



# 双良节能 (600481.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 硅片存货减值影响盈利释放，看好硅片量利修复及设备放量

### 业绩简评

8月25日公司披露半年报，上半年实现营收121.28亿元，同比增长182%；实现归母净利润6.18亿元，同比增长75%；实现扣非归母净利润5.48亿元，同比增长62%。其中，Q2实现营收66.65亿元，同比增长160%；实现归母净利润1.16亿元，同比下降50%、环比下降76.8%；实现扣非归母净利1.55亿元，同比下降35%、环比下降61%。

### 经营分析

**硅片存货减值影响盈利释放，预计Q3量利显著修复。**二季度光伏产业链上游硅料价格快速下降，硅片价格超跌，公司下调硅片稼动率影响出货，预计Q2硅片出货5-6GW。因上游原材料价格快速调整，上半年公司计提存货减值2.22亿元，影响公司Q2硅片盈利。随硅料价格见底，前期观望的需求逐步启动，7-8月硅片环节稼动率持续提升，8月硅片价格显著反弹，预计公司Q3硅片出货量显著提升、盈利明显修复。公司单晶硅片产能快速增长，2022年底已提升至40GW，随下半年光伏下游需求启动、稼动率提升，全年硅片出货有望达到30-35GW。公司提前锁定进口石英砂供给有效保障硅片出货及成本，同时有望依托先进产能带来的后发优势持续降本，下半年硅片业务有望贡献较大业绩增量。

**新能源装备业务保持领先地位，节能节水业务高速增长。**公司上半年新能源装备公司实现满产满销，营业收入16.38亿元，同比增长65.02%，市场占有率在65%以上，还原炉系统持续交付；此外公司绿电制氢系统的车间已经投入运行，全浸没式液冷换热模块(CDM)订单陆续释放，热管产品稳定出货，有望成为公司新的业绩增长点。节能节水设备方面，上半年公司溴冷机业务深耕清洁供热市场，同时光伏、锂电、白酒行业余热制冷制热需求带来新的增量市场；高效换热器在空分领域销售稳定增长；空冷系统上半年实现营业收入7.20亿元，同比增长55.88%，在火电空冷和煤化工空冷市场占有率保持领先地位，在手订单饱满，同时发力循环水冷却市场打节水业务新增长点。

### 盈利预测、估值与评级

根据我们对硅片价格及竞争格局的最新判断，下调公司2023-2025年净利润至23.3(-14%)、32.0(-13%)、39.3(-11%)亿元，当前股价对应PE分别为10/8/6倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

竞争加剧风险、新业务拓展不及预期风险。

新能源与电力设备组

分析师：宇文甸 (执业S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

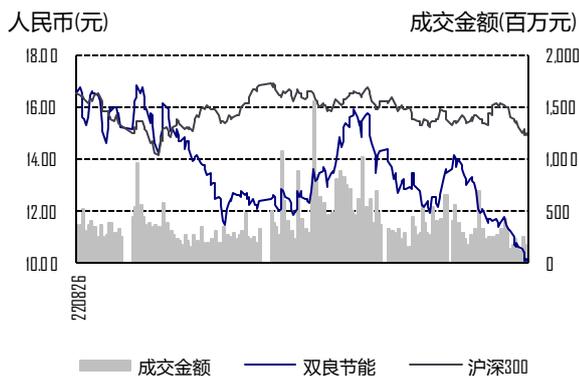
分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.05 元

相关报告：

1.《双良节能公司深度研究：设备业务多点开花，硅片+组件打开远期成...》，2023.5.16



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,830	14,476	23,305	29,870	36,560
营业收入增长率	84.87%	277.99%	60.99%	28.17%	22.39%
归母净利润(百万元)	310	956	2,329	3,196	3,928
归母净利润增长率	125.68%	208.27%	143.61%	37.22%	22.90%
摊薄每股收益(元)	0.191	0.511	1.245	1.708	2.100
每股经营性现金流净额	0.06	-1.83	2.20	2.98	3.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.89%	14.00%	28.30%	31.50%	31.41%
P/E	52.79	25.32	10.42	7.59	6.18
P/B	6.80	3.54	2.95	2.39	1.94

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,072	3,830	14,476	23,305	29,870	36,560
增长率		84.9%	278.0%	61.0%	28.2%	22.4%
主营业务成本	-1,461	-2,764	-12,087	-18,845	-24,079	-29,504
%销售收入	70.5%	72.2%	83.5%	80.9%	80.6%	80.7%
毛利	611	1,066	2,390	4,460	5,791	7,056
%销售收入	29.5%	27.8%	16.5%	19.1%	19.4%	19.3%
营业税金及附加	-18	-30	-56	-82	-105	-128
%销售收入	0.9%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-211	-238	-236	-280	-358	-439
%销售收入	10.2%	6.2%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-126	-176	-282	-303	-388	-475
%销售收入	6.1%	4.6%	1.9%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-86	-166	-403	-583	-747	-914
%销售收入	4.2%	4.3%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	169	455	1,413	3,213	4,193	5,100
%销售收入	8.1%	11.9%	9.8%	13.8%	14.0%	13.9%
财务费用	-13	-45	-132	-216	-356	-401
%销售收入	0.6%	1.2%	0.9%	0.9%	1.2%	1.1%
资产减值损失	-32	-91	-122	-260	-87	-89
公允价值变动收益	20	-4	0	0	0	0
投资收益	1	15	14	10	10	10
%税前利润	0.5%	3.7%	1.2%	0.4%	0.3%	0.2%
营业利润	159	400	1,229	2,848	3,861	4,721
营业利润率	7.7%	10.4%	8.5%	12.2%	12.9%	12.9%
营业外收支	7	8	-4	0	0	0
税前利润	166	408	1,225	2,848	3,861	4,721
利润率	8.0%	10.6%	8.5%	12.2%	12.9%	12.9%
所得税	-31	-68	-178	-427	-579	-708
所得税率	18.5%	16.7%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	136	340	1,046	2,420	3,282	4,013
少数股东损益	-2	29	90	91	86	85
归属于母公司的净利润	137	310	956	2,329	3,196	3,928
净利率	6.6%	8.1%	6.6%	10.0%	10.7%	10.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	136	340	1,046	2,420	3,282	4,013
少数股东损益	-2	29	90	91	86	85
非现金支出	80	146	400	982	1,052	1,237
非经营收益	-8	35	198	272	420	493
营运资金变动	127	-429	-5,074	442	818	840
经营活动现金净流	334	92	-3,430	4,117	5,572	6,583
资本开支	-21	-855	-662	-4,665	-3,635	-3,105
投资	62	2	-120	-1,135	-50	-55
其他	2	3	-6	-90	10	10
投资活动现金净流	42	-849	-788	-5,891	-3,675	-3,150
股权募资	2	0	3,465	3	0	0
债权募资	10	915	1,856	2,668	1,782	386
其他	-227	-160	-590	-1,210	-1,709	-2,075
筹资活动现金净流	-215	754	4,730	1,460	73	-1,689
现金净流量	159	0	519	-314	1,971	1,745

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,220	1,912	4,674	4,356	6,323	8,066
应收款项	1,046	1,364	1,756	2,389	3,062	3,747
存货	443	1,053	2,841	2,755	3,520	4,313
其他流动资产	485	625	2,570	2,684	3,149	3,629
流动资产	3,194	4,953	11,841	12,183	16,054	19,755
%总资产	77.7%	55.1%	54.0%	45.8%	48.4%	50.8%
长期投资	321	359	428	804	853	909
固定资产	450	2,996	8,725	12,502	15,038	16,895
%总资产	10.9%	33.3%	39.8%	47.0%	45.3%	43.5%
无形资产	92	310	500	603	718	800
非流动资产	915	4,038	10,103	14,412	17,111	19,104
%总资产	22.3%	44.9%	46.0%	54.2%	51.6%	49.2%
资产总计	4,109	8,991	21,943	26,595	33,165	38,858
短期借款	381	1,392	4,076	6,369	8,088	8,374
应付款项	751	2,864	7,429	7,842	10,021	12,278
其他流动负债	760	1,426	2,250	2,319	2,928	3,539
流动负债	1,893	5,682	13,755	16,530	21,036	24,191
长期贷款	0	90	170	670	770	870
其他长期负债	4	760	1,104	988	948	946
负债	1,897	6,533	15,029	18,188	22,755	26,007
普通股股东权益	2,198	2,406	6,829	8,229	10,147	12,503
其中：股本	1,632	1,627	1,871	1,871	1,871	1,871
未分配利润	153	418	1,326	2,723	4,641	6,997
少数股东权益	14	52	86	177	263	348
负债股东权益合计	4,109	8,991	21,943	26,595	33,165	38,858

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.084	0.191	0.511	1.245	1.708	2.100
每股净资产	1.347	1.479	3.650	4.399	5.424	6.684
每股经营现金净流	0.205	0.056	-1.833	2.201	2.979	3.519
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.498	0.683	0.840
回报率						
净资产收益率	6.25%	12.89%	14.00%	28.30%	31.50%	31.41%
总资产收益率	3.34%	3.45%	4.36%	8.76%	9.64%	10.11%
投入资本收益率	5.30%	9.63%	10.79%	17.63%	18.46%	19.58%
增长率						
主营业务收入增长率	-18.03%	84.87%	277.99%	60.99%	28.17%	22.39%
EBIT增长率	-25.49%	169.92%	210.18%	127.41%	30.51%	21.63%
净利润增长率	-33.54%	125.68%	208.27%	143.61%	37.22%	22.90%
总资产增长率	6.57%	118.82%	144.06%	21.20%	24.70%	17.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	166.9	86.7	25.1	23.0	23.0	23.0
存货周转天数	87.3	98.8	58.8	58.0	58.0	58.0
应付账款周转天数	142.8	105.6	39.3	39.0	39.0	39.0
固定资产周转天数	78.0	106.4	177.6	154.1	139.3	122.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.38%	-17.96%	-8.21%	31.92%	24.35%	9.17%
EBIT利息保障倍数	12.9	10.2	10.7	14.9	11.8	12.7
资产负债率	46.16%	72.66%	68.49%	68.39%	68.61%	66.93%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-05-16	买入	13.40	21.73~21.73

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究