

双良节能 (600481.SH) 公司业绩超预期增长，硅片业务有望快速放量

2023年05月04日

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）
任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

日期	2023/4/28
当前股价(元)	14.59
一年最高最低(元)	20.05/10.06
总市值(亿元)	272.93
流通市值(亿元)	272.93
总股本(亿股)	18.71
流通股本(亿股)	18.71
近3个月换手率(%)	119.43

中小盘研究团队

● 2022年公司业绩超预期，归母净利润同比增长208.27%

公司发布2022年度报告及2023年一季度报告。2022年，公司实现营业收入144.76亿元，同比+277.99%；实现归母净利润9.56亿元，同比+208.27%。2023 Q1，公司实现营业收入54.63亿元，同比+215.02%；实现归母净利润5.02亿元，同比+315.06%。基于公司2022年及2023 Q1业绩超预期增长，我们上调2023-2024年业绩预测，新增2025年业绩预测，预计2023-2025年公司归母净利润为23.36(+5.28)/30.66(+6.30)/37.05亿元，对应EPS分别为1.25(+0.28)/1.64(+0.34)/1.98元/股，当前股价对应的PE分别为11.7/8.9/7.4倍，我们看好公司硅片及组件业务有望迎来快速放量，维持“买入”评级。

● 2022年公司硅片业务实现高增，期间费用率显著下降

从营收端来看：（1）节能节水领域内，2022年公司共实现营收27.4亿元，占比共19.2%，其中溴冷机实现营收9.9亿元，同比-17.03%；换热器实现营收6.0亿元，同比+47.36%；空冷器实现营收11.4亿元，同比+19.77%。（2）光伏领域内，2022年公司共实现营收115.2亿元，占比共80.8%，其中多晶硅还原炉实现营收29.1亿元，同比+196.89%；单晶硅片实现营收86.1亿元，同比+3559.21%；组件首次实现营收0.1亿元。从利润端来看：2022年公司毛利率为16.51%，同比-11.33pct；净利率为7.23%，同比-1.64pct；期间费用率为7.27%，同比-9.06pct。

● 节能节水领域稳步推进，光伏领域有望随产能释放实现业绩高增

（1）节能节水领域：2023年超算数据中心液冷系统配套设备整体市场空间有望进一步提升，公司相关业务有望显著受益。此外，公司开发的CDM液冷换热模块也在持续收获市场订单。（2）光伏领域：2022年公司大尺寸单晶硅业务推进顺利，我们看好公司硅片业务有望随上游硅料价格下降快速放量；公司组件项目包头一期5GW产能已于2022年建设完毕并开始实现销售，我们认为未来组件业务的开拓将进一步增强公司在光伏产业链上的布局。

● **风险提示：**新产品研发推广不及预期的风险；原材料价格波动的风险。

相关研究报告

《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》
-2022.10.18

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,830	14,476	29,570	36,620	42,720
YOY(%)	84.9	278.0	104.3	23.8	16.7
归母净利润(百万元)	310	956	2,336	3,066	3,705
YOY(%)	125.7	208.3	144.3	31.3	20.8
毛利率(%)	27.8	16.5	27.2	27.6	27.7
净利率(%)	8.1	6.6	7.9	8.4	8.7
ROE(%)	13.8	15.1	26.2	25.8	24.1
EPS(摊薄/元)	0.17	0.51	1.25	1.64	1.98
P/E(倍)	88.0	28.5	11.7	8.9	7.4
P/B(倍)	11.3	4.0	3.0	2.2	1.7

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4953	11841	18266	20676	24781
现金	1912	4674	9547	11824	13793
应收票据及应收账款	1086	915	0	0	0
其他应收款	52	56	165	108	210
预付账款	260	1174	1755	1872	2359
存货	1053	2841	4094	4447	5503
其他流动资产	590	2182	2704	2425	2915
非流动资产	4038	10103	15560	17870	19900
长期投资	274	273	276	278	281
固定资产	1116	7044	11238	13193	14889
无形资产	296	489	552	630	724
其他非流动资产	2351	2297	3494	3768	4006
资产总计	8991	21943	33826	38546	44680
流动负债	5682	13755	23178	24752	26963
短期借款	1208	2913	16669	17994	19013
应付票据及应付账款	1738	4601	0	0	0
其他流动负债	2736	6241	6509	6758	7950
非流动负债	850	1274	1277	1253	1225
长期借款	90	170	174	149	121
其他非流动负债	760	1104	1104	1104	1104
负债合计	6533	15029	24455	26005	28188
少数股东权益	52	86	206	375	647
股本	1627	1871	1871	1871	1871
资本公积	1	3223	3223	3223	3223
留存收益	829	1785	3512	6315	9865
归属母公司股东权益	2406	6829	9165	12166	15845
负债和股东权益	8991	21943	33826	38546	44680

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	92	-3430	-1091	5245	5174
净利润	340	1046	2456	3235	3978
折旧摊销	70	303	632	883	1068
财务费用	45	132	600	1028	1088
投资损失	-15	-14	-10	-10	-12
营运资金变动	-429	-5074	-4613	338	-651
其他经营现金流	81	178	-157	-230	-296
投资活动现金流	-849	-788	-6075	-3180	-3087
资本支出	864	666	6087	3190	3095
长期投资	-5	-123	-2	-3	-3
其他投资现金流	20	1	15	13	11
筹资活动现金流	754	4730	-1716	-1113	-1137
短期借款	827	1705	13755	1325	1019
长期借款	90	80	3	-24	-28
普通股增加	-5	243	0	0	0
资本公积增加	-25	3222	0	0	0
其他筹资现金流	-132	-521	-15475	-2414	-2128
现金净增加额	-0	519	-8882	951	951

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3830	14476	29570	36620	42720
营业成本	2764	12087	21528	26515	30890
营业税金及附加	30	56	211	252	275
营业费用	238	236	2068	2293	2896
管理费用	176	282	1310	1563	1629
研发费用	166	403	1136	1386	1575
财务费用	45	132	600	1028	1088
资产减值损失	-33	-115	0	0	0
其他收益	76	57	39	47	55
公允价值变动收益	-4	0	7	6	2
投资净收益	15	14	10	10	12
资产处置收益	-7	-0	-3	-3	-3
营业利润	400	1229	2923	3869	4731
营业外收入	9	1	9	7	6
营业外支出	1	6	2	2	3
利润总额	408	1225	2930	3874	4734
所得税	68	178	473	639	756
净利润	340	1046	2456	3235	3978
少数股东损益	29	90	120	169	273
归属母公司净利润	310	956	2336	3066	3705
EBITDA	499	1575	3959	5503	6554
EPS(元)	0.17	0.51	1.25	1.64	1.98

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	84.9	278.0	104.3	23.8	16.7
营业利润(%)	150.8	207.4	137.8	32.4	22.3
归属于母公司净利润(%)	125.7	208.3	144.3	31.3	20.8
获利能力					
毛利率(%)	27.8	16.5	27.2	27.6	27.7
净利率(%)	8.1	6.6	7.9	8.4	8.7
ROE(%)	13.8	15.1	26.2	25.8	24.1
ROIC(%)	7.7	9.0	10.3	12.3	12.8
偿债能力					
资产负债率(%)	72.7	68.5	72.3	67.5	63.1
净负债比率(%)	12.9	9.2	89.6	59.2	39.1
流动比率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.9	1.1	1.0	1.0
应收账款周转率	4.2	14.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.5	9.3	26.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.51	1.25	1.64	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	-1.83	-0.58	2.80	2.77
每股净资产(最新摊薄)	1.29	3.65	4.90	6.50	8.47
估值比率					
P/E	88.0	28.5	11.7	8.9	7.4
P/B	11.3	4.0	3.0	2.2	1.7
EV/EBITDA	55.4	17.7	9.0	6.4	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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，属于商业秘密材料，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9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