

# 双良节能 (600481.SH)

## 光伏业务再获订单，业绩确定性进一步增强

事件：5月9日，双良节能公告和东方日升与特变电工新增订单。

**新增 210 硅片大单，硅片新贵下游客户认可度持续提升。**根据公司公告，公司和东方日升签订 15.72 亿片硅片（210 规格）长单销售合同，合同履行期为 2022 年至 2024 年，总计金额达到 142.27 亿元。双良节能从去年开始进入光伏硅片行业，从公司布局硅片业务以来，公司已签订硅片/硅棒长单金额约 779 亿元，客户覆盖天合光能、东方日升、通威、爱旭、润阳等龙头电池、组件生产商。本次公司订单的再次突破也是下游客户对公司产品的认可度的进一步提升，是推动公司硅片业务良性健康发展的基础。

**启动二期 20GW 单晶硅片扩产，加速向专业硅片供应商转型进程。**公司一期 20GW 硅片项目建设已接近完成，其中单晶一厂 560 台 1600 型号的单晶炉（折合约 8GW 年产能）已经全面投产，单晶二厂逐步投产。此外，公司已启动二期项目（20GW）的投资建设规划，预计 2022 年年内公司将会尽快实现 20GW+ 的年产能，2023 年将尽快实现共计 40GW+ 的年产能。

**硅料进入第二波扩产浪潮，再获新特扩产订单，公司传统优势板块持续发力。**近期，硅料迎来第二波大规模扩产潮，大全能源、信义光能、合盛硅业、上机数控、东方日升、中来股份、中环股份等均布局大规模扩产计划。2022 年 5 月 9 日，公司和华陆工程科技有限责任公司签订《还原炉设备买卖合同》，合同标的为多对棒多晶硅还原炉，合同金额为人民币 3.24 亿元，本次合同要求在 2022 年 8 月 31 日之前完成交货。华陆工程为新特建设年产 20 万吨高端电子级多晶硅低碳绿色循环经济建设项目。随着本次订单的签订，公司 2022 年多晶硅还原炉新签订单金额已经达到 18.86 亿元，接近去年 19 亿元的新增订单水平。同时考虑到今明两年进入多晶硅扩产的高峰期，公司还原炉业务有望实现大幅增长。

**光伏业务实现差异化布局，与产业链实现战略协同。**2022 年，公司继续加深光伏领域布局，进入组件环节，计划在包头建设 20GW 高效组件项目。从此来看，公司目前涵盖多晶硅还原炉、硅片、组件环节，恰好与未布局的硅料、电池片、电站等业务实现互补，在产业链定位当中，最大程度上避免与上游供应商及下游客户存在业务的重合与竞争，实现与产业链参与者最大程度的协同。此外，公司节能节水设备客户涵盖众多电力企业，均有着较大的新能源转型的压力与诉求，因而可以与公司组件业务实现协同，充分利用现有客户资源。

**盈利预测：**预计公司 2022~2024 实现归母净利润 9.12、16.27、21.58 亿元，对应 PE 估值 18.8、10.6、8.0 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	11,362	14,648	18,003
增长率 yoy（%）	-18.0	84.9	196.7	28.9	22.9
归母净利润（百万元）	137	310	912	1,627	2,158
增长率 yoy（%）	-33.5	125.7	194.1	78.4	32.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.08	0.19	0.56	1.00	1.33
净资产收益率（%）	6.1	13.8	27.7	33.5	30.9
P/E（倍）	124.9	55.4	18.8	10.6	8.0
P/B（倍）	7.8	7.1	5.2	3.5	2.5

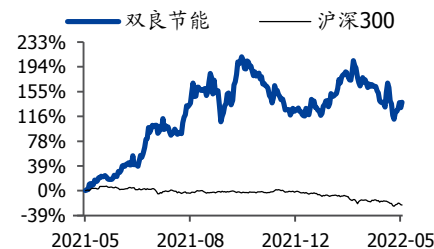
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 5 月 9 日收盘价

### 增持（维持）

#### 股票信息

行业	通用设备
前次评级	增持
5月9日收盘价(元)	10.55
总市值(百万元)	17,167.55
总股本(百万股)	1,627.26
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	19.79

#### 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

#### 相关研究

- 《双良节能（600481.SH）：2022Q1 业绩大幅增长，加速光伏业务转型》2022-04-18
- 《双良节能（600481.SH）：硅片业务拓展超预期，2022 年加速成长》2022-03-08
- 《双良节能（600481.SH）：硅片新贵再获认可，210 硅片放量在即》2022-02-15

**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
<b>流动资产</b>	3194	4953	6341	7682	12431
现金	1220	1912	1190	1535	1886
应收票据及应收账款	759	1086	1754	2431	3570
其他应收款	74	52	324	409	491
预付账款	131	260	497	479	721
存货	443	1053	1985	2238	5173
其他流动资产	566	590	590	590	590
<b>非流动资产</b>	915	4038	7956	9000	9932
长期投资	271	274	279	284	290
固定资产	443	1116	4456	5507	6419
无形资产	90	296	320	355	399
其他非流动资产	110	2351	2901	2853	2824
<b>资产总计</b>	4109	8991	14297	16681	22363
<b>流动负债</b>	1893	5682	8499	9240	12766
短期借款	381	1208	1582	3102	1360
应付票据及应付账款	696	1738	2313	2164	5453
其他流动负债	815	2736	4605	3974	5954
<b>非流动负债</b>	4	850	2398	2487	2546
长期借款	0	90	1637	1726	1785
其他非流动负债	4	760	760	760	760
<b>负债合计</b>	1897	6533	10897	11727	15312
少数股东权益	14	52	82	115	137
股本	1632	1627	1627	1627	1627
资本公积	26	1	1	1	1
留存收益	550	829	1536	2780	4416
归属母公司股东权益	2198	2406	3318	4839	6914
<b>负债和股东权益</b>	4109	8991	14297	16681	22363

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	334	92	1441	510	3803
净利润	136	340	942	1660	2180
折旧摊销	56	70	294	546	701
财务费用	13	45	112	215	214
投资损失	-1	-15	-8	-9	-8
营运资金变动	127	-429	109	-1900	722
其他经营现金流	4	81	-8	-2	-5
<b>投资活动现金流</b>	42	-849	-4197	-1579	-1620
资本支出	22	864	3913	1038	926
长期投资	62	-5	-5	-6	-6
其他投资现金流	125	10	-289	-546	-699
<b>筹资活动现金流</b>	-215	754	1661	-107	-90
短期借款	11	827	0	0	0
长期借款	0	90	1547	89	59
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	114	-196	-149
<b>现金净增加额</b>	159	0	-1095	-1176	2093

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2072	3830	11362	14648	18003
营业成本	1461	2764	9114	11192	13710
营业税金及附加	18	30	96	122	150
营业费用	211	238	352	439	504
管理费用	126	176	295	366	432
研发费用	86	166	318	410	486
财务费用	13	45	112	215	214
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
<b>营业利润</b>	159	400	1116	1946	2558
营业外收入	7	9	8	8	8
营业外支出	0	1	2	1	1
<b>利润总额</b>	166	408	1121	1953	2565
所得税	31	68	179	293	385
<b>净利润</b>	136	340	942	1660	2180
少数股东损益	-2	29	30	33	22
<b>归属母公司净利润</b>	137	310	912	1627	2158
EBITDA	209	499	1482	2655	3407
EPS (元)	0.08	0.19	0.56	1.00	1.33

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-18.0	84.9	196.7	28.9	22.9
营业利润(%)	-31.8	150.8	179.0	74.4	31.5
归属于母公司净利润(%)	-33.5	125.7	194.1	78.4	32.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.5	27.8	19.8	23.6	23.8
净利率(%)	6.6	8.1	8.0	11.1	12.0
ROE(%)	6.1	13.8	27.7	33.5	30.9
ROIC(%)	4.8	7.7	13.0	16.4	20.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.2	72.7	76.2	70.3	68.5
净负债比率(%)	-37.9	13.4	94.0	92.6	38.3
流动比率	1.7	0.9	0.7	0.8	1.0
速动比率	1.1	0.5	0.4	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	1.0	0.9	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
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.19	0.56	1.00	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.06	0.89	0.31	2.34
每股净资产(最新摊薄)	1.35	1.48	2.04	2.97	4.25
<b>估值比率</b>					
P/E	124.9	55.4	18.8	10.6	8.0
P/B	7.8	7.1	5.2	3.5	2.5
EV/EBITDA	78.3	35.1	13.8	8.2	5.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 5 月 9 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