

股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	14.59
总股本/流通股本(亿股)	18.71 / 18.71
总市值/流通市值(亿元)	273 / 273
52周内最高/最低价	19.68 / 10.19
资产负债率(%)	68.5%
市盈率	25.30
第一大股东	双良集团有限公司
持股比例(%)	17.6%

研究所

分析师:王磊
SAC 登记编号:S1340523010001
Email:wanglei03@cnpsec.com
研究助理:贾佳宇
SAC 登记编号:S1340122110010
Email:jiajiayu@cnpsec.com

双良节能(600481)

硅片盈利符合预期，产能加速建设

● 投资要点

公司 2022 年实现营收 144.76 亿元 (+277.99%)，实现归母净利润 9.56 亿元 (+208.27%)。收入方面，单晶硅营收 86.05 亿元，正式完成向硅片领域的进军；受益硅料集中扩产，公司还原炉业务营收 29.05 亿元 (+196.89%)；空冷器业务营收 11.42 亿元 (+19.77%)，溴冷机业务营收 9.91 亿元 (-17.03%)，换热器业务营收 6.05 亿元 (+47.36%)，传统主业依然实现稳健增长。公司 2023Q1 实现营收 54.63 亿元 (+215.02%)，实现归母净利润 5.02 亿元 (+315.06%)，硅片业务如期放量，符合市场预期。

加速硅片产能建设，产业链协同保障供应链安全。公司包头 40GW 单晶硅项目已实现全面达产，在此基础上公司规划建设三期 50GW 拉晶产能，建成后硅片产能将达到 90GW，强化市场地位。此外，公司已签订长单锁定尤尼明与 TQC 的进口砂用于石英坩埚内层材料，并委托关联公司澄利新材料代工石英坩埚以保障上市公司的拉晶需求，保障供应链安全。

组件业务拓展顺利，智能制氢系统成功下线。在硅片业务之外，公司积极拓展光伏产业链，规划建设 20GW 组件产能，一期 5GW 产线已成功投产，并不断取得下游客户订单。在绿电制氢领域，公司 1000 标方绿电智能制氢系统已成功下线并交付，系统包含高性能电解槽、气液分离器和纯化装置三大部分组成，具有制备量大、安全可靠、自动化集成度高等显著优势，实现了制氢系统的节能高效与无人值守，公司年产 100 台绿电制氢设备产线也在加速建设，满足下游快速提升的绿氢设备需求。

● 盈利预测

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 25.19/32.32/36.92 亿元，同比增长 163.53%/28.30%/14.23%。23-25 年公司 PE 分别为 10.83x/8.44x/7.39x，首次覆盖，予以“增持”评级。

● 风险提示：

光伏装机需求不及预期；硅片竞争格局加剧；供应链保障能力不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14476	28599	36009	45375
增长率(%)	278.00	97.55	25.91	26.01
EBITDA(百万元)	1662	4762	6078	6984
归属母公司净利润(百万元)	956	2519	3232	3692
增长率(%)	208.27	163.53	28.30	14.23
EPS(元/股)	0.51	1.35	1.73	1.97
市盈率(P/E)	28.55	10.83	8.44	7.39
市净率(P/B)	4.00	2.92	2.17	1.68
EV/EBITDA	14.32	5.69	4.07	2.96

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	14476	28599	36009	45375	营业收入	278.0%	97.6%	25.9%	26.0%
营业成本	12087	23138	29733	38022	营业利润	207.4%	151.2%	25.7%	13.1%
税金及附加	56	86	108	136	归属于母公司净利润	208.3%	163.5%	28.3%	14.2%
销售费用	236	572	540	681	获利能力				
管理费用	282	715	720	908	毛利率	16.5%	19.1%	17.4%	16.2%
研发费用	403	858	828	1044	净利率	6.6%	8.8%	9.0%	8.1%
财务费用	132	57	91	61	ROE	14.0%	27.0%	25.7%	22.7%
资产减值损失	-115	0	0	0	ROIC	10.3%	18.7%	18.3%	16.9%
营业利润	1229	3087	3880	4388	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	68.5%	70.0%	67.0%	65.0%
营业外支出	6	0	0	0	流动比率	0.86	0.91	1.06	1.19
利润总额	1225	3087	3880	4388	营运能力				
所得税	178	463	582	658	应收账款周转率	14.55	18.00	14.40	14.40
净利润	1046	2624	3298	3730	存货周转率	7.44	7.42	6.71	7.16
归母净利润	956	2519	3232	3692	总资产周转率	0.94	1.06	1.02	1.05
每股收益(元)	0.51	1.35	1.73	1.97	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.51	1.35	1.73	1.97
货币资金	4674	5465	8807	13373	每股净资产	3.65	5.00	6.73	8.70
交易性金融资产	140	140	140	140	估值比率				
应收票据及应收账款	915	2263	2738	3564	PE	28.55	10.83	8.44	7.39
预付款项	1174	2314	2973	3802	PB	4.00	2.92	2.17	1.68
存货	2841	4872	5865	6809	现金流量表				
流动资产合计	11841	18207	24233	32099	净利润	1046	2624	3298	3730
固定资产	7044	10541	11578	12224	折旧和摊销	315	1503	1963	2353
在建工程	1681	1681	1681	1681	营运资本变动	-5074	663	81	982
无形资产	443	443	443	443	其他	283	264	344	419
非流动资产合计	10103	13600	14636	15283	经营活动现金流净额	-3430	5056	5686	7484
资产总计	21943	31807	38869	47382	资本开支	-662	-5143	-3180	-3227
短期借款	2913	2913	2913	2913	其他	-126	29	36	45
应付票据及应付账款	4601	6968	8724	10287	投资活动现金流净额	-788	-5114	-3144	-3182
其他流动负债	6241	10112	11120	13841	股权融资	3465	0	0	0
流动负债合计	13755	19994	22758	27041	债务融资	1856	1000	1000	500
其他	1274	2274	3274	3774	其他	-590	-150	-200	-238
非流动负债合计	1274	2274	3274	3774	筹资活动现金流净额	4730	850	800	262
负债合计	15029	22268	26032	30815	现金及现金等价物净增加额	519	791	3342	4565
股本	1871	1871	1871	1871					
资本公积金	3223	3223	3223	3223					
未分配利润	1326	3467	6215	9353					
少数股东权益	86	191	257	294					
其他	409	787	1272	1826					
所有者权益合计	6914	9539	12837	16567					
负债和所有者权益总计	21943	31807	38869	47382					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048