

2022 年 10 月 17 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

三季度业绩超预期，硅片产能持续爬坡

—双良节能（600481.SH）公司事件点评报告 买入（维持）事件

分析师：张涵 S1050521110008
zhanghan3@cfsc.com.cn

双良节能发布三季报：公司前三季度实现收入 87.5 亿元，同比增长 286%，归母净利润 8.3 亿元，同比增长 369%。

基本数据

2022-10-17

当前股价（元）	16.94
总市值（亿元）	317
总股本（百万股）	1871
流通股本（百万股）	1627
52 周价格范围（元）	9.39-19.68
日均成交额（百万元）	435.3

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《华鑫证券*公司报告*双良节能（600481）公司点评：硅料与节能设备龙头，硅片业务高速发展*20220617*张涵，臧天律》2022-06-17

投资要点

■ 三季度业绩超预期，多晶硅设备与硅片同步增长

公司 Q3 实现营业收入 44.5 亿元，同比增长 337%，环比增长 74%，归母净利润 4.77 亿元，同比增长 539%，环比增长 114%。公司 Q3 实现毛利率 20.49%，同比下降 0.89ptcs，环比下降 6.29ptcs，净利率 11.39%，同比提升 1.77 ptcs，环比提升 3.18 ptcs，净利率进一步提升。公司 Q3 业绩大幅增长，主要系由于公司多晶硅设备和单晶硅片销售增长所致，上半年双良硅材料（包头）有限公司已经实现单晶硅棒和硅片的销售收入 20.67 亿元，随着硅棒/硅片产能的进一步爬坡，公司硅片业务收入在三季度进一步增长。

■ 同步规划硅片与组件，产能持续扩张

尺寸 M10/G12、型号 P/N 等硅棒/硅片均陆续出货，上半年单晶一厂 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。公司拟公开发行可转债拟募集资金不超过 26 亿元，部分用于投资 40GW 单晶硅二期项目（20GW），预计该项目投资额达到 62.4 亿元。预计年内公司大尺寸硅棒/硅片实际产能将实现 50GW，在光伏单晶硅行业内具备一定的规模。

公司成立双良新能科技（包头）有限公司，作为高效光伏组件项目的投资运营主体，在包头地区开展大规模组件项目投资建设和生产，规划 20GW，其中一期 5GW，有望年内投产。

■ 与上下游签订长期协议，产业链合作深化

公司近期发布多个采购合同与经营合同公告，其中包括，1) 全资子公司向东方希望在 2022-2026 年采购多晶硅料 6.68 万吨；2) 全资子公司向新特能源等在 2023-2030 年采购多晶硅料 15 万吨；3) 全资子公司向新疆大全、内蒙古大全在 2022-2027 年采购多晶硅料 15.53 万吨；4) 控股子公司与新疆东部合盛硅业签订买卖合同，合同标的为多对棒还原炉设备及其备品备件，合同金额为 4.3 亿元，分批交货，2023 年 4 月 30 日交货完毕。

硅料长期协议，有利于提前保障公司原材料的稳定供应，公司多晶硅还原炉龙头定位稳固。公司单晶硅片发展业务发展

迅速，产品质量受到客户高度认可，目前已与通威太阳能、爱旭太阳能、江苏润阳、天合光能、东方日升、正泰新能等多家下游龙头电池企业建立合作，签订销售长单，满足下游客户现有和扩张产能对硅片的要求。

■ 盈利预测

基于公司前三季度业绩超预期，我们上调公司盈利预测，预测公司 2022-2024 年收入分别为 150、248、357 亿元，EPS 分别为 0.68、1.24、1.61 元，当前股价对应 PE 分别为 25、14、11 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

硅片行业竞争加剧风险；产能投放进度不及预期；可转债进度不及预期；大盘系统性风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	3,830	14,972	24,786	35,713
增长率（%）	84.9%	290.9%	65.5%	44.1%
归母净利润（百万元）	310	1,267	2,318	3,022
增长率（%）	125.7%	308.5%	83.0%	30.4%
摊薄每股收益（元）	0.19	0.68	1.24	1.61
ROE（%）	12.6%	18.1%	25.9%	26.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	3,830	14,972	24,786	35,713
现金及现金等价物	1,912	5,456	7,216	9,318	营业成本	2,764	12,050	19,882	29,362
应收款	1,139	3,220	4,652	6,214	营业税金及附加	30	118	195	281
存货	1,053	3,635	5,448	7,637	销售费用	238	284	421	536
其他流动资产	850	3,270	5,402	7,775	管理费用	176	344	520	679
流动资产合计	4,953	15,581	22,717	30,944	财务费用	45	180	248	286
非流动资产：					研发费用	166	419	620	786
金融类资产	18	18	18	18	费用合计	625	1,228	1,809	2,286
固定资产	1,116	2,042	2,406	2,745	资产减值损失	-58	-27	-34	-39
在建工程	1,879	1,379	1,379	1,379	公允价值变动	-4	9	8	4
无形资产	288	274	259	246	投资收益	15	9	8	11
长期股权投资	274	274	274	274	营业利润	400	1,582	2,901	3,785
其他非流动资产	480	480	480	480	加：营业外收入	9	9	9	9
非流动资产合计	4,038	4,449	4,798	5,124	减：营业外支出	1	1	1	1
资产总计	8,991	20,030	27,516	36,068	利润总额	408	1,590	2,909	3,793
流动负债：					所得税费用	68	234	428	558
短期借款	1,208	1,208	1,208	1,208	净利润	340	1,356	2,482	3,235
应付账款、票据	1,738	4,984	7,673	10,517	少数股东损益	29	90	164	214
其他流动负债	1,620	1,620	1,620	1,620	归母净利润	310	1,267	2,318	3,022
流动负债合计	5,682	12,175	17,725	23,753					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	90	90	90	90	成长性				
其他非流动负债	760	760	760	760	营业收入增长率	84.9%	290.9%	65.5%	44.1%
非流动负债合计	850	850	850	850	归母净利润增长率	125.7%	308.5%	83.0%	30.4%
负债合计	6,533	13,026	18,575	24,604	盈利能力				
所有者权益					毛利率	27.8%	19.5%	19.8%	17.8%
股本	1,627	1,871	1,871	1,871	四项费用/营收	16.3%	8.2%	7.3%	6.4%
股东权益	2,458	7,004	8,940	11,465	净利率	8.9%	9.1%	10.0%	9.1%
负债和所有者权益	8,991	20,030	27,516	36,068	ROE	12.6%	18.1%	25.9%	26.4%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	72.7%	65.0%	67.5%	68.2%
净利润	340	1356	2482	3235	营运能力				
少数股东权益	29	90	164	214	总资产周转率	0.4	0.7	0.9	1.0
折旧摊销	67	89	150	173	应收账款周转率	3.4	4.6	5.3	5.7
公允价值变动	-4	9	8	4	存货周转率	2.6	3.3	3.7	3.9
营运资金变动	-340	-591	173	-96	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	92	953	2977	3530	EPS	0.19	0.68	1.24	1.61
投资活动现金净流量	-849	-426	-364	-340	P/E	88.9	25.0	13.7	10.5
筹资活动现金净流量	4302	3190	-546	-711	P/S	7.2	2.1	1.3	0.9
现金流量净额	3,544	3,717	2,068	2,480	P/B	11.5	4.6	3.7	2.9

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备组组长，金融学硕士，中山大学理学学士，4 年证券行业研究经验，重点覆盖光伏、风电、储能等领域。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，研究方向为新能源风光储方向。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。