

## 双良节能 (600481)

### 2023 年半年报点评: Q2 硅片减值拖累业绩, 静待硅片价格企稳&装备业务放量

增持 (维持)

2023 年 08 月 27 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

研究助理 李文意

执业证书: S0600122080043  
liwenyi@dwzq.com.cn

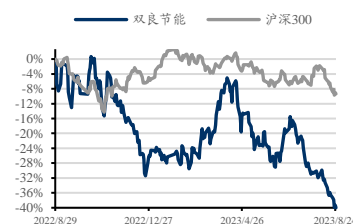
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	14,476	28,871	39,238	46,613
同比	278%	99%	36%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	956	2,219	3,080	3,790
同比	208%	132%	39%	23%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.51	1.19	1.65	2.03
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.66	8.47	6.10	4.96

关键词: #第二曲线

#### 投资要点

- **受硅片跌价损失影响, Q2 业绩承压:** 2023 上半年公司营收 121.3 亿元, 同比+182%, 其中溴冷机&换热器收入 7.8 亿元, 占比 6%, 空冷器收入 7.2 亿元, 同比+65%, 占比 6%, 新能源装备收入 16.4 亿元, 同比+65%, 占比 14%, 硅片业务收入 86.3 亿元, 同比+317%, 占比 71%, 归母净利润为 6.2 亿元, 同比+75%, 扣非归母净利润为 5.5 亿元, 同比+62%。Q2 单季营收 66.7 亿元, 同比+160%, 环比+22%, 归母净利润为 1.2 亿元, 同比-50%, 环比-77%, 扣非归母净利润为 1.6 亿元, 同比-35%, 环比-61%。Q2 业绩承压主要系硅片价格下跌、计提跌价损失微亏, 我们预计剔除跌价损失后单瓦盈利约 5-6 分, 随着后续硅片价格企稳、N 型占比提升, 单瓦盈利有望逐步改善。
- **盈利能力有所下滑, 静待硅片价格企稳:** 2023 上半年公司毛利率为 13.8%, 同比-7pct, 净利率为 5.7%, 同比-3pct, 期间费用率为 5.3%, 同比-4pct, 其中销售费用率为 1.1%, 同比-1pct, 管理费用率 (含研发) 为 3.3%, 同比-2pct, 财务费用率为 1%, 同比-0.4pct; Q2 单季毛利率为 13%, 同比-8.4pct, 环比-1.7pct, 净利率为 2.3%, 同比-7.4pct, 环比-7.6pct。
- **设备: 空冷塔&还原炉&换热器订单可期, 电解槽设备积极布局中:** (1) 空冷塔: 订单有望伴随火电重启迎来高增, 目前火电整体规划有三个 80GW 体量; (2) 还原炉: 双良市占率达 65% 以上, 持续受益于下游硅料厂新增扩产, 同时硅料价格下降到 80 元/KG 有望带来先进产能的替换需求; (3) 换热器: 双良配套数据中心的沉浸式液冷换热模块与冷却塔, 连续三年斩获市场订单; (4) 电解槽设备: 双良已规划 300 台设备产能, 公司在 2022 年 3 月份开始建设成套系统测试中心, 自制电解槽的催化剂、隔膜等。
- **材料: 硅片&组件爬产顺利, 有望贡献较大业绩增量:** (1) 硅片: 公司硅片产能持续爬坡, 目前 40GW 已建设完毕并满产运行, 将在 2025 年前完成 90GW 产能布局, 我们预计 2023 年全年硅片出货 30-35GW, 单瓦净利有望达 5 分, 贡献较大业绩增量。(2) 组件: 目前一期 5GW 已建设完成, 将在 2025 年前完成 20GW 产能布局, 我们预计 2023 全年组件出货 3.5GW 左右。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到硅片价格波动等因素, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 22.2/30.8/37.9 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 8/6/5 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)	10.05
一年最低/最高价	10.02/17.61
市净率(倍)	2.72
流通 A 股市值(百万元)	18,800.15
总市值(百万元)	18,800.15

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.69
资产负债率(% ,LF)	69.98
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): 2023 年半年报业绩预告点评: Q2 硅片减值承压, 看好硅片价格企稳&装备业务放量》

2023-07-17

《双良节能(600481): 2023 年一季度报点评: 业绩偏预告上限, 硅片业务快速放量【勘误版】》

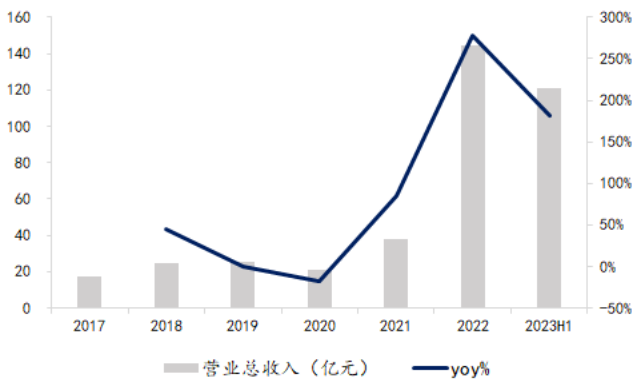
2023-05-04

## 1. 受硅片跌价损失影响，Q2 业绩承压

2023 上半年公司营收 121.3 亿元，同比+182%，其中溴冷机&换热器收入 7.8 亿元，占比 6%，空冷器收入 7.2 亿元，同比+65%，占比 6%，新能源装备收入 16.4 亿元，同比+65%，占比 14%，硅片业务收入 86.3 亿元，同比+317%，占比 71%，归母净利润为 6.2 亿元，同比+75%，扣非归母净利润为 5.5 亿元，同比+62%。

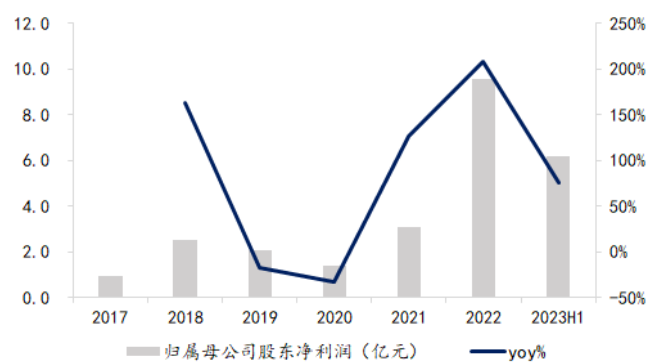
Q2 单季营收 66.7 亿元，同比+160%，环比+22%，归母净利润为 1.2 亿元，同比-50%，环比-77%，扣非归母净利润为 1.6 亿元，同比-35%，环比-61%。Q2 业绩承压主要系硅片价格下跌、计提跌价损失微亏，我们预计剔除跌价损失后单瓦盈利约 5-6 分，随着后续硅片价格企稳、N 型占比提升，单瓦盈利有望逐步改善。

图1：2023 上半年公司营收 121.3 亿元，同比+182%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023 上半年公司归母净利润为 6.2 亿元，同比+75%

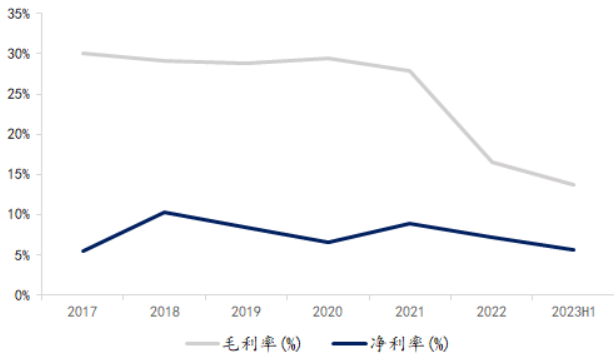


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 盈利能力有所下滑，静待硅片价格企稳

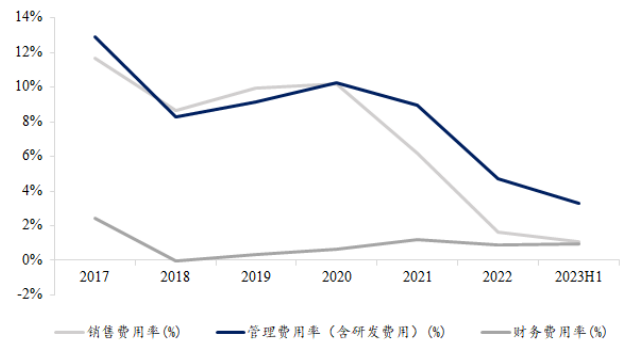
2023 上半年公司毛利率为 13.8%，同比-7pct，净利率为 5.7%，同比-3pct，期间费用率为 5.3%，同比-4pct，其中销售费用率为 1.1%，同比-1pct，管理费用率（含研发）为 3.3%，同比-2pct，财务费用率为 1%，同比-0.4pct；Q2 单季毛利率为 13%，同比-8.4pct，环比-1.7pct，净利率为 2.3%，同比-7.4pct，环比-7.6pct。

图3：2023上半年公司毛利率为13.8%，净利率为5.7%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2023上半年公司期间费用率为5.3%，同比-4pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 设备：空冷塔&还原炉&换热器订单可期，电解槽设备积极布局中

(1) 空冷塔：订单有望伴随火电重启迎来高增，目前火电整体规划有三个 80GW 体量；(2) 还原炉：双良市占率达 65%以上，持续受益于下游硅料厂新增扩产，同时硅料价格下降到 80 元/KG 有望带来先进产能的替换需求；(3) 换热器：双良配套数据中心的沉浸式液冷换热模块与冷却塔，连续三年斩获市场订单；(4) 电解槽设备：双良已规划 300 台设备产能，公司在 2022 年 3 月份开始建设成套系统测试中心，自制电解槽的催化剂、隔膜等。

### 4. 材料：硅片&组件爬产顺利，有望贡献较大业绩增量

(1) 硅片：公司硅片产能持续爬坡，目前 40GW 已建设完毕并满产运行，将在 2025 年前完成 90GW 产能布局，我们预计 2023 年全年硅片出货 30-35GW，单瓦净利有望达 5 分，贡献较大业绩增量。(2) 组件：目前一期 5GW 已建设完成，将在 2025 年前完成 20GW 产能布局，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

考虑到硅片价格波动等因素，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 22.2/30.8/37.9 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 8/6/5 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
<b>流动资产</b>	<b>11,841</b>	<b>40,356</b>	<b>41,364</b>	<b>63,293</b>	<b>营业总收入</b>	<b>14,476</b>	<b>28,871</b>	<b>39,238</b>	<b>46,613</b>
货币资金及交易性金融资产	4,814	10,349	17,982	22,479	营业成本(含金融类)	12,087	23,803	32,497	38,582
经营性应收款项	2,874	19,269	12,001	25,814	税金及附加	56	144	196	233
存货	2,841	6,416	6,222	8,782	销售费用	236	664	824	932
合同资产	248	2,887	3,924	4,661	管理费用	282	664	824	956
其他流动资产	1,064	1,434	1,236	1,557	研发费用	403	895	1,177	1,352
<b>非流动资产</b>	<b>10,103</b>	<b>9,505</b>	<b>9,146</b>	<b>8,962</b>	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	6,481	6,123	5,939	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	<b>营业利润</b>	<b>1,229</b>	<b>2,611</b>	<b>3,624</b>	<b>4,459</b>
其他非流动资产	614	614	614	614	营业外净收支	(4)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>21,943</b>	<b>49,860</b>	<b>50,511</b>	<b>72,255</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,225</b>	<b>2,611</b>	<b>3,624</b>	<b>4,459</b>
<b>流动负债</b>	<b>13,755</b>	<b>40,014</b>	<b>37,584</b>	<b>55,539</b>	减:所得税	178	392	544	669
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,076	4,276	4,426	4,526	<b>净利润</b>	<b>1,046</b>	<b>2,219</b>	<b>3,080</b>	<b>3,790</b>
经营性应付款项	4,601	21,847	14,261	28,608	减:少数股东损益	90	0	0	0
合同负债	1,786	10,711	14,623	17,362	<b>归属母公司净利润</b>	<b>956</b>	<b>2,219</b>	<b>3,080</b>	<b>3,790</b>
其他流动负债	3,292	3,180	4,274	5,043	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.51	1.19	1.65	2.03
非流动负债	1,274	1,274	1,274	1,274	EBIT	1,347	2,701	3,720	4,558
长期借款	170	170	170	170	EBITDA	1,662	3,949	4,628	5,042
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.51	17.56	17.18	17.23
租赁负债	16	16	16	16	归母净利率(%)	6.60	7.69	7.85	8.13
其他非流动负债	1,088	1,088	1,088	1,088	收入增长率(%)	277.99	99.44	35.91	18.80
<b>负债合计</b>	<b>15,029</b>	<b>41,288</b>	<b>38,858</b>	<b>56,813</b>	归母净利润增长率(%)	208.27	132.10	38.82	23.03
归属母公司股东权益	6,829	8,486	11,567	15,357					
少数股东权益	86	86	86	86					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,914</b>	<b>8,572</b>	<b>11,653</b>	<b>15,443</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,943</b>	<b>49,860</b>	<b>50,511</b>	<b>72,255</b>					

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)	6,637	8,128	4,796	每股净资产(元)	3.65	4.54	6.18	8.21
投资活动现金流	(788)	(650)	(550)	(300)	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	(452)	54	1	ROIC(%)	15.21	18.97	21.58	21.28
现金净增加额	519	5,535	7,633	4,497	ROE-摊薄(%)	14.00	26.15	26.63	24.68
折旧和摊销	315	1,248	908	484	资产负债率(%)	68.49	82.81	76.93	78.63
资本开支	(662)	(650)	(550)	(300)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.66	8.47	6.10	4.96
营运资本变动	(5,074)	3,079	4,044	423	P/B(现价)	2.75	2.22	1.63	1.22

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>