

双良节能 (600481.SH)

硅片业务进展顺利，装备制造稳健发展

增持

核心观点

营收利润显著增长。公司 2022 年实现营业收入 145 亿元，同比+278%；实现归母净利润 9.6 亿元，同比+208%。23Q1 实现营业收入 54.6 亿元，同比+215%，环比-4.7%；实现归母净利润 5.0 亿元，同比+315%，环比+299%。

转型战略进展顺利，公司业务结构变化显著。公司硅片业务营收从 2021 年的 2.35 亿元迅速增长至 2022 年的 86.05 亿元，在总营收中占比从 6% 提升至 60%。公司传统的还原炉、节能节水业务均属于装备制造，毛利率、费用率较高。硅片业务占比的快速提升，使得公司综合财务指标产生较大变化。2022 年，公司综合毛利率 16.5%，同比-11.3pct；销售净利率 7.2%，同比-1.6pct。

硅片产能快速扩张，Q1 盈利能力优异。2022 年底硅片产能达到 40GW，支撑 2023 年硅片出货高速增长。2022 全年公司硅片出货约 13GW，预计 2023 年有望达到 30GW 以上，同比提升超过 130%。公司 23Q1 实现光伏硅片出货 3.5GW，估算单瓦净利约 0.07-0.08 元/W，盈利能力在行业内处于领先水平。

硅料行业扩产拉动还原炉业务高增。2022 年，受益于光伏硅料厂商大力扩产，公司的还原炉产品实现营业收入 29.05 亿元，同比增长 197%。公司在手订单高速增长，市场占有率在 65% 以上，2023 年多晶硅行业扩产继续，公司还原炉板块有望继续实现高增长。

空冷业务有望快速增长，积极布局电解槽设备。近年来我国电力需求刚性增长，新型储能和火电灵活性改造的需求将进一步释放，公司空冷业务有望实现快速发展。此外，公司积极布局电解槽制氢设备，2023 年下半年有望取得进展。

风险提示：公司硅片产能投放不及预期，硅片行业竞争加剧，硅料行业产能投放不及预期等。

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润 25.1/31.1/38.3 亿元（原 2023/2024 年预测为 22.9/28.5 亿元），同比增速 163%/23.8%/22.9%，对应 5 月 10 日收盘价的动态 PE 为 10.2/8.2/6.7x。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3830	14476	27825	33537	40781
(+/-%)	84.9%	278.0%	92.2%	20.5%	21.6%
净利润(百万元)	310	956	2514	3114	3826
(+/-%)	125.7%	208.3%	163.0%	23.8%	22.9%
每股收益(元)	0.17	0.51	1.34	1.66	2.05
EBIT Margin	11.9%	9.8%	11.8%	11.4%	11.4%
净资产收益率 (ROE)	13.5%	20.7%	25.6%	21.7%	21.8%
市盈率 (PE)	82.8	26.9	10.2	8.2	6.7
EV/EBITDA	61.7	23.8	10.4	7.9	6.7
市净率 (PB)	10.4	3.7	2.0	1.6	1.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

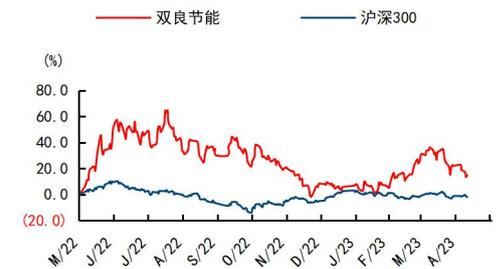
机械设备·通用设备

证券分析师: 王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn S0980520080003	证券分析师: 吴双 0755-81981362 cnwushuang2@guosen.com.cn S0980519120001
证券分析师: 王昕宇 021-60375422 wangxinyu6@guosen.com.cn S0980522090002	证券分析师: 李恒源 021-60875174 lihengyuan@guosen.com.cn S0980520080009

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	13.73 元
总市值/流通市值	25684/25684 百万元
52 周最高价/最低价	20.05/10.85 元
近 3 个月日均成交额	499.72 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《双良节能 (600481.SH) - 节能设备龙头发力光伏硅片业务，前瞻布局制氢设备》——2023-04-01

营收利润大幅增长。公司 2022 年实现营业收入 145 亿元，同比+278%；实现归母净利润 9.6 亿元，同比+208%。23Q1 实现营收 54.6 亿元，同比+215%，环比-4.7%；实现归母净利润 5.0 亿元，同比+315%，环比+299%。

图1：年度营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

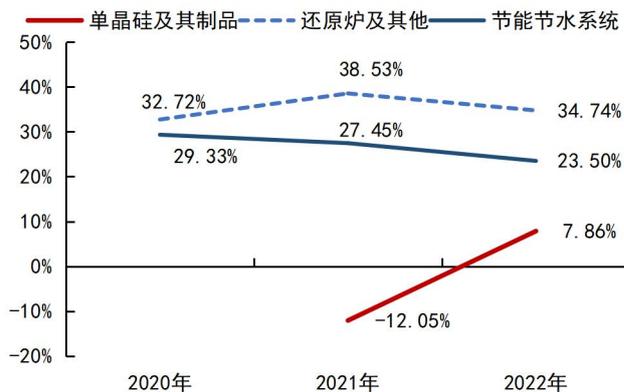
硅片业务快速成长，公司业务结构变化显著。2021 年公司硅片业务营业收入仅为 2.35 亿元，2022 年迅速增长至 86.05 亿元。2021 年硅片业务刚刚起步，产能处于陆续投产、爬产的状态，毛利率仅-12.05%，2022 年改善至 7.86%。公司传统的还原炉、节能节水业务均属于装备制造，毛利率、费用率较高。业务转型下硅片业务占比的快速提升，将使得公司综合财务指标产生较大变化。

图5: 公司各业务板块营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

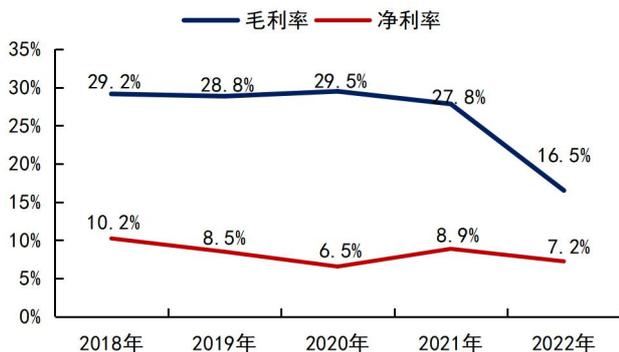
图6: 公司各业务板块毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

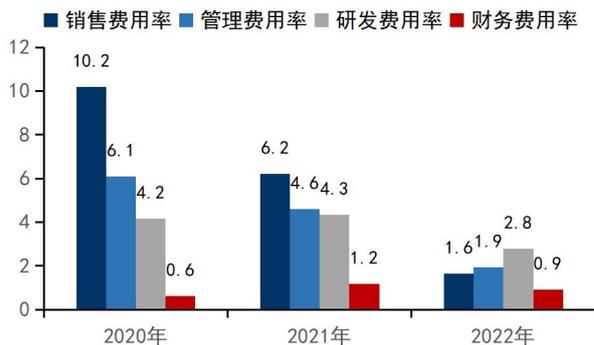
低毛利的硅片制造业务占比提升, 带来毛利率和费用率的显著下降。2022年, 公司综合毛利率 16.5%, 同比-11.3pct; 销售净利率 7.2%, 同比-1.6pct。期间费用率方面: 销售费用率 1.6%, 同比-4.6pct; 管理费用率 1.9%, 同比-2.7pct; 研发费用率 2.8%, 同比-1.5pct, 财务费用率 0.9%, 同比-0.3pct。

图7: 公司销售毛利率和销售净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

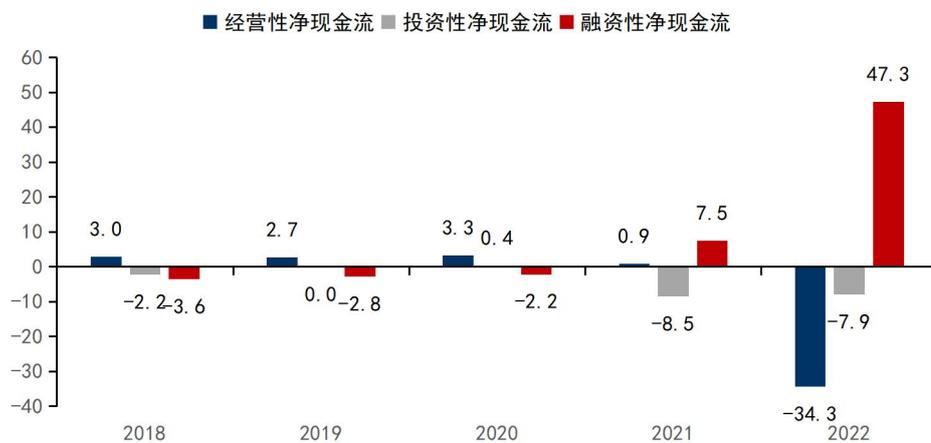
图8: 公司各项费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022年度公司经营性现金净流出 34.3 亿元, 较以往年度显著恶化, 主要是 2022 年内新的硅片项目投产、材料采购等支出增加, 及以承兑方式结算销售货款所致; 投资性净流出 7.9 亿元, 规模同比降低 7.1%, 投资扩产强度略下降; 融资性净流入 47.3 亿元, 规模同比大幅增加 527%, 主要是公司完成 34.88 亿元的定向增发融资。整体来看, 2022 年公司业务转型后首批硅片投产, 需要投入一定的营运资金, 因此较多依靠融资性现金流支撑, 随着硅片产能开始运转, 以及运营效率的提升, 公司经营性现金流有望好转, 更多资金可用于下一步投资扩产。

图9: 公司现金流情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

我们预计公司 23-25 年硅片出货量分别为 30/51/68GW，实现主营业务收入分别为 274/330/401 亿元，同比增长 92.2%/20.5%/21.6%。实现归母净利润 25.1/31.1/38.3 亿元，同比增速 163%/23.8%/22.9%。

表1：公司各业务收入预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1.1 光伏硅片					
销售量 (GW)	0.27	13.00	30.0	51.0	68.0
收入 (亿元)	2.4	86.1	149.0	209.6	261.2
增速		3477.3%	77.3%	40.7%	24.6%
毛利润	-0.28	6.76	25.80	40.80	54.40
毛利率	-11.9%	7.9%	17.3%	19.5%	20.8%
单瓦毛利 (元/W)	-0.10	0.05	0.09	0.09	0.08
1.2 光伏组件					
销售量 (GW)			3.5	4.6	6.3
收入 (亿元)			46.4	56.5	76.5
增速				21.6%	35.5%
毛利润			0.0%	45.5%	63.0%
毛利率			0.0%	0.8%	0.8%
单瓦毛利 (元/W)			0.00	0.01	0.01
1.3 还原炉					
收入 (亿元)	9.8	29.1	38.7	16.0	9.6
增速		196.8%	33.1%	-58.5%	-40.0%
毛利 (亿元)	3.8	10.1	14.7	6.1	3.4
毛利率	38.5%	34.7%	38.0%	38.0%	35.0%
2.1 溴冷机					
主营业务收入 (亿元)	11.9	9.9	13.6	15.0	16.5
增速	40.0%	-17.0%	37.1%	10.1%	10.0%
毛利 (亿元)	3.36	2.74	3.76	4.14	4.55
毛利率	28%	28%	28%	28%	28%
2.2 换热器					
主营业务收入 (亿元)	4.1	6.0	5.1	5.6	6.1
增速	58.9%	47.5%	-16.3%	10.0%	10.0%
毛利 (亿元)	1.3	1.8	1.5	1.7	1.8
毛利率	32%	30%	30%	30%	30%
2.3 空冷器					
主营业务收入 (亿元)	9.5	11.4	21.1	27.4	31.5
增速	32.1%	19.7%	84.5%	30.0%	15.0%
毛利 (亿元)	2.4	1.9	4.8	6.6	7.9
毛利率	24.7%	16.4%	23.0%	24.0%	25.0%
1、光伏板块 (材料+设备)					
主营业务收入 (亿元)	12.1	115.1	234.1	282.2	347.3
增速		848.1%	103.4%	20.5%	23.1%
毛利 (亿元)	3.5	16.9	40.5	47.4	58.4
毛利率	28.7%	14.6%	17.3%	16.8%	16.8%
2、节能节水板块					
主营业务收入 (亿元)	25.6	27.4	39.7	47.9	54.1
增速	39.6%	7.0%	45.1%	20.6%	12.9%
毛利 (亿元)	7.0	6.4	10.1	12.4	14.3
毛利率	27.4%	23.5%	25.5%	25.9%	26.4%
合计					
主营业务收入 (亿元)	37.7	142.5	273.9	330.1	401.4
增速	87.7%	277.7%	92.2%	20.5%	21.6%
毛利 (亿元)	10.5	23.3	50.6	59.7	72.7
毛利率	27.9%	16.3%	18.5%	18.1%	18.1%

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润 25.1/31.1/38.3 亿元（原 2023/2024 年预测为 22.9/28.5 亿元），同比增速 163%/23.8%/22.9%，对应 5 月 10 日收盘价的动态 PE 为 10.2/8.2/6.7x。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1912	4674	3131	5253	2875	营业收入	3830	14476	27825	33537	40781
应收款项	1086	915	4574	3675	4469	营业成本	2764	12087	22680	27467	33397
存货净额	1053	2841	4971	3386	4117	营业税金及附加	30	56	83	101	122
其他流动资产	380	1849	1134	1373	1670	销售费用	238	236	454	547	666
流动资产合计	4953	11841	14857	14926	14608	管理费用	176	282	542	654	795
固定资产	2996	8725	14139	14287	21169	研发费用	166	403	774	933	1134
无形资产及其他	288	443	419	394	369	财务费用	45	132	117	8	8
其他长期资产	480	661	1391	1006	816	投资收益	15	14	14	14	14
长期股权投资	274	273	273	273	273	资产减值及公允价值变动	(91)	(122)	0	0	0
资产总计	8991	21943	31079	30887	37235	其他收入	156	179	50	50	50
短期借款及交易性金融负债	1392	4076	500	500	500	营业利润	400	1229	3238	3892	4723
应付款项	1738	4601	4350	5268	6405	营业外净收支	8	(4)	0	0	0
其他流动负债	1436	3292	7103	4300	5229	利润总额	408	1225	3238	3892	4723
流动负债合计	5682	13755	16126	12751	15396	所得税费用	68	178	486	584	708
长期借款及应付债券	90	170	250	250	250	少数股东损益	29	90	238	195	189
其他长期负债	760	1104	1604	1604	1604	归属于母公司净利润	310	956	2514	3114	3826
长期负债合计	850	1274	1854	1854	1855	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6533	15029	17981	14605	17250	净利润	310	956	2514	3114	3826
少数股东权益	52	86	268	462	651	资产减值准备	(33)	(115)	0	0	0
股东权益	2406	6829	12831	15819	19334	折旧摊销	67	297	911	1277	1752
负债和股东权益总计	8991	21943	31079	30887	37235	公允价值变动损失	4	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	45	132	117	8	8
每股收益	0.17	0.51	1.34	1.66	2.05	营运资本变动	1713	1392	1388	(1323)	587
每股红利	0.00	0.00	0.07	0.17	0.20	其它	(1969)	(5960)	840	188	183
每股净资产	1.31	3.70	7.00	8.70	10.68	经营活动现金流	92	(3430)	5653	3256	6347
ROIC	13%	16%	23%	22%	22%	资本开支	(864)	(666)	(6300)	(1400)	(8610)
ROE	13%	21%	26%	22%	22%	其它投资现金流	15	(122)	(716)	400	205
毛利率	28%	17%	18%	18%	18%	投资活动现金流	(849)	(788)	(7016)	(1000)	(8405)
EBIT Margin	12%	10%	12%	11%	11%	权益性融资	(72)	3467	3488	0	0
EBITDA Margin	14%	12%	15%	15%	16%	负债净变化	908	1407	(3496)	0	0
收入增长	85%	278%	92%	21%	22%	支付股利、利息	(37)	(11)	(56)	(126)	(311)
净利润增长率	126%	208%	163%	24%	23%	其它融资现金流	818	1326	(3576)	0	0
资产负债率	73%	68%	58%	47%	46%	融资活动现金流	754	4730	(181)	(134)	(320)
息率	0.0%	0.0%	0.5%	1.2%	1.5%	现金净变动	(3)	513	(1543)	2122	(2377)
P/E	82.8	26.9	10.2	8.2	6.7	货币资金的期初余额	1220	1912	4674	3131	5253
P/B	10.4	3.7	2.0	1.6	1.3	货币资金的期末余额	1912	4674	3131	5253	2875
EV/EBITDA	61.7	23.8	10.4	7.9	6.7	企业自由现金流	1295	2230	(1205)	1814	(2304)
						权益自由现金流	2165	3524	(4800)	1807	(2311)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032