

2023年04月27日

双良节能 (600481.SH)

公司快报

机械 | 其他专用机械III

 投资评级 **买入-A(首次)**

 股价(2023-04-26) **14.47 元**

交易数据

总市值(百万元)	27,068.47
流通市值(百万元)	27,068.47
总股本(百万股)	1,870.66
流通股本(百万股)	1,870.66
12个月价格区间	19.42/10.11

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.13	19.88	49.47
绝对收益	-0.55	14.57	54.1

 分析师 **张文臣**

 SAC 执业证书编号: S0910523020004
 zhangwenchen@huajinsc.cn

 分析师 **顾华昊**

 SAC 执业证书编号: S0910523020002
 guhuahao@huajinsc.cn

 报告联系人 **乔春绒**

qiaochunrong@huajinsc.cn

 报告联系人 **申文雯**

shenwenwen@huajinsc.cn

相关报告

节能环保业务稳定增长，硅片、组件持续放量

投资要点

- ◆ **事件:**2023年4月25日,双良节能披露2022年年报。全年公司实现营业收入144.76亿元,同比增长277.99%。归属于上市公司股东净利润9.56亿元,同比增长208.27%。扣除非经常性损益后的净利润8.98亿元,同比增长276.96%。
- ◆ **固本节能节水,装备基业长青:**2022年度,公司溴冷机事业部在国内外经济下行、原材料价格上涨等多重压力下,凭借精益管理与数字赋能实现销售收入9.94亿元。在工业领域,公司已实现工业领域专业全覆盖、区域全覆盖。溴化锂低温机组通过工艺包优化、差异化竞争,在煤化工、石油化工、锂电池电解液、白酒、供热等细分行业连续赢得大额订单。2022年度,冷却系统公司围绕“节水”大方向实现销售收入11.42亿元,同比增长19.77%。冷却公司始终保持火电、煤化工市场占有率行业第一。换热器事业部2022年度在原有基础上打开新局面,实现销售收入6.05亿元,同比增长47.36%。在公司传统优势空分行业,换热器事业部实现稳步增长,凝汽器在PTA领域获得了订单突破,成为AP公司燃烧水浴式汽化器独家供应商。新能源装备公司坚持围绕“加快技术开发、扩大市场份额、提升管理水平”的总体经营策略,实现营业收入29.05亿元,市场占有率在65%以上,公司为大全、新特、合盛、东立、东方希望、其亚、永祥等业内龙头企业量身打造近千台还原炉,再创历史新高。
- ◆ **制胜新赛道,加快布局光伏新能源产业:**报告期内,公司大尺寸单晶硅业务推进顺利,双良硅材料(包头)有限公司实现单晶硅棒和硅片的销售收入86.05亿元,M10/G12尺寸、P/N型号的硅棒/硅片均陆续出货。报告期内,公司单晶一厂和单晶二厂均已全部投产运行,单晶三厂产能爬坡迅速,2022年底实际产能可实现40GW,在光伏单晶硅行业具备了一定的规模。报告期内,公司设立了双良新能科技(包头)有限公司作为高效光伏组件项目的投资运营主体,在包头地区开展大规模组件项目投资建设和生产,一期5GW产能已于年内建设完毕并开始实现销售。公司组件产线兼容电池片尺寸从182mm向210mm延伸,从单玻向兼容双玻/透明背板组件发展,不断丰富P型、N型及HJT等不同类型的组件矩阵,功率最高可达700W,最高效率为22.5%,组件产品已获得TÜV/CQC/ZDHY等权威认证,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。
- ◆ **投资建议:**公司在节能设备业务的基础上,积极转型光伏产业,拓展多晶硅还原炉、硅片、组件业务。公司有望持续受益于光伏行业的发展,业绩高增长可期。预计公司2023-2025年归母净利润分别为23.57亿元、30.78亿元、39.19亿元,对应EPS为1.26、1.65及2.09元/股,对应PE为11.5、8.8及6.9倍,首次覆盖,给予“买入-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示:**产品及原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、国际贸易摩擦风险



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,830	14,476	28,530	36,869	46,739
YoY(%)	84.9	278.0	97.1	29.2	26.8
净利润(百万元)	310	956	2,357	3,078	3,919
YoY(%)	125.7	208.3	146.6	30.6	27.3
毛利率(%)	27.8	16.5	16.6	17.2	17.0
EPS(摊薄/元)	0.17	0.51	1.26	1.65	2.09
ROE(%)	13.8	15.1	28.1	27.4	26.5
P/E(倍)	87.3	28.3	11.5	8.8	6.9
P/B(倍)	11.3	4.0	3.1	2.4	1.8
净利率(%)	8.1	6.6	8.3	8.3	8.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4953	11841	15133	15065	24496
现金	1912	4674	3289	3694	7572
应收票据及应收账款	1086	915	3029	2067	4393
预付账款	260	1174	1652	2000	2630
存货	1053	2841	4825	5004	7490
其他流动资产	642	2237	2339	2300	2413
非流动资产	4038	10103	15157	18038	21858
长期投资	274	273	276	278	281
固定资产	1116	7044	10940	13291	16256
无形资产	296	489	552	630	724
其他非流动资产	2351	2297	3389	3839	4597
资产总计	8991	21943	30290	33103	46355
流动负债	5682	13755	20183	19974	29231
短期借款	1208	2913	2913	2913	2913
应付票据及应付账款	1738	4601	7878	8124	12217
其他流动负债	2736	6241	9392	8937	14100
非流动负债	850	1274	1274	1255	1244
长期借款	90	170	170	151	140
其他非流动负债	760	1104	1104	1104	1104
负债合计	6533	15029	21458	21229	30475
少数股东权益	52	86	207	377	665
股本	1627	1871	1871	1871	1871
资本公积	1	3223	3223	3223	3223
留存收益	829	1785	3164	5382	8172
归属母公司股东权益	2406	6829	8625	11497	15215
负债和股东权益	8991	21943	30290	33103	46355

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	6214	4727	9382
净利润	340	1046	2479	3248	4207
折旧摊销	70	303	622	876	1116
财务费用	45	132	259	361	380
投资损失	-15	-14	-10	-10	-12
营运资金变动	-429	-5074	2871	258	3694
其他经营现金流	81	178	-7	-6	-2
投资活动现金流	-849	-788	-5659	-3742	-4922
筹资活动现金流	754	4730	-1940	-581	-583
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.51	1.26	1.65	2.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	-1.83	3.32	2.53	5.02
每股净资产(最新摊薄)	1.29	3.65	4.61	6.15	8.13

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3830	14476	28530	36869	46739
营业成本	2764	12087	23796	30513	38787
营业税金及附加	30	56	71	88	150
营业费用	238	236	308	383	388
管理费用	176	282	285	453	491
研发费用	166	403	508	642	851
财务费用	45	132	259	361	380
资产减值损失	-91	-122	-370	-559	-705
公允价值变动收益	-4	0	7	6	2
投资净收益	15	14	10	10	12
营业利润	400	1229	2949	3884	5003
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	2957	3889	5007
所得税	68	178	478	641	800
税后利润	340	1046	2479	3248	4207
少数股东损益	29	90	121	169	288
归属母公司净利润	310	956	2357	3078	3919
EBITDA	499	1575	3642	4842	6135

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	97.1	29.2	26.8
营业利润(%)	150.8	207.4	140.0	31.7	28.8
归属于母公司净利润(%)	125.7	208.3	146.6	30.6	27.3
获利能力					
毛利率(%)	27.8	16.5	16.6	17.2	17.0
净利率(%)	8.1	6.6	8.3	8.3	8.4
ROE(%)	13.8	15.1	28.1	27.4	26.5
ROIC(%)	7.8	9.0	19.8	21.2	21.8
偿债能力					
资产负债率(%)	72.7	68.5	70.8	64.1	65.7
流动比率	0.9	0.9	0.7	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.9	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	4.2	14.5	14.5	14.5	14.5
应付账款周转率	2.3	3.8	3.8	3.8	3.8
估值比率					
P/E	87.3	28.3	11.5	8.8	6.9
P/B	11.3	4.0	3.1	2.4	1.8
EV/EBITDA	54.8	17.5	7.7	5.7	3.9

资料来源:聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张文臣、顾华昊声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn