

双良节能（600481）2022年报及2023年一季度点评

## 传统装备业务稳健发展，发力硅片业务快速增长

### 事项:

- ❖ 公司发布2022年年报和2023年一季度报。2022年公司实现营业收入144.76亿元，同比增长277.99%；实现归母净利润9.56亿元，同比增长208.27%；归母净利率为6.60%，同比降低1.49pct。2023Q1公司实现营业收入54.63亿元，同比增长215.02%，环比减少4.67%；实现归母净利润5.02亿元，同比增长315.06%，环比增长299.00%；归母净利率为9.18%，同比提高2.21pct，环比提高6.99pct。

### 评论:

- ❖ **传统装备业务稳健发展，还原炉电解槽等新能源装备快速成长。**1) **空冷器**: 2022年实现营收11.42亿元，同比增长19.77%。公司保持火电、煤化工领域市占率领先，伴随电力需求刚性增长，公司空冷业务有望实现快速发展。2) **换热器**: 2022年实现营收6.05亿元，同比增长47.36%。空分领域稳定增长，在PTA、多晶硅、冷氢化等领域实现突破。3) **溴冷机**: 2022年实现营收9.91亿元，同比减少16.53%。在工业领域，公司已实现工业领域专业全覆盖、区域全覆盖。4) **还原炉**: 公司市场占有率保持65%以上，同时需求高景气推动订单高增，2022年初至今公司合计签订还原炉设备订单49.1亿元，预计23年营收40亿元左右。5) **电解槽**: 2022年，公司首套绿电制氢系统顺利交付，目前在产能规模100-200台，其中100台产能预计二季度投产。
- ❖ **硅片迅速起量，盈利能力明显改善。**截至2022年底，公司硅片产能达40GW，规模效应逐渐体现；目前公司已锁定高纯石英砂订单，配套硅片产能保障供应。2022年公司硅片业务毛利率7.86%，同增19.91pct，盈利明显改善。2023Q1硅片直接出货约3-4GW，预计2023年公司硅片出货35GW左右，有望迎来量利齐升。
- ❖ **加速一体化布局，组件业务开拓初有成效。**公司2022年组件业务实现营收0.14亿元，包头20GW高效光伏组件一期项目（5GW）已于2022年内实现量产。公司组件产线丰富，布局P型、N型及HJT等不同类型组件，产品矩阵完善，功率最高可达700W，最高效率为22.5%。预计2023年组件出货3-4GW。
- ❖ **投资建议**: 公司装备订单充沛，硅片快速放量，组件和电解槽业务有望成为新增长点，公司多业务协同发展。公司硅片业务量利齐升，我们调整盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为24.88/30.78/38.41亿元（前值22.80/28.90/-亿元），当前市值对应PE分别为11/9/7倍。参考可比公司估值，给予2023年15x PE，对应目标价19.95元，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示**: 终端需求不及预期，产能扩张进度不及预期，市场竞争加剧等。

### 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	14,476	28,633	39,135	45,175
同比增速(%)	278.0%	97.8%	36.7%	15.4%
归母净利润(百万)	956	2,488	3,078	3,841
同比增速(%)	208.3%	160.2%	23.7%	24.8%
每股盈利(元)	0.51	1.33	1.65	2.05
市盈率(倍)	29	11	9	7
市净率(倍)	4.0	2.9	2.2	1.7

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2023年4月28日收盘价

## 推荐 (维持)

目标价: 19.95元

当前价: 14.59元

### 华创证券研究所

证券分析师: 黄麟

邮箱: huanglin1@hcyjs.com

执业编号: S0360522080001

证券分析师: 盛炜

邮箱: shengwei@hcyjs.com

执业编号: S0360522100003

### 公司基本数据

总股本(万股)	187,066.13
已上市流通股(万股)	187,066.13
总市值(亿元)	272.93
流通市值(亿元)	272.93
资产负债率(%)	69.76
每股净资产(元)	3.92
12个月内最高/最低价	19.68/10.19

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《双良节能（600481）2023年一季度业绩预告点评：一季度业绩表现亮眼，硅片盈利明显改善》

2023-04-16

《双良节能（600481）跟踪分析报告：还原炉再迎大单，硅片组件产能加速落地》

2023-01-05

《双良节能（600481）2022年一季度报点评：硅片业务如期投产，开启第二成长曲线》

2022-04-16

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,674	5,352	5,824	8,979
应收票据	0	92	131	106
应收账款	915	4,162	6,238	7,956
预付账款	1,174	1,867	2,924	3,372
存货	2,841	6,011	8,584	10,636
合同资产	248	1,743	2,979	2,480
其他流动资产	1,989	3,701	4,980	5,504
流动资产合计	11,841	22,929	31,660	39,034
其他长期投资	125	247	338	390
长期股权投资	273	273	273	273
固定资产	7,044	10,006	13,020	14,956
在建工程	1,681	2,754	2,576	1,773
无形资产	443	474	516	572
其他非流动资产	536	538	541	543
非流动资产合计	10,103	14,293	17,264	18,507
<b>资产合计</b>	<b>21,943</b>	<b>37,222</b>	<b>48,924</b>	<b>57,541</b>
短期借款	2,913	4,619	6,324	8,029
应付票据	2,976	6,046	8,197	9,567
应付账款	1,625	6,995	9,829	10,190
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1,786	3,532	4,828	5,573
其他应付款	2,828	2,828	2,828	2,828
一年内到期的非流动负债	1,163	1,163	1,163	1,163
其他流动负债	464	1,014	1,280	1,469
流动负债合计	13,755	26,197	34,448	38,819
长期借款	170	297	396	455
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,104	1,104	1,104	1,104
非流动负债合计	1,274	1,401	1,500	1,559
<b>负债合计</b>	<b>15,029</b>	<b>27,598</b>	<b>35,949</b>	<b>40,378</b>
归属母公司所有者权益	6,829	9,317	12,395	16,236
少数股东权益	86	307	581	927
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,914</b>	<b>9,624</b>	<b>12,976</b>	<b>17,163</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,943</b>	<b>37,222</b>	<b>48,924</b>	<b>57,541</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-3,430</b>	<b>3,544</b>	<b>2,358</b>	<b>3,602</b>
现金收益	1,481	3,312	4,161	5,218
存货影响	-1,788	-3,170	-2,573	-2,053
经营性应收影响	-627	-3,992	-3,120	-2,080
经营性应付影响	4,565	8,440	4,984	1,732
其他影响	-7,060	-1,046	-1,095	784
<b>投资活动现金流</b>	<b>-788</b>	<b>-4,601</b>	<b>-3,623</b>	<b>-2,143</b>
资本支出	-6,187	-4,600	-3,622	-2,144
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	5,399	-1	-1	2
<b>融资活动现金流</b>	<b>4,730</b>	<b>1,735</b>	<b>1,738</b>	<b>1,696</b>
借款增加	2,764	1,832	1,805	1,764
股利及利息支付	-161	-57	-65	-75
股东融资	3,465	3,465	3,465	3,465
其他影响	-1,338	-3,505	-3,467	-3,459

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>14,476</b>	<b>28,633</b>	<b>39,135</b>	<b>45,175</b>
营业成本	12,087	23,237	32,374	37,270
税金及附加	56	229	278	303
销售费用	236	515	665	678
管理费用	282	630	744	813
研发费用	403	796	1,088	1,129
财务费用	132	55	51	59
信用减值损失	-8	-8	-8	-8
资产减值损失	-115	-42	-51	-60
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	14	14	14	14
其他收益	57	57	57	57
<b>营业利润</b>	<b>1,229</b>	<b>3,191</b>	<b>3,947</b>	<b>4,925</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>1,225</b>	<b>3,187</b>	<b>3,942</b>	<b>4,920</b>
所得税	178	464	575	717
<b>净利润</b>	<b>1,046</b>	<b>2,722</b>	<b>3,368</b>	<b>4,203</b>
少数股东损益	90	234	290	362
<b>归属母公司净利润</b>	<b>956</b>	<b>2,488</b>	<b>3,078</b>	<b>3,841</b>
NOPLAT	1,159	2,769	3,411	4,254
EPS(摊薄) (元)	0.51	1.33	1.65	2.05

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	278.0%	97.8%	36.7%	15.4%
EBIT 增长率	199.8%	139.0%	23.2%	24.7%
归母净利润增长率	208.3%	160.2%	23.7%	24.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.5%	18.8%	17.3%	17.5%
净利率	7.2%	9.5%	8.6%	9.3%
ROE	14.0%	26.7%	24.8%	23.7%
ROIC	12.2%	20.9%	19.4%	18.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	68.5%	74.1%	73.5%	70.2%
债务权益比	77.4%	74.6%	69.3%	62.6%
流动比率	0.9	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	25	32	48	57
应付账款周转天数	39	67	94	97
存货周转天数	58	69	81	93
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.51	1.33	1.65	2.05
每股经营现金流	-1.83	1.89	1.26	1.93
每股净资产	3.65	4.98	6.63	8.68
<b>估值比率</b>				
P/E	29	11	9	7
P/B	4	3	2	2
EV/EBITDA	19	8	7	5

## 电力设备新能源小组团队介绍

### 中游制造组组长，电力设备新能源首席研究员：黄麟

吉林大学材料化学博士，深圳大学材料学博士后，曾任职于新时代证券/方正证券/德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

### 高级分析师：盛炜

墨尔本大学金融专业硕士，入行 5 年，其中买方经验 2 年。2022 年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：苏千叶

中南大学硕士，研究方向锂电池，曾任上汽新能源动力电池工程师、德邦电新研究员，2022 年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：何家金

上海大学硕士。2 年电新研究经验，曾任职于方正证券研究所、德邦证券研究所，2022 年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：吴含

中山大学金融学学士，伦敦大学国王学院金融硕士。1 年产业，2 年电新研究经验，曾任职于西部证券研究所、明阳智能投关部、德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

### 研究员：梁旭

武汉大学物理学本科，港中文金融硕士，曾任职于德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：代昌祺

西北农林科技大学金融学硕士，曾任职于德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522