



2022 业绩高增，2023 成长可期

—2022 年年报点评

买入 (维持)

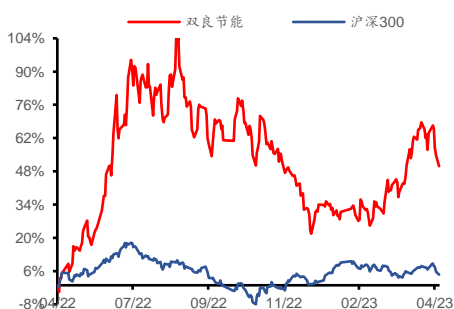
行业： 机械设备
日期： 2023年04月26日

分析师： 开文明
Tel: 021-53686172
E-mail: kaiwenming@shzq.com
SAC 编号: S0870521090002
分析师： 丁亚
Tel: 021-53686149
E-mail: dingya@shzq.com
SAC 编号: S0870521110002
联系人： 刘清馨
Tel: 021-53686152
E-mail: liuqingxin@shzq.com
SAC 编号: S0870121080027

基本数据

最新收盘价 (元)	14.49
12mth A 股价格区间 (元)	9.39-19.68
总股本 (百万股)	1,870.66
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	271.06

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《公司连获设备订单，多业务协同效应显现》

—2022 年 10 月 18 日

《三季度业绩亮眼，发行可转债保障二期项目顺利实施》

—2022 年 10 月 14 日

■ 投资摘要

事件概述

4月24日，公司发布2022年年报：2022年公司实现营收144.76亿元，同比+278%，归母净利润9.56亿元，同比+208%；扣非后归母净利润8.98亿元，同比+277%。

分析与判断

单季度来看，2022Q4公司实现营收57.31亿元，同比+267%，环比+29%；归母净利润1.26亿元，同比-5%，环比-73.64%；扣非后归母净利润为1.01亿元，同比+21.51%，环比-78.07%。我们认为公司2022Q4营收规模与盈利均明显下跌主要为四季度硅片降价所致。

节能节水业务2022年稳步增长。节能节水系统整体营收27.37亿元，同比+7%，毛利率为23.5%。其中溴冷机实现营收9.91亿元，同比-17%，毛利率为27.68%；空冷器实现营收11.42亿元，同比+20%，毛利率为16.38%；换热器实现营收6.05亿元，同比+47%，毛利率为30.13%。**多晶硅还原炉受益于上游硅料快速扩产。**2022年实现营收29.05亿元，同比+197%，毛利率为34.74%。

公司单晶硅业务推进顺利，2022年实际产能实现40GW，实现营收86.05亿元，毛利率7.86%。我们认为公司提前锁定进口石英砂供给，保障硅片业务顺利拓展，叠加上游硅料价格下降与在手订单充沛，我们预计2023年公司硅片业务将实现量利齐升。

公司切入组件业务，5GW产能已建设完毕。公司全资子公司双良新能科技作为组件运营主体，一期5GW产能已于2022年内建设完成并实现销售。2022年组件实现销售1408.52万元。2023年已有超过3亿元订单在手，我们预计公司组件业务将进一步开拓，协同上下游产业链资源，完善蛙跳式布局。

■ 投资建议

公司硅片产能爬坡顺利，进口石英砂供给提前锁定保障公司23年硅片出货与盈利，叠加组件业务拓展与设备业务在手订单饱满，因此我们上调盈利预测。预计公司2023-2025年营业收入分别为232.94、314.26、331.69亿元，同比分别增长61%、35%、6%；归母净利润分别为27.37、29.76、33.05亿元，同比分别增长186%、9%、11%。当前股价对应2023-2025年PE分别为9、9、8倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示

光伏行业政策波动风险；市场竞争加剧的风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14476	23294	31426	33169
年增长率	278.0%	60.9%	34.9%	5.5%
归母净利润	956	2737	2976	3305
年增长率	208.3%	186.3%	8.7%	11.0%
每股收益 (元)	0.58	1.46	1.59	1.77
市盈率 (X)	22.44	9.41	8.66	7.79
市净率 (X)	3.54	2.69	2.05	1.63

资料来源：Wind，上海证券研究所 (2023 年 04 月 24 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4674	5366	9469	12747
应收票据及应收账款	915	3868	4366	4155
存货	2841	4342	6166	6540
其他流动资产	3411	4337	5403	5600
流动资产合计	11841	17913	25403	29043
长期股权投资	273	273	273	273
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	7044	6977	7464	7800
在建工程	1681	2181	2681	3181
无形资产	443	443	443	443
其他非流动资产	661	661	661	661
非流动资产合计	10103	10536	11522	12359
资产总计	21943	28449	36926	41402
短期借款	2913	2965	2918	2871
应付票据及应付账款	4601	6308	8942	9483
合同负债	1786	2656	3766	3994
其他流动负债	4455	5464	7172	7523
流动负债合计	13755	17393	22799	23870
长期借款	170	170	170	170
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1104	1104	1104	1104
非流动负债合计	1274	1274	1274	1274
负债合计	15029	18667	24073	25144
股本	1871	1871	1871	1871
资本公积	3223	3223	3223	3223
留存收益	1785	4522	7498	10803
归属母公司股东权益	6829	9566	12542	15846
少数股东权益	86	216	311	411
股东权益合计	6914	9782	12853	16257
负债和股东权益合计	21943	28449	36926	41402

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	-3430	2102	6328	5499
净利润	1046	2867	3071	3404
折旧摊销	315	867	1013	1163
营运资金变动	-5074	-1844	2015	708
其他	283	213	228	223
投资活动现金流量	-788	-1248	-1964	-1962
资本支出	-662	-1295	-1995	-1995
投资变动	-120	0	0	0
其他	-6	47	31	33
筹资活动现金流量	4730	-162	-262	-258
债权融资	1856	0	0	0
股权融资	3465	0	0	0
其他	-590	-162	-262	-258
现金净流量	519	692	4103	3279

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14476	23294	31426	33169
营业成本	12087	17710	25107	26624
营业税金及附加	56	198	267	282
销售费用	236	349	471	498
管理费用	282	466	629	663
研发费用	403	1163	1314	1082
财务费用	132	40	30	20
资产减值损失	-115	-25	-25	-25
投资收益	14	47	31	33
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1229	3368	3608	4000
营业外收支净额	-4	5	5	5
利润总额	1225	3373	3613	4005
所得税	178	506	542	601
净利润	1046	2867	3071	3404
少数股东损益	90	130	96	99
归属母公司股东净利润	956	2737	2976	3305

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	16.5%	24.0%	20.1%	19.7%
净利率	6.6%	11.8%	9.5%	10.0%
净资产收益率	14.0%	28.6%	23.7%	20.9%
资产回报率	4.4%	9.6%	8.1%	8.0%
投资回报率	10.3%	19.8%	17.6%	16.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	278.0%	60.9%	34.9%	5.5%
EBIT 增长率	197.2%	143.8%	8.1%	10.6%
归母净利润增长率	208.3%	186.3%	8.7%	11.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.58	1.46	1.59	1.77
每股净资产	3.65	5.11	6.70	8.47
每股经营现金流	-1.83	1.12	3.38	2.94
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.66	0.82	0.85	0.80
应收账款周转率	15.83	6.12	7.34	8.16
存货周转率	4.25	4.08	4.07	4.07
偿债能力指标				
资产负债率	68.5%	65.6%	65.2%	60.7%
流动比率	0.86	1.03	1.11	1.22
速动比率	0.55	0.68	0.74	0.84
估值指标				
P/E	22.44	9.41	8.66	7.79
P/B	3.54	2.69	2.05	1.63
EV/EBITDA	14.32	5.95	4.51	3.39

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断