

双良节能 (600481.SH)

硅片盈利明显修复，全年火电设备、硅片、电解槽驱动业绩高增

事件：公司 2023 年一季报业绩偏预增范围上限。2022 年，公司实现营收 144.76 亿元，同增 277.99%；归母净利润 9.56 亿元，同增 208.27%。其中 22Q4 营收 57.31 亿元，同增 266.82%，环增 28.81%；归母净利润 1.26 亿元，同比-5.48%，环比-73.64%。23Q1 实现营收 54.63 亿元，同增 215.02%，环比-4.67%；归母净利润 5.02 亿元，同增 315.06%，环增 299%。

还原炉、硅片收入高增，组件业务实现小幅出货。1) 装备板块：2022 年溴冷机收入 9.91 亿元，同比-17.03%；换热器 6.05 亿元，同比+47.36%；**空冷器 11.42 亿元**，同比+19.77%，冷却公司火电、煤化工市占率行业第一，龙头地位稳固，且近期已连续获得瓜州、东方日升、龙华、天池等项目订单，预计为 2023 年新的业绩增长点；**还原炉 29.05 亿元**，同比+196.89%，全年销售 1127 台。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) 硅材料：**硅片收入 86.05 亿元，同增 3559.21%，全年销量 18.44 亿片；组件收入 1408.52 万元，实现 MW 级小幅出货。**3) 电解槽：**公司于 2022 年 9 月实现首台电解槽设备交付，可广泛应用于石化、煤化工、合成氨等领域。

硅料价格环比明显修复，Q1 盈利能力环比大幅改善。1) 毛利端：2022 年公司毛利率同比-11.33pct 至 16.51%，其中 22Q4 毛利率 10.62%，同比-14.08pct，环比-9.86pct；23Q1 毛利率 14.66%，同比-3.88pct，环比 4.04pct。公司 Q4 盈利能力阶段性承压，预计主要系 Q4 硅价快速下行，公司计提部分减值损失。Q1 盈利能力环比改善，主要系近期硅料价格环比明显修复，硅片盈利大幅提升。预计 Q1 出货约 3GW，测算 Q1 公司硅片单瓦盈利约 8 分，贡献净利润近 3 亿元。**2) 净利端：**营收高增趋势下，公司期间费率明显摊薄。2022 年公司净利率同比-1.64pct 至 7.23%；22Q4 净利率 2.74%，同比-6.71pct，环比-8.65pct；23Q1 净利率 9.82%，同比+1.99pct，环比+7.07pct。

展望 2023 年：1) 装备板块：【火电设备】风光等新能源比例不断提升，带动新型储能和火电灵活性改造需求进一步释放，火电行业迎来新拐点，空冷业务有望实现快速发展。【AI 液冷】公司推出数据中心沉浸式液冷系统配套设备，预计 AI 需求高增趋势下，液冷设备将有效贡献营收增量；【还原炉】硅料扩产充足，公司在该领域市占率达 65%以上，还原炉订单有望维持高景气；**2) 硅材料：**公司全年高纯石英砂有保障，随着 Q2、Q3 行业排产上修，硅片石英砂或将更加紧缺，公司石英砂保供有望带来量价齐升。公司 2022 年底实际产能约 40GW，高稼动率水平下，预计硅片贡献公司主要业绩增量。**3) 电解槽：**公司氢能客户与传统主业关联度高，订单承接能力强，预计今年电解槽有望实现规模化收入。

盈利预测与投资建议。考虑到近期硅片价格逐步提升，且公司全年石英砂保供确定性较高，我们调增公司盈利预期。预计公司 2023-25 年归母净利润 30.42/43.27/52.21 亿元，同增 218.2%/42.2%/20.7%，对应 2023-25 年 PE 估值约 9.0/6.3/5.2 倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游扩产不及预期、硅料价格大幅上涨、产能落地不及预期。

| 财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 3,830 | 14,476 | 27,995 | 37,367 | 45,909 |
| 增长率 yoy (%) | 84.9 | 278.0 | 93.4 | 33.5 | 22.9 |
| 归母净利润(百万元) | 310 | 956 | 3,042 | 4,327 | 5,221 |
| 增长率 yoy (%) | 125.7 | 208.3 | 218.2 | 42.2 | 20.7 |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.17 | 0.51 | 1.63 | 2.31 | 2.79 |
| 净资产收益率(%) | 13.8 | 15.1 | 33.5 | 32.1 | 28.0 |
| P/E(倍) | 88.3 | 28.6 | 9.0 | 6.3 | 5.2 |
| P/B(倍) | 11.4 | 4.0 | 2.9 | 2.0 | 1.5 |

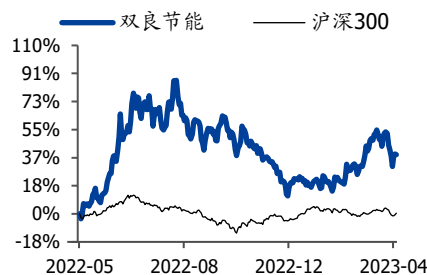
资料来源：Wind、国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

增持(维持)

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 通用设备 |
| 前次评级 | 增持 |
| 4月28日收盘价(元) | 14.59 |
| 总市值(百万元) | 27,292.95 |
| 总股本(百万股) | 1,870.66 |
| 其中自由流通股(%) | 100.00 |
| 30日日均成交量(百万股) | 35.79 |

股价走势



作者

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

分析师 杨凡仪

执业证书编号：S0680522070008

邮箱：yangfanyi@gszq.com

相关研究

- 《双良节能(600481.SH)：硅片+还原炉交付高增，业绩超预期》2022-10-14
- 《双良节能(600481.SH)：硅片实现规模化量产，上半年业绩高增》2022-09-02
- 《双良节能(600481.SH)：硅片在手订单饱满，还原炉业务有望高增》2022-07-24



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4953 | 11841 | 13702 | 16862 | 29079 |
| 现金 | 1912 | 4674 | 0 | 0 | 1128 |
| 应收票据及应收账款 | 1086 | 915 | 6084 | 4592 | 10711 |
| 其他应收款 | 52 | 56 | 153 | 1715 | 580 |
| 预付账款 | 260 | 1174 | 693 | 1799 | 1262 |
| 存货 | 1053 | 2841 | 4590 | 6574 | 13216 |
| 其他流动资产 | 590 | 2182 | 2182 | 2182 | 2182 |
| 非流动资产 | 4038 | 10103 | 16681 | 19635 | 21901 |
| 长期投资 | 274 | 273 | 276 | 278 | 281 |
| 固定资产 | 1116 | 7044 | 12231 | 14500 | 16270 |
| 无形资产 | 296 | 489 | 552 | 630 | 724 |
| 其他非流动资产 | 2351 | 2297 | 3621 | 4227 | 4626 |
| 资产总计 | 8991 | 21943 | 30383 | 36497 | 50980 |
| 流动负债 | 5682 | 13755 | 16961 | 18141 | 27149 |
| 短期借款 | 1208 | 2913 | 4246 | 3104 | 2913 |
| 应付票据及应付账款 | 1738 | 4601 | 5307 | 6527 | 13813 |
| 其他流动负债 | 2736 | 6241 | 7407 | 8510 | 10423 |
| 非流动负债 | 850 | 1274 | 3870 | 4595 | 4998 |
| 长期借款 | 90 | 170 | 2766 | 3492 | 3894 |
| 其他非流动负债 | 760 | 1104 | 1104 | 1104 | 1104 |
| 负债合计 | 6533 | 15029 | 20831 | 22737 | 32147 |
| 少数股东权益 | 52 | 86 | 242 | 331 | 383 |
| 股本 | 1627 | 1871 | 1871 | 1871 | 1871 |
| 资本公积 | 1 | 3223 | 3223 | 3223 | 3223 |
| 留存收益 | 829 | 1785 | 4184 | 7495 | 11450 |
| 归属母公司股东权益 | 2406 | 6829 | 9309 | 13430 | 18450 |
| 负债和股东权益 | 8991 | 21943 | 30383 | 36497 | 50980 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 92 | -3430 | 328 | 5200 | 5358 |
| 净利润 | 340 | 1046 | 3198 | 4415 | 5274 |
| 折旧摊销 | 70 | 303 | 989 | 1466 | 1819 |
| 财务费用 | 45 | 132 | 344 | 524 | 531 |
| 投资损失 | -15 | -14 | -15 | -15 | -15 |
| 营运资金变动 | -429 | -5074 | -4192 | -1191 | -2253 |
| 其他经营现金流 | 81 | 178 | 4 | 2 | 3 |
| 投资活动现金流 | -849 | -788 | -7556 | -4407 | -4072 |
| 资本支出 | 864 | 666 | 6575 | 2952 | 2263 |
| 长期投资 | -5 | -123 | -2 | -3 | -3 |
| 其他投资现金流 | 10 | -245 | -983 | -1458 | -1812 |
| 筹资活动现金流 | 754 | 4730 | 1220 | 350 | 33 |
| 短期借款 | 827 | 1705 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 90 | 80 | 2596 | 725 | 403 |
| 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 | -1376 | -376 | -370 |
| 现金净增加额 | 0 | 519 | -6007 | 1143 | 1319 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3830 | 14476 | 27995 | 37367 | 45909 |
| 营业成本 | 2764 | 12087 | 22293 | 29586 | 36612 |
| 营业税金及附加 | 30 | 56 | 108 | 144 | 177 |
| 营业费用 | 238 | 236 | 457 | 610 | 749 |
| 管理费用 | 176 | 282 | 546 | 728 | 895 |
| 研发费用 | 166 | 403 | 779 | 1039 | 1277 |
| 财务费用 | 45 | 132 | 344 | 524 | 531 |
| 资产减值损失 | -33 | -115 | -222 | -296 | -364 |
| 其他收益 | 76 | 57 | 39 | 122 | 127 |
| 公允价值变动收益 | -4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 15 | 14 | 15 | 15 | 15 |
| 资产处置收益 | -7 | 0 | -4 | -2 | -3 |
| 营业利润 | 400 | 1229 | 3741 | 5167 | 6172 |
| 营业外收入 | 9 | 1 | 5 | 3 | 4 |
| 营业外支出 | 1 | 6 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 408 | 1225 | 3744 | 5168 | 6173 |
| 所得税 | 68 | 178 | 546 | 753 | 900 |
| 净利润 | 340 | 1046 | 3198 | 4415 | 5274 |
| 少数股东损益 | 29 | 90 | 157 | 88 | 53 |
| 归属母公司净利润 | 310 | 956 | 3042 | 4327 | 5221 |
| EBITDA | 499 | 1575 | 4928 | 6960 | 8280 |
| EPS (元) | 0.17 | 0.51 | 1.63 | 2.31 | 2.79 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 84.9 | 278.0 | 93.4 | 33.5 | 22.9 |
| 营业利润(%) | 150.8 | 207.4 | 204.4 | 38.1 | 19.4 |
| 归属于母公司净利润(%) | 125.7 | 208.3 | 218.2 | 42.2 | 20.7 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 27.8 | 16.5 | 20.4 | 20.8 | 20.3 |
| 净利率(%) | 8.1 | 6.6 | 10.9 | 11.6 | 11.4 |
| ROE(%) | 13.8 | 15.1 | 33.5 | 32.1 | 28.0 |
| ROIC(%) | 7.7 | 8.9 | 18.6 | 21.2 | 19.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 72.7 | 68.5 | 68.6 | 62.3 | 63.1 |
| 净负债比率(%) | 13.4 | 9.4 | 91.9 | 63.4 | 43.4 |
| 流动比率 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 1.1 |
| 速动比率 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 4.2 | 14.5 | 8.0 | 7.0 | 6.0 |
| 应付账款周转率 | 2.3 | 3.8 | 4.5 | 5.0 | 3.6 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.17 | 0.51 | 1.63 | 2.31 | 2.79 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.05 | -1.83 | 0.18 | 2.78 | 2.86 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.29 | 3.65 | 4.98 | 7.18 | 9.86 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 88.3 | 28.6 | 9.0 | 6.3 | 5.2 |
| P/B | 11.4 | 4.0 | 2.9 | 2.0 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 55.6 | 17.8 | 7.4 | 5.2 | 4.3 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com