

# 信义山证汇通天下

证券研究报告

其他专用机械

双良节能 (600481.SH)

买入-A(首次)

2022年9月4日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

➤ 公司披露2022年上半年报。2022年上半年，公司实现营业收入43.0亿元，同比+243.9%；实现归母净利润3.5亿元，同比+244.7%。其中，22Q2实现营业收入25.6亿元，同比+214.2%，环比+47.7%；实现归母净利润2.3亿元，同比+209.7%，环比+92.3%。

事件点评

➤ **公司细分业务全面增长，在手订单饱满。**22H1公司单晶硅/节能节水系统/多晶硅还原炉及其他收入分别为20.7/12.4/9.9亿元，其中，节能节水系统/多晶硅还原炉及其他业务收入<sup>yoy+24.4%/+288.8%</sup>，收入贡献率分别为48.1%/28.8%/23.1%。截至上半年末，公司合同负债和存货均创新高，其中合同负债18.3亿元，同比+80.5%/较年初+64.2%；存货20.6亿元，同比+203.3%/较年初+95.5%。公司在手订单饱满，增长确定性高。

➤ **光伏业务迎来爆发，跳跃式布局成效突出。**(1) 多晶硅还原炉（江苏双良新能源装备有限公司），受益于光伏行业旺盛的装机需求，多晶硅硅料价格持续坚挺，硅料企业扩产加速。公司多晶硅还原炉系统市占率居首位，产能同比提升三倍，随着硅料大规模的扩产，公司还原炉设备有望持续受益。(2) 硅片端（硅片双良硅材料（包头）有限公司），尺寸M10/G12、型号P/N等硅棒/硅片均陆续出货，截止上半年末，单晶一厂560台单晶炉和单晶二厂800台单晶炉均已全部投产运行、满负荷生产，产能已超20GW，预计年内公司大尺寸硅棒/硅片实际产能将实现50GW。(3) 组件端（公司成立双良新能科技（包头）有限公司），组件项目建设一期5GW，有望年内投产。

➤ **节能节水业务快速增长，继续维持多领域市占率第一。**(1) 溴冷机（热泵）业务，换热器业务立足稳定增长的空分市场，维持第一的市场份额并大力拓展了多晶硅行业客户，延伸至石化、半导体等行业。(2) 空冷业务，充分发挥现有钢塔的技术和经验优势，在电力、煤化工等领域维持着第一的市场占有率，工业循环水冷却项目的客户接受度逐步提升。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司光伏业务迎来爆发，跳跃式布局成效显著，扩产规划持续落地，将充分受益于行业高景气度。预计公司2022-2024年归母净利润分别为9.8/16.8/20.9亿元，同比分别增长215.5%/71.7%/24.4%，对应EPS分别为0.52/0.90/1.12元，对应于9月2日收盘价15.66元，PE分别为29.9/17.4/14.0倍。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；募投项目进展不及预期；疫情反复对经

市场数据：2022年9月2日

收盘价（元）:	15.66
年内最高/最低（元）:	20.05/8.64
流通A股/总股本(亿):	16.27/18.71
流通A股市值（亿）:	254.83
总市值（亿）:	292.95

基础数据：2022年6月30日

基本每股收益:	0.22
摊薄每股收益:	0.22
每股净资产(元):	1.73
净资产收益率:	13.57

分析师：

徐风

执业登记编码：S0760519110003

电话：0351-8686970

邮箱：xufeng@sxzq.com



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





营的影响。

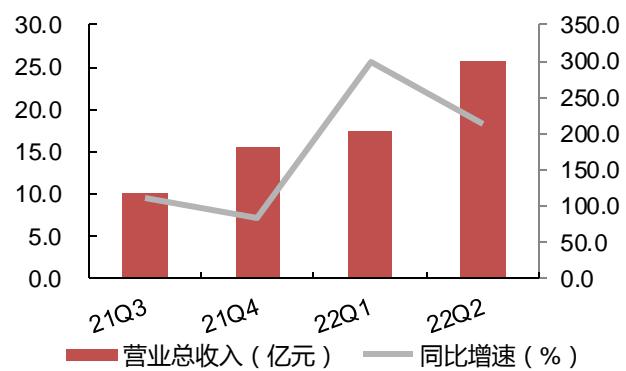
**财务数据与估值:**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,072	3,830	13,339	20,679	26,051
YoY(%)	-18.0	84.9	248.3	55.0	26.0
净利润(百万元)	137	310	978	1,680	2,090
YoY(%)	-33.5	125.7	215.5	71.7	24.4
毛利率(%)	29.5	27.8	28.8	28.8	28.8
EPS(摊薄/元)	0.07	0.17	0.52	0.90	1.12
ROE(%)	6.1	13.8	29.1	34.2	30.3
P/E(倍)	213.2	94.5	29.9	17.4	14.0
P/B(倍)	13.3	12.2	8.7	5.9	4.2
净利率(%)	6.6	8.1	7.3	8.1	8.0

数据来源：最闻数据，山西证券研究所

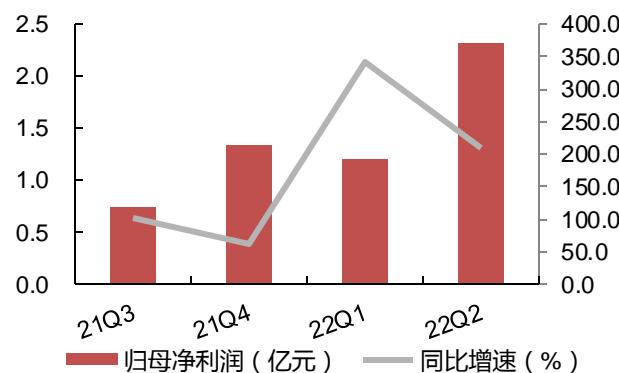


图1：公司最近四个季度营收及增速



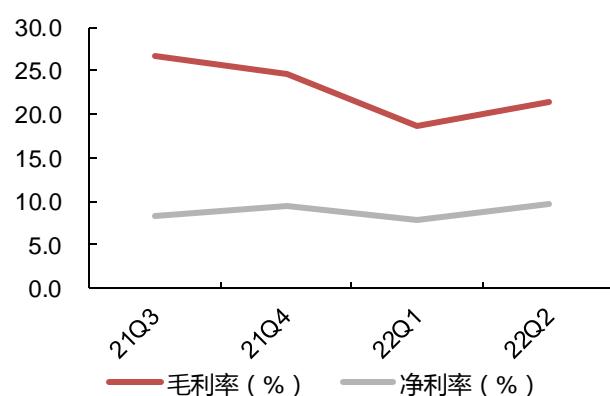
资料来源：WIND，山西证券研究所

图2：公司最近四个季度归母净利润及增速



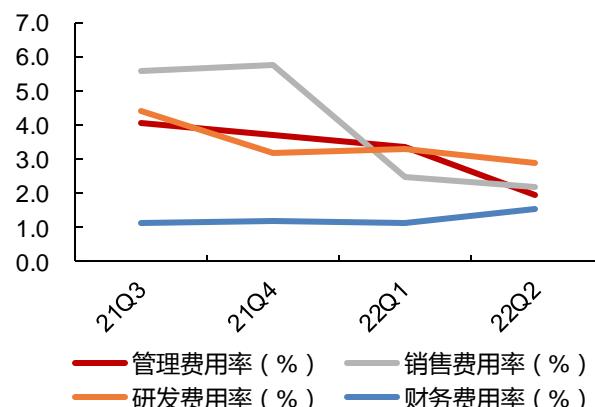
资料来源：WIND，山西证券研究所

图3：公司最近四个季度毛利率及净利率



资料来源：WIND，山西证券研究所

图4：公司最近四个季度费用率



资料来源：WIND，山西证券研究所



## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3194	4953	14913	15365	24293
现金	1220	1912	3399	4969	7397
应收票据及应收账款	759	1086	5341	4623	7929
预付账款	131	260	1102	1010	1651
存货	443	1053	4092	3878	6159
其他流动资产	641	642	979	885	1157
<b>非流动资产</b>	915	4038	5202	6200	6718
长期投资	271	274	277	282	287
固定资产	443	1116	2021	2767	3326
无形资产	90	296	320	355	399
其他非流动资产	110	2351	2584	2796	2707
<b>资产总计</b>	4109	8991	20115	21565	31012
<b>流动负债</b>	1893	5682	15566	15410	22803
短期借款	381	1208	1208	1208	1208
应付票据及应付账款	696	1738	6633	6335	9996
其他流动负债	815	2736	7725	7867	11600
<b>非流动负债</b>	4	850	837	823	805
长期借款	0	90	77	62	45
其他非流动负债	4	760	760	760	760
<b>负债合计</b>	1897	6533	16403	16232	23608
少数股东权益	14	52	84	146	222
股本	1632	1627	1871	1871	1871
资本公积	26	1	1	1	1
留存收益	550	829	1342	2353	3897
归属母公司股东权益	2198	2406	3628	5187	7181
<b>负债和股东权益</b>	4109	8991	20115	21565	31012

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2072	3830	13339	20679	26051
营业成本	1461	2764	9504	14723	18542
营业税金及附加	18	30	105	163	205
营业费用	211	238	1095	1491	2009
管理费用	126	176	701	1100	1318
研发费用	86	166	560	876	1109
财务费用	13	45	111	139	96
资产减值损失	-16	-33	-70	-121	-179
公允价值变动收益	20	-4	8	9	8
投资净收益	1	15	6	8	7
<b>营业利润</b>	159	400	1207	2082	2610
营业外收入	7	9	14	12	11
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	166	408	1219	2094	2619
所得税	31	68	209	352	453
<b>税后利润</b>	136	340	1011	1742	2167
少数股东损益	-2	29	32	62	76
<b>归属母公司净利润</b>	137	310	978	1680	2090
EBITDA	209	499	1366	2280	2824

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-18.0	84.9	248.3	55.0	26.0
营业利润(%)	-31.8	150.8	201.8	72.6	25.3
归属于母公司净利润(%)	-33.5	125.7	215.5	71.7	24.4
<b>盈利能力</b>					
毛利率(%)	29.5	27.8	28.8	28.8	28.8
净利率(%)	6.6	8.1	7.3	8.1	8.0
ROE(%)	6.1	13.8	29.1	34.2	30.3
ROIC(%)	4.8	7.8	18.7	24.6	23.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.2	72.7	81.5	75.3	76.1
流动比率	1.7	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	1.1	0.5	0.6	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	2.2	4.2	4.2	4.2	4.2
应付账款周转率	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
<b>估值比率</b>					
P/E	213.2	94.5	29.9	17.4	14.0
P/B	13.3	12.2	8.7	5.9	4.2
EV/EBITDA	136.4	59.3	20.5	11.6	8.5

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	334	92	2834	3061	3456
净利润	136	340	1011	1742	2167
折旧摊销	56	70	150	237	315
财务费用	13	45	111	139	96
投资损失	-1	-15	-6	-8	-7
营运资金变动	127	-429	1576	960	893
其他经营现金流	4	81	-8	-9	-8
<b>投资活动现金流</b>	42	-849	-1301	-1218	-818
<b>筹资活动现金流</b>	-215	754	-46	-274	-209
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.17	0.52	0.90	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.05	1.52	1.64	1.85
每股净资产(最新摊薄)	1.18	1.29	1.81	2.64	3.71

数据来源：最闻数据、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人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，本人承诺，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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

**免责声明：**

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未

经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

