

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

增持 (维持)

2023 年 04 月 25 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)	28.35	10.85	8.51	6.96

关键词: #第二曲线

投资要点

- **2022 年业绩高增, Q4 硅片跌价略有影响:** 2022 年公司实现营业收入 144.8 亿元, 同比+278%, 分产品来看, 节能节水领域的溴冷机收入 9.9 亿元, 同比-17%, 占比 7%, 换热器收入 6.0 亿元, 同比+47%, 占比 4%, 空冷器收入 11.4 亿元, 同比+20%, 占比 8%; 光伏领域的还原炉收入 29.1 亿元, 同比+197%, 占比 20%, 硅片收入 86.1 亿元, 同比+3559%, 占比 59%, 组件首次实现收入 0.1 亿元; 归母净利润 9.6 亿元, 同比+208%; 扣非归母净利润 9.0 亿元, 同比+277%。2022Q4 单季实现营业收入 57.3 亿元, 同比+267%, 环比+29%; 归母净利润 1.3 亿元, 同比-5%, 环比-74%; 扣非归母净利润 1.0 亿元, 同比+22%, 环比-78%, 主要系 Q4 硅片计提部分跌价损失及产能稼动率未打满有关, 我们预计 2022 年全年出货约 13.5GW, 利润约 3 亿元 (单瓦净利 0.02 元)。
- **硅片产能持续爬坡, 盈利能力有望逐步改善:** 2022 年公司综合毛利率为 16.5%, 同比-11.3pct, 分产品来看, 节能节水领域的溴冷机毛利率 27.7%, 同比-0.4pct, 换热器毛利率 30.1%, 同比-1.6pct, 空冷器毛利率 16.4%, 同比-8.4pct; 光伏领域的还原炉系统毛利率 34.7%, 同比-3.8pct, 主要系低毛利率的撬块占比提升, 硅片毛利率 7.9%, 同比+20pct, 组件毛利率-33%; 净利率为 7.2%, 同比-1.6pct, 期间费用率为 7.3%, 同比-9.1pct, 其中销售费用率为 1.6%, 同比-4.6pct, 管理费用率 (含研发) 为 4.7%, 同比-4.2pct, 财务费用率为 0.9%, 同比-0.3pct。2022Q4 单季综合毛利率为 10.6%, 净利率为 2.7%。
- **合同负债&存货高增, 保障业绩增长:** 截至 2022 年底公司合同负债为 17.9 亿元, 同比+60%, 存货为 28.4 亿元, 同比+170%, 表明公司在手订单充沛, 保障业绩高增; 2022 年公司经营活动净现金流为-34.3 亿元, 主要系产能爬坡阶段购买硅料及石英砂等使得预付款支出较多, 未来随着产能利用率提升, 现金流有望改善。
- **设备关注空冷塔&还原炉&电解槽设备, 硅片&组件有望贡献较大业绩增量: (1)设备: a.空冷塔:** 空冷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, 双良空冷塔的优势在于钢结构替代了传统的水泥结构。b.还原炉: 双良市占率达 70%, 我们预计 2023 年硅料新增产能 95 万吨左右, 持续受益于下游硅料厂积极扩产。c.电解槽设备: 双良在电解水制氢设备领域有渠道优势, 已规划 300 台设备产能。(2)材料: a.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。b.组件: 2023 年 4 月 13 日晚公司公告获国能龙源 3.55 亿元组件采购合同, 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, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 25 (原值 22, 上调 14%) / 32 (原值 28, 上调 14%) / 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)	14.49
一年最低/最高价	8.91/20.05
市净率(倍)	4.05
流通 A 股市值(百万元)	27,105.88
总市值(百万元)	27,105.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.58
资产负债率(% ,LF)	71.17
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(600481): 硅料设备龙头跳跃式布局硅片&组件业务, 再启新成长曲线》

2023-01-20

1. 2022 年业绩高增，Q4 硅片跌价略有影响

2022 年公司实现营业收入 144.8 亿元，同比+278%，分产品来看，节能节水领域的溴冷机收入 9.9 亿元，同比-17%，占比 7%，换热器收入 6.0 亿元，同比+47%，占比 4%，空冷器收入 11.4 亿元，同比+20%，占比 8%；光伏领域的还原炉收入 29.1 亿元，同比+197%，占比 20%，硅片收入 86.1 亿元，同比+3559%，占比 59%，组件首次实现收入 0.1 亿元；归母净利润 9.6 亿元，同比+208%；扣非归母净利润 9.0 亿元，同比+277%。

2022Q4 单季实现营业收入 57.3 亿元，同比+267%，环比+29%；归母净利润 1.3 亿元，同比-5%，环比-74%；扣非归母净利润 1.0 亿元，同比+22%，环比-78%，主要系 Q4 硅片计提部分跌价损失及产能稼动率未打满有关，我们预计 2022 全年出货约 13.5GW，利润约 3 亿元（单瓦净利 0.02 元）。

图1：2022 年公司实现营业收入 144.8 亿元，同比+278%

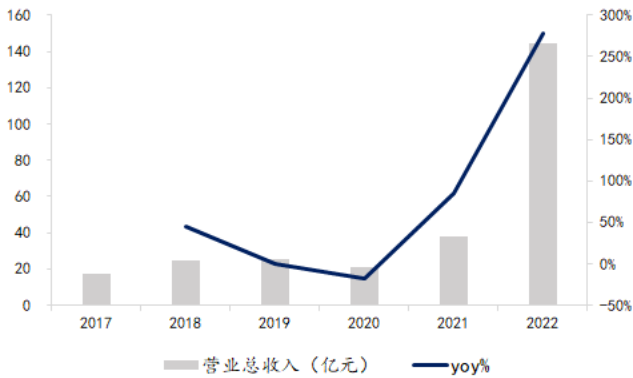
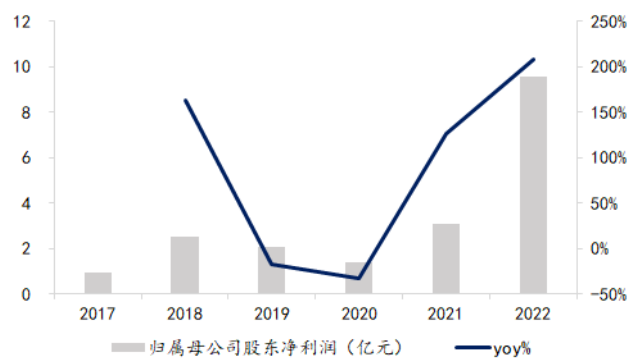


图2：2022 年公司实现归母净利润 9.6 亿元，同比+208%



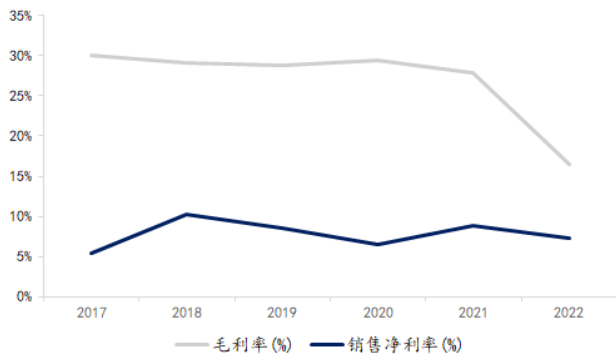
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 硅片产能持续爬坡，盈利能力有望逐步改善

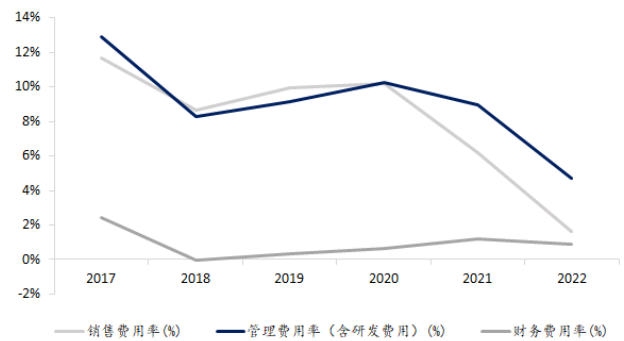
2022 年公司综合毛利率为 16.5%，同比-11.3pct，分产品来看，节能节水领域的溴冷机毛利率 27.7%，同比-0.4pct，换热器毛利率 30.1%，同比-1.6pct，空冷器毛利率 16.4%，同比-8.4pct；光伏领域的还原炉系统毛利率 34.7%，同比-3.8pct，主要系低毛利率的撬块占比提升，硅片毛利率 7.9%，同比+20pct，组件毛利率-33%；净利率为 7.2%，同比-1.6pct，期间费用率为 7.3%，同比-9.1pct，其中销售费用率为 1.6%，同比-4.6pct，管理费用率（含研发）为 4.7%，同比-4.2pct，财务费用率为 0.9%，同比-0.3pct。2022Q4 单季综合毛利率为 10.6%，净利率为 2.7%。

图3: 2022 年公司综合毛利率为 16.5%、净利率为 7.2%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022 年公司期间费用率为 7.3%, 同比-9.1pct

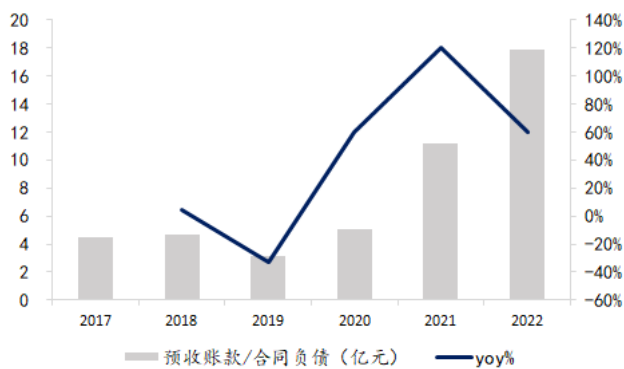


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 合同负债&存货高增, 保障业绩增长

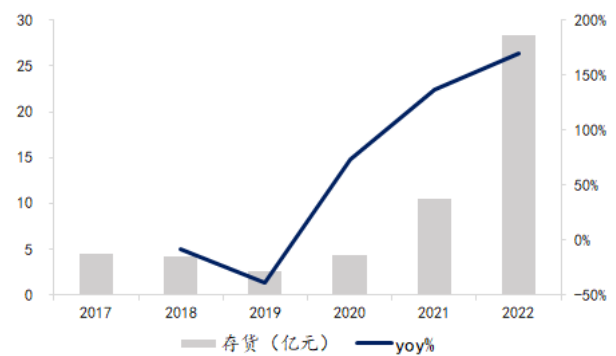
截至 2022 年底公司合同负债为 17.9 亿元, 同比+60%, 存货为 28.4 亿元, 同比+170%, 表明公司在手订单充沛, 保障业绩高增; 2022 年公司经营活动净现金流为-34.3 亿元, 主要系产能爬坡阶段购买硅料及石英砂等使得预付款支出较多, 未来随着产能利用率提升, 现金流有望改善。

图5: 截至 2022 年底公司合同负债为 17.9 亿元, 同比+60%



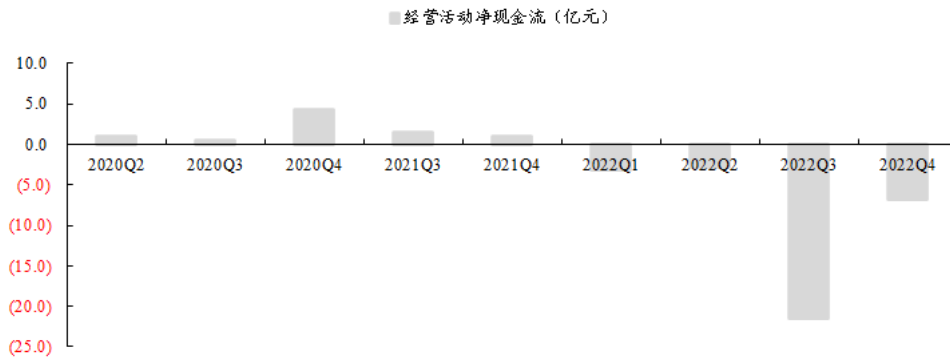
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 截至 2022 年底公司存货为 28.4 亿元, 同比+170%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：2022年公司经营活动净现金流为-34.3亿元，主要系产能爬坡阶段购买硅料及石英砂等使得预付款支出较多



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 设备关注空冷塔&还原炉&电解槽设备，硅片&组件有望贡献较大业绩增量

- (1) **设备**：**a.空冷塔**：空冷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，双良空冷塔的优势在于钢结构替代了传统的水泥结构。**b.还原炉**：双良市占率达 70%，我们预计 2023 年硅料新增产能 95 万吨左右，持续受益于下游硅料厂积极扩产。**c.电解槽设备**：双良在电解水制氢设备领域有渠道优势，已规划 300 台设备产能。
- (2) **材料**：**a.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。**b.组件**：2023 年 4 月 13 日晚公司公告获国能龙源 3.55 亿元组件采购合同，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。

5. 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，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 25（原值 22，上调 14%）/32（原值 28，上调 14%）/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。

6. 风险提示

下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

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
流动资产	11,841	45,728	39,326	67,661	营业总收入	14,476	32,119	39,538	46,965
货币资金及交易性金融资产	4,814	7,956	18,230	18,951	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	20,590	9,178	26,315	税金及附加	56	161	198	235
存货	2,841	11,946	6,214	15,345	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	2,023	1,750	2,353	研发费用	403	964	1,186	1,362
非流动资产	10,103	9,716	9,330	8,942	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	营业利润	1,229	2,939	3,749	4,585
其他非流动资产	614	614	614	614	营业外净收支	-4	0	0	0
资产总计	21,943	55,444	48,655	76,603	利润总额	1,225	2,939	3,749	4,585
流动负债	13,755	44,758	34,782	58,832	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	净利润	1,046	2,498	3,187	3,897
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	归属母公司净利润	956	2,498	3,187	3,897
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	1,477	3,029	3,845	4,684
长期借款	170	170	170	170	EBITDA	1,792	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
负债合计	15,029	46,032	36,057	60,106	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					
所有者权益合计	6,914	9,412	12,599	16,496					
负债和股东权益	21,943	55,444	48,655	76,603					

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	3,042	10,230	730	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(%)	16.68	20.56	21.03	20.73
现金净增加额	519	3,142	10,274	720	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)	28.35	10.85	8.51	6.96
营运资本变动	-5,074	58	6,551	-3,664	P/B(现价)	3.97	2.91	2.17	1.65

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>

