

2023年3月1日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

硅料设备龙头跳跃式布局硅片&组件业务，再启新成长曲线

增持 (首次)

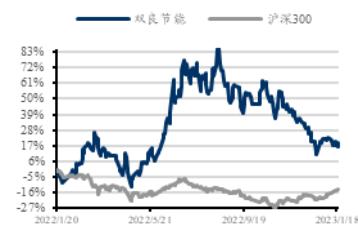
| 盈利预测与估值 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 3,830 | 13,359 | 27,689 | 33,940 |
| 同比 (%) | 85% | 249% | 107% | 23% |
| 归母净利润 (百万元) | 310 | 1,008 | 2,217 | 2,824 |
| 同比 (%) | 126% | 225% | 120% | 27% |
| 每股收益 (元/股) | 0.17 | 0.54 | 1.19 | 1.51 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 76.18 | 23.44 | 10.66 | 8.36 |

关键词: #第二曲线

投资要点

- 双良节能: 节能节水设备龙头, 成功进军光伏新赛道。**双良以节能设备起家, 2015 年双良新能源注入上市公司体内, 切入光伏多晶硅还原炉业务, 2021 年以来布局硅片&组件业务, 公司业绩重心切换至光伏新能源业务。2017-2021 年公司节能节水设备占营收比重 70%-80%, 光伏还原炉&硅片占比持续提升, 2022H1 占比达到 71%。2017-2021 年公司总营收和归母净利润分别由 17.2/0.96 亿元增长至 38.3/3.1 亿元, CAGR 分别为 22%/34%, 2022Q1-Q3 营收和归母净利润分别为 87.5/8.3 亿元, 同比增长 286%/369%, 主要系多晶硅还原炉实现规模交付、硅片业务放量。
- 第一成长曲线: 双良由节能节水设备商成长为综合方案提供商。**节能节水设备下游应用较广, 双良多项产品行业领先, 溴冷机在工业余热应用领域市占率较高, 换热器在高端空分换热器领域具备市场龙头地位, 空冷器在火电、煤化工等领域市占率第一。近年来公司溴冷机和换热器的毛利率稳定在 30% 左右, 空冷器毛利率稳定在 25% 左右。
- 第二成长曲线: 硅料扩产带动设备需求, 双良为龙头充分受益。**硅料供不应求下硅料厂积极扩产, 1 万吨硅料产能对应还原炉系统价值量为 8000 万元左右, 考虑到新增及更新替换需求, 我们预计到 2025 年还原炉市场空间有望超 180 亿元, 2022-2025 年 CAGR 达 31%。双良还原炉规格丰富, 具有单炉产能大、单位电耗低等优势, 主要客户包括大全、亚洲硅业等头部硅料厂, 行业占有率达到 65% 以上, 2022 年双良节能公告的多晶硅还原炉系统新签订单合计约 41 亿元, 同比+160%。
- 第三成长曲线: 由设备拓展至硅片&组件业务, 双良跳跃式布局。**2021 年双良依托光伏多晶硅还原炉切入硅片&组件业务, 目前硅片仍存在技术变革, 新进入者均采用新设备, 具备一定后发优势, 过去硅料供应不足使得硅片盈利性较好, 未来需要关注石英坩埚供应、硅料价格下降后供需关系变化、硅片新进入者增多使得降本为竞争核心等。双良作为新玩家, 积极扩产获得规模效应, 2022 年产能约 33GW, 2023 年有望达 50GW+; 硅料还原炉&硅片&组件的跳跃式产业布局, 协同效应明显。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计双良节能 2022-2024 年归母净利润分别为 10/22/28 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 23/11/8 倍。公司传统节能节水设备业务稳定增长, 多晶硅还原炉受益于下游积极扩产&龙头地位带来充足订单, 硅片、组件等业务快速放量, 且 2023-2024 年估值低于行业平均水平, 故首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 硅料产能扩张不及预期, 硅片行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 12.63 |
| 一年最低/最高价 | 8.91/20.05 |
| 市净率(倍) | 3.53 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 20,552.24 |
| 总市值(百万元) | 23,626.45 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 3.58 |
| 资产负债率(% ,LF) | 71.17 |
| 总股本(百万股) | 1,870.66 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,627.26 |

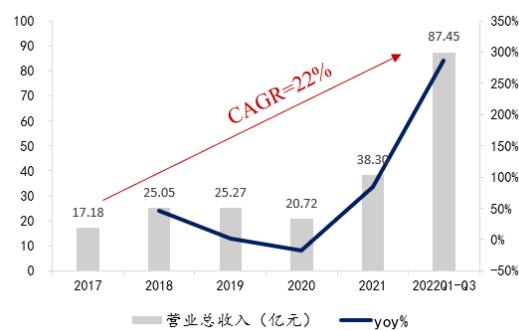
相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢周尔双和刘晓旭的指导。

双良节能聚焦双碳目标，“节能节水+光伏新能源”双轮驱动发展。双良节能以溴冷机起家，后陆续开展换热器、空冷器业务，成为节水节能设备龙头；2015年切入光伏设备赛道，子公司江苏双良新能源装备有限公司注入上市公司体内，主营光伏多晶硅还原炉；2021年成立孙公司双良硅材料（包头）有限公司并在包头建设两期40GW大尺寸单晶硅片项目，切入下游硅片行业；2022年成立孙公司双良新能科技（包头）有限公司，正式进军光伏组件市场，至此光伏新能源板块布局愈发完善。

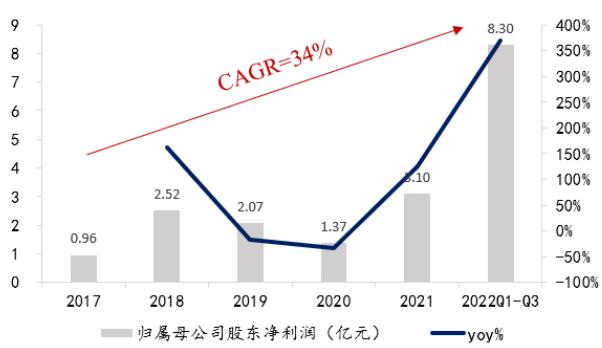
受益于光伏新能源业务的推动，公司业绩增长明显。公司2017-2021年营业收入和归母净利润分别由17.2亿元、0.96亿元增长至38.3亿元、3.1亿元，年均复合增长率为22%、34%。2020年受新冠疫情影响产能恢复滞后、项目工期延后及部分订单推迟使得业绩有所下滑。2022年前三季度营收和归母净利润分别为87.5亿元、8.3亿元，同比+286%、+369%，主要系多晶硅还原炉订单实现规模交付、硅片业务放量；2022年公司预计实现归母净利润9.5-10.5亿元，同比增长206.3%-238.6%。

图1：2017-2021年公司营业收入CAGR达22%



数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

图2：2017-2021年公司归母净利润CAGR达34%



数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

产品结构优化+控费能力优异，盈利能力有望持续提升。2022年前三季度毛利率为20.4%，同比-9.6pct，主要系硅料价格处于高位且产能仍处于爬坡阶段，导致硅片业务毛利率为负。2022年前三季度期间费用率为8.1%，同比-9.9pct，其中管理费用率和销售费用率分别为5.1%、1.9%，同比-5.3pct、-4.6pct，主要系公司收入快速增加，稀释管理和销售费用率。2022年前三季度销售净利率为10.2%，同比+1.7pct，受益于优异的控费能力，期间费用率呈下降趋势，公司销售净利率水平稳中有升。未来随着硅片等新业务快速放量、期间费用管控持续优化，公司盈利能力有望进一步提升。

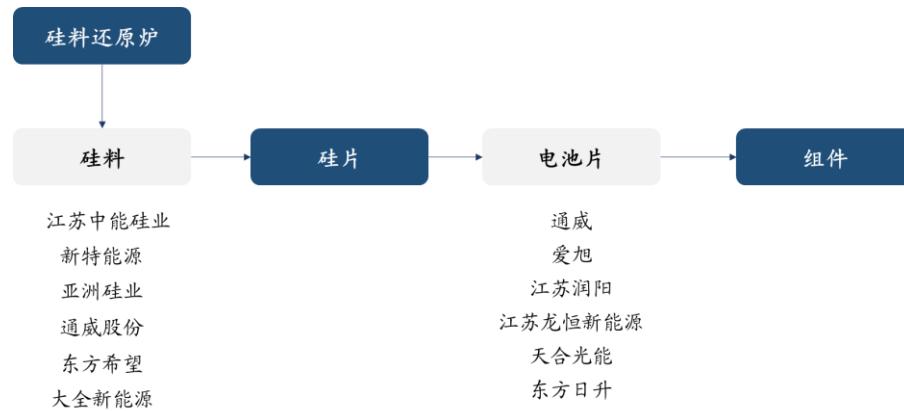
第一成长曲线：节能节水设备下游广，双良多领域产品领先。1) 溴冷机：主要用于工业余热应用行业，双良拥有近40年经验。溴冷机多用于工业余热制冷。公司溴冷机业务将下游领域做深做细，保障细分赛道行业龙头地位；2) 换热器：下游应用广泛，双良积极拓展光伏多晶硅等市场。公司已为西门子、曼透平、神户制钢等多家企业提供了数千台换热设备；基于换热器在空分领域经验，2021年公司抓住光伏多晶硅市场机遇，先后获得通威、特变、大全、青海丽豪等多晶硅行业优质客户的换热器订单。3) 空冷器：节水效果显著，双良逐步转型EPC总包服务商。空冷器能够在缺水地区取代水冷

却实现冷却功能，可大量节约工业水资源。双良逐渐从空冷器设备提供商转向 EPC 总包服务商，2016 年至今空冷系统 EPC 订单达 21.8 亿元。

第二成长曲线：硅料扩产带动设备需求，双良为龙头充分受益。目前硅料供不应求，价格较高刺激硅料厂积极扩产，利好还原炉等设备需求。根据公司投关活动记录，1 万吨硅料产能对应的多晶硅还原炉数量大概为 15-17 台套，所对应的价值量在 5000 万元左右，如果 1 台还原炉再配以 1 套撬块（价值量 3000 万元/套），则 1 万吨硅料产能对应的多晶硅还原炉系统价值量为 8000 万元左右。考虑到下游硅料厂新增产能带来的设备需求，同时假设还原炉系统更新替换周期约为 5 年，则我们预计到 2025 年还原炉市场空间有望超 180 亿元，2022-2025 年 CAGR 达 31%。双良还原炉规格丰富，具有单炉产能大、单位电耗低等优势，主要客户包括新疆大全、亚洲硅业等头部硅料厂，行业占有率为 65%，2022 年公司公告的多晶硅还原炉系统新签订单约 41 亿元，同比+160%。

第三成长曲线：由设备拓展至硅片&组件，双良作为新玩家具备后发优势。1) 产品品质：多项生产指标领先同行，满足硅片 N 型化需求。生产指标来看，长晶速度、放肩次数、成晶率和整棒率均优于行业平均水平；从硅片品质来看，氧含量和少子寿命均高于同行，碳含量、电阻率和转换效率与行业平均水平持平，能够顺应硅片 N 型化发展趋势。2) 成本优势：积极扩产享规模效应，硅料&非硅成本优势显著。①规模效应：双良目前共规划了 90GW 拉晶与 40GW 切片产能，产能扩张速度较快；②硅料成本：与硅料厂签订长单，保障硅料的供应量&价格。③非硅成本：采用最新先进生产设备降低非硅成本。3) 客户优势：硅料还原炉&硅片&组件的跳跃式产业布局协同效应明显。

图 3：双良采取跳跃式产业链布局，协同效应明显（注：蓝色为双良布局环节）



数据来源：双良节能公告，东吴证券（香港）

盈利预测：我们预计双良节能 2022-2024 年归母净利润分别为 10/22/28 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 23/11/8 倍。公司传统节能节水设备业务稳定增长，多晶硅还原炉受益于下游积极扩产&龙头地位带来充足订单，硅片、组件等业务快速放量，且 2023-2024 年估值低于行业平均水平，故首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示： 硅料产能扩张不及预期，硅片行业竞争加剧。

双良节能三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 4,953 | 22,013 | 35,399 | 42,194 | 营业总收入 | 3,830 | 13,359 | 27,689 | 33,940 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,924 | 7,318 | 12,109 | 16,846 | 营业成本(含金融类) | 2,764 | 10,930 | 22,637 | 27,508 |
| 经营性应收款项 | 1,571 | 7,844 | 12,024 | 13,455 | 税金及附加 | 30 | 80 | 152 | 170 |
| 存货 | 1,053 | 5,020 | 7,557 | 7,726 | 销售费用 | 238 | 601 | 1,191 | 1,188 |
| 合同资产 | 251 | 1,336 | 2,769 | 3,394 | 管理费用 | 176 | 534 | 1,052 | 1,188 |
| 其他流动资产 | 155 | 496 | 940 | 774 | 研发费用 | 166 | 534 | 1,108 | 1,358 |
| 非流动资产 | 4,038 | 3,959 | 3,880 | 3,801 | 财务费用 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 274 | 274 | 274 | 274 | 加:其他收益 | 76 | 401 | 831 | 509 |
| 固定资产及使用权资产 | 1,134 | 1,056 | 977 | 898 | 投资净收益 | 15 | 53 | 111 | 136 |
| 在建工程 | 1,879 | 1,879 | 1,879 | 1,879 | 公允价值变动 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 288 | 288 | 288 | 288 | 减值损失 | -91 | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 14 | 14 | 14 | 14 | 营业利润 | 400 | 1,133 | 2,491 | 3,174 |
| 其他非流动资产 | 449 | 449 | 449 | 449 | 营业外净收支 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 8,991 | 25,973 | 39,280 | 45,995 | 利润总额 | 408 | 1,133 | 2,491 | 3,174 |
| 流动负债 | 5,682 | 18,195 | 29,285 | 33,176 | 减:所得税 | 68 | 125 | 274 | 349 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 1,392 | 1,392 | 1,392 | 1,392 | 净利润 | 340 | 1,008 | 2,217 | 2,824 |
| 经营性应付款项 | 1,738 | 10,407 | 14,745 | 15,819 | 减:少数股东损益 | 29 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 1,116 | 4,919 | 10,187 | 12,379 | 归属母公司净利润 | 310 | 1,008 | 2,217 | 2,824 |
| 其他流动负债 | 1,436 | 1,477 | 2,961 | 3,587 | | | | | |
| 非流动负债 | 850 | 850 | 850 | 850 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.17 | 0.54 | 1.19 | 1.51 |
| 长期借款 | 90 | 90 | 90 | 90 | EBIT | 453 | 1,079 | 2,380 | 3,038 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 527 | 1,168 | 2,469 | 3,127 |
| 租赁负债 | 12 | 12 | 12 | 12 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 748 | 748 | 748 | 748 | | | | | |
| 负债合计 | 6,533 | 19,045 | 30,135 | 34,027 | 毛利率(%) | 27.84 | 18.18 | 18.25 | 18.95 |
| 归属母公司股东权益 | 2,406 | 6,875 | 9,092 | 11,916 | 归母净利率(%) | 8.10 | 7.55 | 8.01 | 8.32 |
| 少数股东权益 | 52 | 52 | 52 | 52 | 收入增长率(%) | 84.87 | 248.81 | 107.28 | 22.57 |
| 所有者权益合计 | 2,458 | 6,927 | 9,144 | 11,969 | 归母净利润增长率(%) | 125.68 | 225.06 | 119.90 | 27.41 |
| 负债和股东权益 | 8,991 | 25,973 | 39,280 | 45,995 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 重要财务与估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 92 | 1,890 | 4,690 | 4,611 | 每股净资产(元) | 1.48 | 3.68 | 4.86 | 6.37 |
| 投资活动现金流 | -849 | 43 | 101 | 126 | 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 | 754 | 3,461 | 0 | 0 | ROIC(%) | 11.53 | 15.52 | 22.23 | 22.44 |
| 现金净增加额 | 0 | 5,395 | 4,791 | 4,737 | ROE-摊薄(%) | 12.89 | 14.66 | 24.38 | 23.70 |
| 折旧和摊销 | 74 | 88 | 89 | 89 | 资产负债率(%) | 72.66 | 73.33 | 76.72 | 73.98 |
| 资本开支 | -855 | -10 | -10 | -10 | P/E (现价&最新股本摊薄) | 76.18 | 23.44 | 10.66 | 8.36 |
| 营运资本变动 | -429 | 847 | 2,495 | 1,833 | P/B (现价) | 8.54 | 3.44 | 2.60 | 1.98 |

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。

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户提供。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>