

双良节能 (600481.SH)

HJT 硅片长单落地，受益硅片环节高景气

事件：公司发布《关于全资子公司签订重大销售合同的公告》。

公司与华晟签订异质结专用硅片出货长单，约定 2022-2025 年供应 7800 吨，年均 0.75GW，在 N 型硅片新时代公司已获得先发优势。在与下游主流电池片厂商/组件厂商签署硅片供应长单后，公司近期与华晟达成在异质结专用 N 型硅片领域的合作，约定 2022-2025 年供应 7800 吨异质结专用方锭（210mm），约合 3GW，年均 0.75GW。华晟作为异质结电池片技术龙头，当前已具备 2.7GW 的异质结电池/组件产能，此次签订的硅片长单，表明对于双良节能硅片质量参数以及 N 型硅片研发制造能力的充分认可，双良也有望借助 N 型硅片长单的交付，在 N 型引领的硅片技术新时代，获得先发优势。

多晶硅供应有保障，在手硅片订单饱满，公司硅片出货及产能建设节奏超出预期。公司作为多晶硅还原炉设备的核心供应商，与多晶硅龙头建立深厚的合作关系，目前已与协鑫、通威、亚硅、新特等签署硅料供应长单，充分保障产能释放后的原料供应。当前光伏下游需求持续高景气，公司硅片在手订单饱满，已投产炉台（一厂 560 台+二厂 800 台）实现满负荷生产，按照 150~160MW/台/年的产出计算，已实现 20~22GW 硅片产能，在此基础上，公司也加快推动硅片扩产，预计年内即可实现 50GW 产能，为未来两年硅片出货高增奠定基础。

硅片环节价格传导顺利，盈利或将维持高位。7 月 21 日，硅片龙头再次调涨硅片报价，目前 155 μ m 166\182\210 硅片报价分别为 6.26、7.53、9.93 元/片，涨幅在 4%，顺利传导多晶硅价格上涨，盈利水平仍然维持在较高水平。当前硅片行业虽迎来较大规模扩产，但受到上游原材料（多晶硅、高纯石英砂）供应的限制，硅片产出有限，同时考虑到在下游需求持续超预期的背景下，总产能中的高效大尺寸炉台产能相对紧张，多重因素叠加之下，硅片产业链地位仍然强势，且未来或将出现结构性分化，实现原料保供+大尺寸产能占比高的企业，预期未来将实现较高盈利水平。

盈利预测：预计公司 2022~2024 实现归母净利润 10.71、18.22、25.85 亿元，对应 PE 估值 26.9、15.8、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	13,530	16,148	21,805
增长率 yoy（%）	-18.0	84.9	253.3	19.4	35.0
归母净利润（百万元）	137	310	1,071	1,822	2,585
增长率 yoy（%）	-33.5	125.7	245.4	70.1	41.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.08	0.19	0.66	1.12	1.59
净资产收益率（%）	6.1	13.8	31.0	35.0	33.3
P/E（倍）	210.0	93.0	26.9	15.8	11.2
P/B（倍）	13.1	12.0	8.3	5.6	3.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 7 月 21 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	通用设备
前次评级	增持
7 月 21 日收盘价(元)	17.73
总市值(百万元)	28,851.25
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)	46.03

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)：硅料扩产加速，还原炉业务持续高景气》 2022-06-03
- 《双良节能 (600481.SH)：光伏业务再获订单，业绩确定性进一步增强》 2022-05-09
- 《双良节能 (600481.SH)：2022Q1 业绩大幅增长，加速光伏业务转型》 2022-04-18

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	7907	7513	16438
现金	1220	1912	1417	1692	2285
应收票据及应收账款	759	1086	2296	2318	4951
其他应收款	74	52	395	412	678
预付账款	131	260	642	435	1019
存货	443	1053	2566	2067	6915
其他流动资产	566	590	590	590	590
非流动资产	915	4038	9111	9783	11654
长期投资	271	274	279	284	290
固定资产	443	1116	5345	6149	7740
无形资产	90	296	320	355	399
其他非流动资产	110	2351	3168	2994	3225
资产总计	4109	8991	17018	17296	28092
流动负债	1893	5682	10594	9323	17003
短期借款	381	1208	2041	3736	1897
应付票据及应付账款	696	1738	3087	1823	7408
其他流动负债	815	2736	5465	3764	7698
非流动负债	4	850	2860	2655	3244
长期借款	0	90	2099	1894	2483
其他非流动负债	4	760	760	760	760
负债合计	1897	6533	13453	11978	20246
少数股东权益	14	52	87	125	151
股本	1632	1627	1627	1627	1627
资本公积	26	1	1	1	1
留存收益	550	829	1659	3053	5011
归属母公司股东权益	2198	2406	3477	5193	7695
负债和股东权益	4109	8991	17018	17296	28092

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	1857	359	4568
净利润	136	340	1106	1859	2611
折旧摊销	56	70	339	628	813
财务费用	13	45	139	259	270
投资损失	-1	-15	-8	-9	-8
营运资金变动	127	-429	289	-2376	888
其他经营现金流	4	81	-8	-2	-5
投资活动现金流	42	-849	-5396	-1289	-2670
资本支出	22	864	5068	667	1865
长期投资	62	-5	-5	-6	-6
其他投资现金流	125	10	-334	-628	-811
筹资活动现金流	-215	754	2211	-490	533
短期借款	11	827	0	0	0
长期借款	0	90	2009	-205	589
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	202	-285	-55
现金净增加额	159	0	-1328	-1420	2431

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2072	3830	13530	16148	21805
营业成本	1461	2764	10857	12277	16616
营业税金及附加	18	30	115	134	182
营业费用	211	238	419	484	611
管理费用	126	176	352	404	523
研发费用	86	166	379	452	589
财务费用	13	45	139	259	270
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	1311	2180	3065
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	1317	2187	3072
所得税	31	68	211	328	461
净利润	136	340	1106	1859	2611
少数股东损益	-2	29	35	37	26
归属母公司净利润	137	310	1071	1822	2585
EBITDA	209	499	1740	3009	4068
EPS (元)	0.08	0.19	0.66	1.12	1.59

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	253.3	19.4	35.0
营业利润(%)	-31.8	150.8	227.9	66.3	40.6
归属于母公司净利润(%)	-33.5	125.7	245.4	70.1	41.9
获利能力					
毛利率(%)	29.5	27.8	19.8	24.0	23.8
净利率(%)	6.6	8.1	7.9	11.3	11.9
ROE(%)	6.1	13.8	31.0	35.0	33.3
ROIC(%)	4.8	7.7	13.2	16.6	20.1
偿债能力					
资产负债率(%)	46.2	72.7	79.1	69.3	72.1
净负债比率(%)	-37.9	13.4	112.4	99.7	47.9
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
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	1.0	0.9	1.0
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)	0.08	0.19	0.66	1.12	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.06	1.14	0.22	2.81
每股净资产(最新摊薄)	1.35	1.48	2.14	3.19	4.73
估值比率					
P/E	210.0	93.0	26.9	15.8	11.2
P/B	13.1	12.0	8.3	5.6	3.7
EV/EBITDA	134.3	58.5	18.9	11.4	8.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 月 21 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