

## 双良节能 (600481)

# 2023 年一季报点评：业绩偏预告上限，硅片业务快速放量

增持 (维持)

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 刘晓旭

执业证书：S0600523030005  
liuwx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	14,476	32,119	39,538	46,965
同比	278%	122%	23%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	956	2,498	3,187	3,897
同比	208%	161%	28%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.51	1.34	1.70	2.08
P/E (现价&最新股本摊薄)	28.65	10.96	8.59	7.03

关键词：#第二曲线

### 投资要点

- **业绩偏预告上限，硅片盈利大幅提升。** 2023Q1 公司实现营业收入 54.6 亿元，同比+215%，归母净利润 5.0 亿元，偏业绩预告 4.7-5.2 亿元的上限，同比+315%，扣非归母净利润为 3.9 亿元，同比+290%。我们预计 Q1 硅片出货约 3.5GW，单瓦净利约 7-8 分（仅拉晶，无切片），设备端利润约 1.3 亿元+。
- **盈利能力较为稳定，规模效应稀释期间费用率。** 2023Q1 毛利率为 14.7%，同比-3.9pct，净利率约 9.8%，同比+2.0pct，期间费用率约 5.3%，同比-4.9pct，其中销售费用率约 1.0%，同比-1.5pct，管理费用率（含研发）为 3.2%，同比-3.4pct，财务费用率约 1.2%，同比基本持平。
- **合同负债&存货高增，订单充沛保障业绩。** 截至 2023Q1 末，公司合同负债为 17.8 亿元，同比+33%，存货为 34.1 亿元，同比+121%；2023Q1 公司经营活动净现金流为-6.0 亿元，主要系订单增加及新项目投产、材料采购等支出增加所致。
- **设备：空冷塔&还原炉&换热器订单可期，电解槽设备积极布局中。** (1) 空冷塔：订单有望伴随火电重启迎来高增，1GW 火电对应空冷塔价值量大约 2 亿元。(2) 还原炉：2020-2022 年双良市占率达 65%以上，持续受益于下游硅料厂积极扩产。(3) 换热器：双良为曙光数创（中科曙光）配套数据中心沉浸式液冷系统换热器与冷却塔，预计 2023 年出货 1 亿元以上。(4) 电解槽设备：双良已规划 300 台设备产能。
- **材料：硅片&组件爬产顺利，有望贡献较大业绩增量。** (1) 硅片：公司硅片产能持续爬坡，Q1 稼动率维持高位，规模效应逐步显现，同时公司已锁定部分进口石英砂，随着行业排产上修、石英坩埚或更加紧缺，公司石英砂保供有望带来量利齐升，我们预计 2023 年全年硅片出货约 35GW，有望贡献较大业绩增量。(2) 组件：目前组件产能规划 20GW、一期 5GW，我们预计 2023 全年组件出货 3.5GW 左右。
- **盈利预测与投资评级：**公司传统节能节水设备业务稳定增长，多晶硅还原炉受益于下游积极扩产&龙头地位带来充足订单，硅片、组件等业务快速放量，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 25/32/39 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 11/9/7 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	14.64
一年最低/最高价	9.85/20.05
市净率(倍)	4.01
流通 A 股市值(百万元)	27,386.48
总市值(百万元)	27,386.48

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.65
资产负债率(% ,LF)	68.49
总股本(百万股)	1,870.66
流通 A 股(百万股)	1,870.66

### 相关研究

《双良节能(600481): 2022 年报点评: 硅片业务快速放量, 装备+材料双轮驱动》

2023-04-25

《双良节能(600481): 2022 年业绩快报&2023Q1 业绩预增点评: Q1 业绩超预期, 硅片盈利大幅提升》

2023-04-14

## 双良节能三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>11,841</b>	<b>45,728</b>	<b>39,326</b>	<b>67,661</b>	<b>营业总收入</b>	<b>14,476</b>	<b>32,119</b>	<b>39,538</b>	<b>46,965</b>
货币资金及交易性金融资产	4,814	11,964	18,619	23,739	营业成本(含金融类)	12,087	26,617	32,688	38,806
经营性应收款项	2,874	21,554	10,364	27,724	税金及附加	56	161	198	235
存货	2,841	7,510	5,202	9,889	销售费用	236	642	791	916
合同资产	248	3,212	3,954	4,697	管理费用	282	707	830	963
其他流动资产	1,064	1,488	1,187	1,612	研发费用	403	964	1,186	1,362
<b>非流动资产</b>	<b>10,103</b>	<b>9,716</b>	<b>9,330</b>	<b>8,942</b>	财务费用	132	90	96	99
长期股权投资	273	273	273	273	加:其他收益	57	0	0	0
固定资产及使用权资产	7,080	6,693	6,306	5,919	投资净收益	14	0	0	0
在建工程	1,681	1,681	1,681	1,681	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	443	443	443	443	减值损失	-122	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	12	12	12	12	<b>营业利润</b>	<b>1,229</b>	<b>2,939</b>	<b>3,749</b>	<b>4,585</b>
其他非流动资产	614	614	614	614	营业外净收支	-4	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>21,943</b>	<b>55,444</b>	<b>48,655</b>	<b>76,603</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,225</b>	<b>2,939</b>	<b>3,749</b>	<b>4,585</b>
<b>流动负债</b>	<b>13,755</b>	<b>44,758</b>	<b>34,782</b>	<b>58,832</b>	减:所得税	178	441	562	688
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,076	4,276	4,426	4,526	<b>净利润</b>	<b>1,046</b>	<b>2,498</b>	<b>3,187</b>	<b>3,897</b>
经营性应付款项	4,601	24,973	11,347	31,770	减:少数股东损益	90	0	0	0
合同负债	1,786	11,977	14,710	17,462	<b>归属母公司净利润</b>	<b>956</b>	<b>2,498</b>	<b>3,187</b>	<b>3,897</b>
其他流动负债	3,292	3,531	4,300	5,073	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.51	1.34	1.70	2.08
非流动负债	1,274	1,274	1,274	1,274	EBIT	1,347	3,029	3,845	4,684
长期借款	170	170	170	170	EBITDA	1,662	3,425	4,242	5,082
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.51	17.13	17.32	17.37
租赁负债	16	16	16	16	归母净利率(%)	6.60	7.78	8.06	8.30
其他非流动负债	1,088	1,088	1,088	1,088	收入增长率(%)	277.99	121.87	23.10	18.79
<b>负债合计</b>	<b>15,029</b>	<b>46,032</b>	<b>36,057</b>	<b>60,106</b>	归母净利润增长率(%)	208.27	161.27	27.58	22.30
归属母公司股东权益	6,829	9,327	12,513	16,410					
少数股东权益	86	86	86	86					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,914</b>	<b>9,412</b>	<b>12,599</b>	<b>16,496</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,943</b>	<b>55,444</b>	<b>48,655</b>	<b>76,603</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-3,430	7,050	6,611	5,129	每股净资产(元)	3.65	4.99	6.69	8.77
投资活动现金流	-788	-10	-10	-10	最新发行在外股份(百万股)	1,871	1,871	1,871	1,871
筹资活动现金流	4,730	110	54	1	ROIC(%)	15.21	20.56	21.03	20.73
现金净增加额	519	7,150	6,655	5,120	ROE-摊薄(%)	14.00	26.78	25.47	23.75
折旧和摊销	315	396	397	397	资产负债率(%)	68.49	83.02	74.11	78.47
资本开支	-662	-10	-10	-10	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.65	10.96	8.59	7.03
营运资本变动	-5,074	4,066	2,932	735	P/B(现价)	4.01	2.94	2.19	1.67

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

