

净利增速较快，还原炉新订单持续提升业绩

2023 年 01 月 20 日

➤ **事件：**1) 2023 年 1 月 19 日，双良节能公告，预计 2022 年归母净利润为 9.5 亿元到 10.5 亿元，同比增长 206.32%到 238.57%；扣非净利润为 8.7 亿元到 9.7 亿元，同比增长 265.19%到 307.17%。2) 2023 年 1 月 19 日，双良节能与控股子公司江苏双良新能源装备有限公司分别中标“内蒙古大全新能源有限公司年产 10 万吨高纯硅基材料 II 期项目”还原炉及尾气加套管项目、换热器项目，中标合同金额合计 6.55 亿元（以最终合同签订金额为准）占公司 2021 年度经审计营业收入比重为 17.11%。

➤ **公司还原炉系统市场占有率高，龙头效应显著，新增订单持续巩固行业地位。**光伏行业持续保持高景气度，多晶硅作为光伏行业的重要原材料，行业正在快速扩产。多晶硅还原炉是多晶硅生产工艺的核心装备之一，公司的多晶硅还原炉系统市场占有率高，按照 2021 年底数据看，公司市占率超 65%。2023 年 1 月 19 日，双良节能中标“内蒙古大全新能源有限公司年产 10 万吨高纯硅基材料 II 期项目”还原炉及尾气加套管项目、换热器项目，中标合同金额合计 6.55 亿元。该中标订单是对公司行业龙头地位的有力印证同时也对公司业绩产生积极影响。

➤ **节能节水设备持续发力，相关设备订单实现较大幅度增长。**2022 年 11 月 25 日，双良节能与中国天辰工程有限公司签订了《干湿联合闭式冷却塔买卖合同》，合同标的为用于陕西龙华集团煤业科技发展有限公司煤炭分级分质清洁高效综合利用项目干湿联合闭式冷却塔、材料、物品、专用工具、备品备件和所有相关各种物品，合同金额为 1.1 亿元。该合同的签订彰显了公司在节水领域的技术积累，有利于公司持续拓展冷却水系统市场，同时对 2022 年及未来的经营业绩产生积极影响。

➤ **大尺寸单晶硅片项目以及组件项目推进迅速，持续为公司贡献业绩。**公司光伏硅片产品受到客户普遍认可，已经开始为公司收入和利润的快速增长作出贡献。截至 2022H1 末，公司单晶一厂 560 台+二厂 800 台单晶炉已全部投产运行、满负荷生产；预计年内公司大尺寸硅棒/硅片实际产能将实现 50GW，在单晶硅行业内形成一定的规模。2022 年 9 月 9 日，公司公告对外投资设立孙公司，拟投资建设 50GW 大尺寸单晶硅拉晶项目。该项目建设完成后，公司在包头硅片项目合计产能将突破 90GW，单晶硅领域的市场竞争力进一步提升。公司同时成立双良新能科技，作为高效光伏组件项目投资运营主体，一期 5GW 有望年内投产。

➤ **投资建议：**预计公司 2022-2024 年实现营收 143.56/213.18/267.76 亿元，归母净利 10.17/19.15/25.37 亿元，同比增 228.0%/88.3%/32.5%，当前股价对应 PE 分别为 23/12/9 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**硅料产能扩张不及预期、中标项目开展不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,830	14,356	21,318	26,776
增长率 (%)	84.9	274.8	48.5	25.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	310	1,017	1,915	2,537
增长率 (%)	125.7	228.0	88.3	32.5
每股收益 (元)	0.17	0.54	1.02	1.36
PE	74	23	12	9
PB	9.6	3.4	2.6	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 1 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

12.34 元


分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师 占豪

执业证书：S0100522090007

电话：15216676817

邮箱：zhanhao@mszq.com

相关研究

- 1.双良节能 (600481.SH) 事件点评：还原炉再迎大单，设备订单持续增长-2022/12/29
- 2.双良节能 (600481.SH) 2022 年三季度报点评：Q3 业绩超预期，硅片新秀加速成长-2022/10/17
- 3.双良节能 (600481.SH) 2022 年半年报点评：Q2 业绩符合预期，硅片新秀加速成长-2022/08/30
- 4.双良节能 (600481.SH) 公司深度报告：节能节水独占鳌头，新能源业务接力发展-2022/05/12

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,830	14,356	21,318	26,776
营业成本	2,764	11,304	16,735	21,101
营业税金及附加	30	118	174	218
销售费用	238	689	831	937
管理费用	176	574	725	830
研发费用	166	574	746	884
EBIT	453	1,097	2,107	2,806
财务费用	45	16	8	8
资产减值损失	-33	-10	-10	-10
投资收益	15	40	59	79
营业利润	400	1,278	2,427	3,228
营业外收支	8	5	5	5
利润总额	408	1,283	2,432	3,232
所得税	68	218	417	550
净利润	340	1,065	2,015	2,682
归属于母公司净利润	310	1,017	1,915	2,537
EBITDA	527	1,229	2,255	2,968

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,912	5,630	9,357	13,554
应收账款及票据	1,086	4,885	6,944	8,664
预付款项	260	946	1,475	1,850
存货	1,053	3,564	5,610	7,094
其他流动资产	642	2,831	4,175	4,968
流动资产合计	4,953	17,856	27,561	36,130
长期股权投资	274	274	274	274
固定资产	1,116	1,272	1,392	1,481
无形资产	288	288	288	288
非流动资产合计	4,038	3,995	3,938	3,866
资产合计	8,991	21,851	31,499	39,995
短期借款	1,208	400	400	400
应付账款及票据	1,738	5,999	9,278	11,793
其他流动负债	2,736	7,640	12,044	15,393
流动负债合计	5,682	14,039	21,722	27,586
长期借款	90	90	90	90
其他长期负债	760	760	760	760
非流动负债合计	850	850	850	850
负债合计	6,533	14,889	22,573	28,436
股本	1,627	1,871	1,871	1,871
少数股东权益	52	100	200	345
股东权益合计	2,458	6,962	8,926	11,559
负债和股东权益合计	8,991	21,851	31,499	39,995

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	84.87	274.84	48.50	25.60
EBIT 增长率	176.82	141.99	92.14	33.18
净利润增长率	125.68	227.99	88.31	32.46
盈利能力 (%)				
毛利率	27.84	21.26	21.50	21.19
净利率	8.87	7.42	9.45	10.02
总资产收益率 ROA	3.45	4.66	6.08	6.34
净资产收益率 ROE	12.89	14.83	21.95	22.63
偿债能力				
流动比率	0.87	1.27	1.27	1.31
速动比率	0.60	0.86	0.85	0.90
现金比率	0.34	0.40	0.43	0.49
资产负债率 (%)	72.66	68.14	71.66	71.10
经营效率				
应收账款周转天数	102.49	122.62	117.32	116.62
存货周转天数	139.04	115.08	122.35	122.71
总资产周转率	0.43	0.66	0.68	0.67
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.54	1.02	1.36
每股净资产	1.29	3.67	4.67	5.99
每股经营现金流	0.05	0.63	2.06	2.30
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	74	23	12	9
PB	9.6	3.4	2.6	2.1
EV/EBITDA	42.98	14.76	6.39	3.44
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	340	1,065	2,015	2,682
折旧和摊销	74	132	148	162
营运资金变动	-429	-19	1,705	1,492
经营活动现金流	92	1,177	3,850	4,308
资本开支	-855	-113	-124	-132
投资	2	0	0	0
投资活动现金流	-849	-73	-65	-54
股权募资	0	3,488	0	0
债务募资	915	-808	0	0
筹资活动现金流	754	2,614	-58	-58
现金净流量	-0	3,718	3,727	4,197

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026