

2022年6月17日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 双良节能(600481):硅料与节能设备龙头,硅片业务高速发展

推荐(首次)

投资要点

分析师:张涵

执业证书编号:S1050521110008

邮箱:zhanghan3@cfsc.com.cn

联系人:臧天律

执业证书编号:S1050121110015

邮箱:zangtl@cfsc.com.cn

## 基本数据

2022-06-16

当前股价(元)	14.94
总市值(亿元)	243.1
总股本(百万股)	1,627.3
流通股本(百万股)	1,627.3
52周价格范围(元)	5.64-15.1
日均成交额(百万元)	382.8

## 市场表现



资料来源:Wind, 华鑫证券研究

## 相关研究

### ■ 硅料与节能设备龙头,一季度业绩大幅增长

公司是节能节水与硅料设备龙头,主营业务为节能减排装备制造制造业以及光伏新能源产业。节能减排业务方面,公司换热器业务立足稳定增长的空分业务,维持第一位的市场份额;溴化锂机组保持了在巴基斯坦、印尼等国的高市场占有率;空冷器实现了新加坡垃圾发电项目的订单突破。新能源业务方面,公司的多晶硅还原炉系统在四川永祥、新疆大全、亚洲硅业、新特能源、东方希望等大型企业连获大单,行业占有率保持在65%以上。受益于硅料扩产景气度较高,截至2022年2月底,公司在手还原炉订单超过25亿元。同时公司于2021年2月设立子公司双良硅材料有限公司,正式开展一期20GW大尺寸单晶硅片业务,目前单晶一厂已经全面投产,单晶二厂建设进度也超预期,年内力争具备50GW左右产能的投产条件,将为公司带来新的增长空间。

2022Q1公司实现营收17.34亿元,同增300%,归母净利润1.21亿元,同增341%,业绩超预期,主要系硅料设备业务快速放量所致,2021年以来还原炉领域系统订单达32.7亿元。

### ■ 节能节水顺应双碳目标,硅料供不应求迎扩产周期

节能环保业务为公司传统业务,也是双碳目标下战略新兴产业之一。2020年,我国节能环保产业产值7.5万亿元;至2025年,我国节能环保产业产值将达到17.50万亿元。公司拥有40年节能设备研发制造经验与完整的节能节水系统提供能力,随着碳交易市场开市推动企业节能减排和技术创新,我们认为公司节能节水业务未来市场空间广阔。

随着双碳政策与能源安全问题逐步得到世界关注,光伏下游需求旺盛。光伏硅料短期供不应求,行业迎来密集扩产周期。公司是我国第一批实现多晶硅核心生产设备自主生产的企业之一,占据市场龙头地位。随着今明两年硅料投产迎来高峰,公司硅料设备业务有望在去年基础上保持高速增长。

### ■ 硅片业务后发优势明显,有望带来新的增长空间

公司于2021年布局硅片业务,目前在包头的单晶一厂560台1600型号的单晶炉(折合约8GW年产能)已经全面投产,单晶二厂建设进度也超预期,正在逐步投产。我们预计公司年内将会实现20GW的年产能,到2023年上半年实现40GW以上的年产能。依照公司的投产速度,规划产能可能会提前实现。考虑到公司与硅料生产商关系紧密、大尺寸硅片后发优势明

显、现有订单充足，我们认为硅片业务将被打造成为新的增长极。

## ■ 盈利预测

我们看好公司在新能源领域的业务快速放量，预测公司2022-2024年收入分别为175、267、347亿元，EPS分别为0.74、1.13、1.61元，当前股价对应PE分别为20.3、13.2、9.3倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

## ■ 风险提示

硅片行业竞争加剧风险；硅料扩产不及预期；原材料价格大幅上涨风险；大盘系统性风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	3,830	17,530	26,753	34,713
增长率（%）	84.9%	357.7%	52.6%	29.8%
归母净利润（百万元）	310	1,197	1,837	2,615
增长率（%）	125.7%	285.8%	53.6%	42.3%
摊薄每股收益（元）	0.19	0.74	1.13	1.61
ROE（%）	12.6%	34.1%	36.2%	36.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>3,830</b>	<b>17,530</b>	<b>26,753</b>	<b>34,713</b>
现金及现金等价物	1,912	627	1,845	4,198	营业成本	2,764	13,960	21,692	28,160
应收款	1,139	3,771	5,022	6,040	营业税金及附加	30	138	211	273
存货	1,053	4,984	7,143	8,494	销售费用	238	614	803	1,041
其他流动资产	850	3,826	5,829	7,558	管理费用	176	491	669	798
流动资产合计	4,953	13,208	19,838	26,290	财务费用	45	205	313	407
<b>非流动资产：</b>					研发费用	166	526	669	694
金融类资产	18	18	18	18	费用合计	625	1,836	2,454	2,941
固定资产	1,116	2,169	2,476	2,491	资产减值损失	-33	0	0	0
在建工程	1,879	752	301	120	公允价值变动	-4	0	0	0
无形资产	288	283	269	255	投资收益	15	0	0	0
长期股权投资	274	274	274	274	<b>营业利润</b>	<b>400</b>	<b>1,596</b>	<b>2,397</b>	<b>3,339</b>
其他非流动资产	480	480	480	480	加：营业外收入	9	0	0	0
非流动资产合计	4,038	3,958	3,799	3,620	减：营业外支出	1	0	0	0
资产总计	8,991	17,166	23,637	29,910	<b>利润总额</b>	<b>408</b>	<b>1,596</b>	<b>2,397</b>	<b>3,339</b>
<b>流动负债：</b>					所得税费用	68	266	400	557
短期借款	1,208	1,208	1,208	1,208	<b>净利润</b>	<b>340</b>	<b>1,330</b>	<b>1,997</b>	<b>2,782</b>
应付账款、票据	1,738	8,865	13,771	17,878	少数股东损益	29	133	160	167
其他流动负债	2,736	2,736	2,736	2,736	<b>归母净利润</b>	<b>310</b>	<b>1,197</b>	<b>1,837</b>	<b>2,615</b>
流动负债合计	5,682	12,809	17,716	21,822					
<b>非流动负债：</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	90	90	90	90	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	760	760	760	760	营业收入增长率	84.9%	357.7%	52.6%	29.8%
非流动负债合计	850	850	850	850	归母净利润增长率	125.7%	285.8%	53.6%	42.3%
负债合计	6,533	13,659	18,566	22,673	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	27.8%	20.4%	18.9%	18.9%
股本	1,627	1,627	1,627	1,627	四项费用/营收	16.3%	10.5%	9.2%	8.5%
股东权益	2,458	3,506	5,071	7,237	净利率	8.9%	7.6%	7.5%	8.0%
负债和所有者权益	8,991	17,166	23,637	29,910	ROE	12.6%	34.1%	36.2%	36.1%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	资产负债率	72.7%	79.6%	78.5%	75.8%
净利润	340	1330	1997	2782	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	29	133	160	167	总资产周转率	0.4	1.0	1.1	1.2
折旧摊销	67	89	159	178	应收账款周转率	3.4	4.6	5.3	5.7
公允价值变动	-4	0	0	0	存货周转率	2.6	2.8	3.1	3.3
营运资金变动	-340	-2412	-506	8	<b>每股数据（元/股）</b>				
经营活动现金净流量	92	-861	1810	3135	EPS	0.19	0.74	1.13	1.61
投资活动现金净流量	-849	74	145	165	P/E	78.4	20.3	13.2	9.3
筹资活动现金净流量	754	-371	-522	-705	P/S	6.3	1.4	0.9	0.7
现金流量净额	-3	-1,158	1,432	2,596	P/B	10.1	7.3	5.1	3.6

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## ■ 电力设备新能源组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

张涵：电力设备组组长，金融学硕士，中山大学理学学士，4年证券行业研究经验，研究方向为受益于新能源发展的新材料公司。

臧天津：金融工程硕士，CFA、FRM持证人。上海交通大学金融本科，4年金融行业研究经验，研究方向为新能源光伏行业。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。