双良节能（600481.SH）

2022 年 10 月 18 日

业绩高速增长，可转债融资助力公司发挥规模优势

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）

日期	2022/10/17
当前股价(元)	16.94
一年最高最低(元)	20.05/8.91
总市值(亿元)	316.89
流通市值(亿元)	275.66
总股本(亿股)	18.71
流通股本(亿股)	16.27
近 3 个月换手率(%)	110.67

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

朱光硕（联系人）
zhuguangshuo@kysec.cn
证书编号：S0790121100009

中小盘研究团队

相关研究报告

● **公司发布 2022 三季报，业绩增长符合预期**

2022 年前三季度，公司实现营业收入 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%，业绩快速增长。公司销售净利率为 10.2%，同比上升 1.7pct，盈利能力有望提升。考虑到硅片和组件业务逐步放量，我们上调公司 2022-2023 年归母净利润为 13.20(+140%)和 18.08(+129%)亿元，并新增预计 2024 年归母净利润为 24.36 亿元，对应 EPS 分别为 0.71(+109%)/0.97(+102%)/1.30 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 24.0/17.5/13.0 倍，维持“买入”评级。

● **全资子公司签订重大采购合同，提前保障公司单晶硅片原材料稳定供应**

公司于 2021 年开始布局大尺寸单晶硅片业务，伴随项目建设不断推进，在 2022 年底将形成 40GW+产能的投产条件，在手订单充足。据公司公告，公司全资子公司双良硅材料（包头）有限公司与新疆大全新能源股份有限公司、内蒙古大全新能源有限公司签订了《多晶硅采购供应合同》，预计 2022-2027 年将采购多晶硅料共 15.5 万吨（预计采购金额约为 470.6 亿元），以提前保障公司硅片业务原材料的稳定供应，确保公司已签订大尺寸单晶硅片销售长单在未来如期交付。

● **公司预通过可转债进行融资，募资主要用于 40GW 单晶硅二期项目(20GW)**

单晶硅行业正处于大尺寸与小尺寸、N 型硅片与 P 型硅片新旧产能更替期，在先进产能的基础上进一步扩大产能、发挥规模优势显得尤其重要。2022 年 10 月 13 日，公司发布《公开发行可转换公司债券预案》，拟发行可转债募集资金不超过人民币 26 亿元。此次募集资金主要用于 40GW 单晶硅二期项目（20GW），拟投入资金 18.6 亿元，剩余 7.4 亿元用于补充流动资金。此项目建设周期预计为 1.5 年，旨在延续公司在 40GW 单晶硅一期项目（20GW）上积累的生产技术和经营管理经验，进一步扩大公司大尺寸单晶硅生产规模，发挥规模化效应，推动公司完成从专业设备制造商到零碳绿色能源解决方案提供商的战略转型。

● **风险提示：**新产品研发推广不及预期的风险；原材料和价格波动的风险；宏观经济和政策变化的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,072	3,830	15,350	22,350	27,050
YOY(%)	-18.0	84.9	300.8	45.6	21.0
归母净利润(百万元)	137	310	1,320	1,808	2,436
YOY(%)	-33.5	125.7	325.7	36.9	34.7
毛利率(%)	29.5	27.8	27.6	27.4	27.4
净利率(%)	6.5	8.9	8.9	8.4	9.3
ROE(%)	6.1	13.8	35.7	33.5	31.4
EPS(摊薄/元)	0.07	0.17	0.71	0.97	1.30
P/E(倍)	230.6	102.2	24.0	17.5	13.0
P/B(倍)	14.4	13.2	8.5	5.8	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3194	4953	16815	17895	25856
现金	1220	1912	7663	11157	13503
应收票据及应收账款	759	1086	0	0	0
其他应收款	74	52	456	284	611
预付账款	131	260	1306	974	1786
存货	443	1053	4960	3822	6809
其他流动资产	566	590	2430	1658	3147
非流动资产	919	4038	7746	9740	10924
长期投资	271	274	277	282	287
固定资产	443	1116	4172	5926	7044
无形资产	90	296	320	355	399
其他非流动资产	114	2351	2977	3178	3194
资产总计	4113	8991	24560	27635	36780
流动负债	1894	5682	19891	21210	27930
短期借款	381	1208	14822	16447	21398
应付票据及应付账款	696	1738	0	0	0
其他流动负债	816	2736	5069	4763	6533
非流动负债	6	850	847	835	818
长期借款	0	90	87	75	57
其他非流动负债	6	760	760	760	760
负债合计	1900	6533	20739	22045	28748
少数股东权益	14	52	96	162	251
股本	1632	1627	1627	1627	1627
资本公积	26	1	1	1	1
留存收益	550	829	1653	3131	5145
归属母公司股东权益	2198	2406	3726	5428	7781
负债和股东权益	4113	8991	24560	27635	36780

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	334	92	-3273	5322	312
净利润	136	340	1364	1874	2525
折旧摊销	56	70	244	477	645
财务费用	13	45	483	878	999
投资损失	-1	-15	-6	-8	-7
营运资金变动	127	-429	-5300	2234	-3660
其他经营现金流	4	81	-58	-134	-190
投资活动现金流	42	-849	-3942	-2459	-1818
资本支出	22	864	3949	2467	1824
长期投资	62	-5	-3	-5	-5
其他投资现金流	2	20	10	13	11
筹资活动现金流	-215	754	-648	-994	-1098
短期借款	11	827	13614	1625	4951
长期借款	0	90	-3	-12	-17
普通股增加	-5	-5	0	0	0
资本公积增加	-10	-25	0	0	0
其他筹资现金流	-211	-132	-14259	-2606	-6031
现金净增加额	159	-0	-7863	1870	-2604

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2072	3830	15350	22350	27050
营业成本	1461	2764	11107	16222	19637
营业税金及附加	18	30	123	183	217
营业费用	211	238	921	1274	1488
管理费用	126	176	460	559	460
研发费用	86	166	614	894	1082
财务费用	13	45	483	878	999
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	9	8
投资净收益	1	15	6	8	7
资产处置收益	-1	-7	-3	-4	-5
营业利润	159	400	1624	2255	3028
营业外收入	7	9	14	12	11
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	166	408	1637	2266	3038
所得税	31	68	273	392	513
净利润	136	340	1364	1874	2525
少数股东损益	-2	29	43	66	89
归属母公司净利润	137	310	1320	1808	2436
EBITDA	209	499	2232	3417	4468
EPS(元)	0.07	0.17	0.71	0.97	1.30

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-18.0	84.9	300.8	45.6	21.0
营业利润(%)	-31.8	150.8	306.2	38.8	34.3
归属于母公司净利润(%)	-33.5	125.7	325.7	36.9	34.7
获利能力					
毛利率(%)	29.5	27.8	27.6	27.4	27.4
净利率(%)	6.5	8.9	8.9	8.4	9.3
ROE(%)	6.1	13.8	35.7	33.5	31.4
ROIC(%)	11.6	16.7	14.8	22.2	20.0
偿债能力					
资产负债率(%)	46.2	72.7	84.4	79.8	78.2
净负债比率(%)	-37.8	12.9	209.7	109.7	108.6
流动比率	1.7	0.9	0.8	0.8	0.9
速动比率	1.4	0.6	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.9	0.9	0.8
应收账款周转率	2.6	4.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.6	3.5	22.7	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.17	0.71	0.97	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.05	-1.75	2.85	0.17
每股净资产(最新摊薄)	1.18	1.29	1.99	2.90	4.16
估值比率					
P/E	230.6	102.2	24.0	17.5	13.0
P/B	14.4	13.2	8.5	5.8	4.1
EV/EBITDA	128.1	55.9	16.0	9.9	8.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn