.69					
无形资产和开发支出	296.31	262.66	229.01	195.36					
其他非流动资产	472.26	470.90	469.54	468.18					
<b>资产总计</b>	<b>8991.01</b>	<b>17972.05</b>	<b>31476.85</b>	<b>37389.58</b>					
短期借款	1208.12	3107.94	4671.95	2280.32					
应付和预收款项	1954.80	7209.37	13706.40	17096.32					
长期借款	90.13	140.13	240.13	340.13					
其他负债	3279.64	3871.05	6994.50	8995.58					
<b>负债合计</b>	<b>6532.68</b>	<b>14328.49</b>	<b>25612.98</b>	<b>28712.35</b>					
股本	1627.26	1870.66	1870.66	1870.66					
资本公积	1.07	-242.33	0.00	0.00					
留存收益	829.06	2014.39	3988.37	6798.74					
归属母公司股东权益	2406.03	3586.26	5802.57	8612.94					
少数股东权益	52.30	57.30	61.30	64.30					
<b>股东权益合计</b>	<b>2458.33</b>	<b>3643.56</b>	<b>5863.87</b>	<b>8677.24</b>					
负债和股东权益合计	8991.01	17972.05	31476.85	37389.58					
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>					
EBITDA	514.50	1812.56	3159.49	4443.43					
PE	104.05	25.87	14.51	9.91					
PB	13.41	9.00	5.56	3.75					
PS	8.43	2.17	1.23	0.98					
EV/EBITDA	52.81	18.52	10.79	7.00					
股息率	0.10%	0.19%	0.77%	1.38%					
<b>财务分析指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>					
<b>成长能力</b>									
销售收入增长率	84.87%	288.01%	76.54%	25.85%					
营业利润增长率	150.75%	262.37%	76.21%	44.74%					
净利润增长率	150.39%	268.76%	77.86%	46.27%					
EBITDA 增长率	125.44%	252.30%	74.31%	40.64%					
<b>获利能力</b>									
毛利率	27.84%	21.20%	19.79%	19.59%					
三费率	16.33%	10.66%	9.26%	7.60%					
净利润率	8.87%	8.43%	8.49%	9.87%					
ROE	13.82%	34.37%	37.99%	37.55%					
ROA	3.78%	6.97%	7.08%	8.71%					
ROIC	25.97%	35.69%	30.14%	33.84%					
EBITDA/销售收入	13.43%	12.20%	12.04%	13.46%					
<b>营运能力</b>									
总资产周转率	0.58	1.10	1.06	0.96					
固定资产周转率	4.91	5.74	4.51	4.07					
应收账款周转率	4.21	4.77	3.73	3.32					
存货周转率	3.56	4.76	3.77	3.20					
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.46%	—	—	—					
<b>资本结构</b>									
资产负债率	72.66%	79.73%	81.37%	76.79%					
带息债务/总负债	19.87%	22.67%	19.18%	9.13%					
流动比率	0.87	0.90	0.89	0.99					
速动比率	0.69	0.62	0.60	0.66					
股利支付率	9.97%	4.97%	11.22%	13.66%					
<b>每股指标</b>									
每股收益	0.17	0.67	1.19	1.74					
每股净资产	1.29	1.92	3.10	4.60					
每股经营现金	0.05	0.02	1.99	2.50					
每股股利	0.02	0.03	0.13	0.24					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑冀	广州销售负责人、销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	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
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn