

2023 年 08 月 08 日

固定收益研究团队

双良转债投资价值分析：进军新能源的节能节水龙头

——固收专题

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

梁吉华（联系人）

liangjihua@kysec.cn

证书编号：S0790121120045

● 正股分析：进军新能源的节能节水龙头

双良节能以节能节水业务起家，积极进军光伏新能源领域。公司节能节水业务包括溴冷机、换热器、空冷器，新能源业务多晶硅还原炉、硅片和组件。

夯实还原炉龙头地位，深化光伏产业链布局。公司从硅料还原炉设备出发，在产业链中分别布局硅片和组件业务，“蛙跳式”布局形成紧密的上下游合作关系。公司是多晶硅还原炉龙头，推出的第二代 40 对棒还原炉是目前国内多晶硅生产的主导炉型，受益于上游硅料厂商不断扩产，公司还原炉营收大幅增长，2022 年同比增长 196.89%，2020-2022 年毛利率维持在 30% 以上。硅片业务充分发挥后发优势，产能持续增加，公司 40GW 大尺寸单晶硅一期项目（20GW）所生产的单晶硅产品具备高少子寿命、高集中度、高均匀性；低金属、低氧、低碳；大尺寸、薄片化及 P/N 型兼容等特点。本次发行转债募资用于 40GW 单晶硅二期项目（20GW），未来还有 50GW 大尺寸单晶硅拉晶项目规划，有利于进一步扩大产能。组件方面，公司的高效光伏组件一期项目（5GW）产能正在快速爬坡中，未来还有 20GW 二期项目规划。

节能节水设备业务有望迎来新发展。“双碳”目标驱动下，节能节水设备行业长期成长动力充足。公司溴冷机业务以余热利用、节能减排为核心技术主线，覆盖领域广泛，形成了六大产品体系；公司高效换热器设备主要运用于大型空气压缩分离系统，目前已为高端空分换热器领域领先核心生产商，换热器业务还积极切入石化、氨纶、多晶硅、地热等领域，满足不同工业领域的节能降耗需求。空冷器业务在火电、煤化工领域保持领先地位，火电项目有所回暖应对新能源发电的日内供需错配，空冷器作为工业冷却系统的核心部分，将大幅受益于火电回暖。公司发挥在节能节水领域多年的技术和经验积淀，形成了业务协同优势，公司不同节能节水设备产品下游均涉及高能耗工业领域，且原材料和制造工艺相似，有助于公司在采购和制造过程中获得规模和共享优势，产品线之间亦可以共享客户资源，实现业务协同和突破创新。

● 转债分析：发行规模较大，正股估值较低

双良转债发行规模 26 亿元，规模较大，预计发行后流动性较好。转股对股本的摊薄压力中等，对流通股稀释率是 10.28%。正股的估值处于历史较低水平，截至 8 月 7 日，公司的 PE（TTM）16.28X，处于近五年以来 6.74% 分位数；同行业可比公司中，公司估值分位数处于中等水平。正股近 100 周年化波动率是 50.60%，弹性较强。转债债底保护较好，面值对应的 YTM 为 2.40%，纯债价值是 91.69 元；平价为 96.78 元，上市交易后大概率是偏股型转债。转债条款常规设置，不能破净下修。参考可比转债隆华转债、高测转债以及最近上市转债表现，以当前平价计算，我们预计双良转债转股溢价率在 30%-40%，上市价格在 125.82-135.50 元；参考近一年已发行转债申购和中签情况，预计双良转债中签率在 0.006470%-0.007770% 之间。

● **风险提示：**行业竞争加剧；新建产能释放不及预期；原材料价格波动。

相关研究报告

《金宏气体深度报告：民营工业气体龙头，纵横发展加速成长》-2023.5.30

《工业气体行业深度报告：以林德气体为鉴，工业气体行业成长空间广阔》-2023.7.11

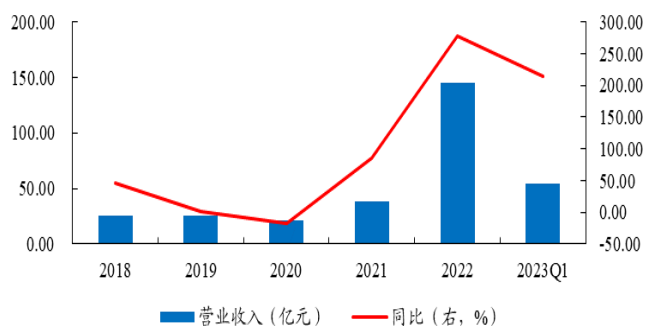
《基础化工行业周报：从海外视角看电子特气国产化》-2023.7.9

附表 1：双良转债申购信息

转债基本信息	
转债名称/代码	双良转债/110095.SH
正股名称/代码	双良节能/600481.SH
评级	AA
发行额(亿元)	26.00
期限(年)	6
利率	0.2%; 0.5%; 1.0%; 1.5%; 1.8%; 2.0%
转股价(元)	12.13
平价(元)	96.78
提前赎回条款	转股期, 15/30, 130%
下修条款	存续期, 15/30, 85%
有条件回售条款	最后两个计息年度, 30/30, 70%
存续期限	2023-08-08 至 2029-08-08
转股起始日期	2024-02-14
原始股东股权登记日	2023-08-07
网上申购及配售日期	2023-08-08
增信措施	无担保

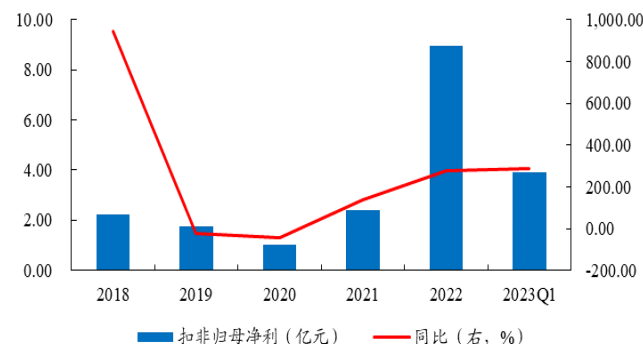
资料来源：Wind、开源证券研究所

附图 1：公司营收 2020 年来增长较快



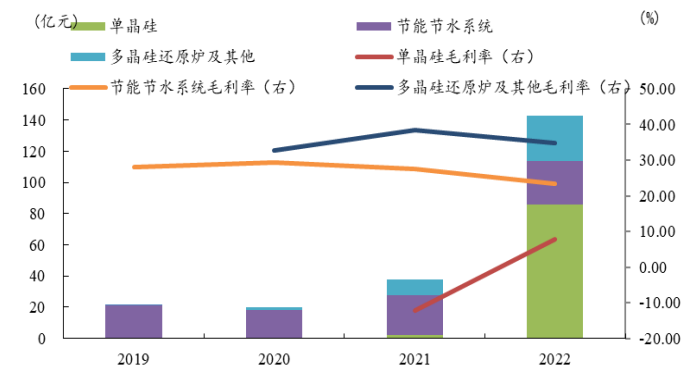
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：公司扣非归母净利润 2020 年来增长较快



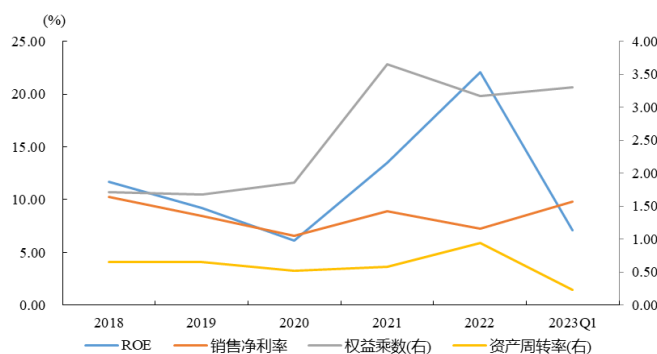
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：节能节水设备、新能源为公司核心业务



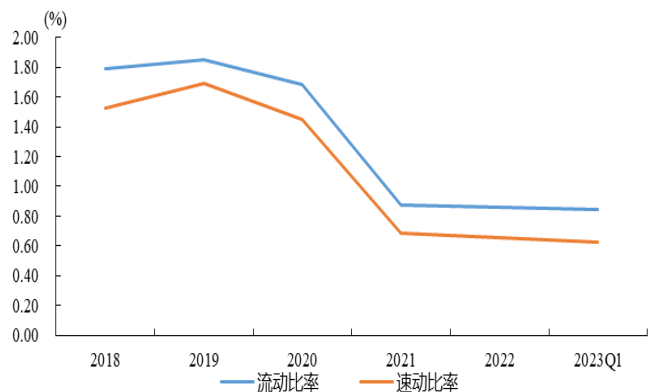
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：2020-2022 资产周转率上升带动 ROE 提高



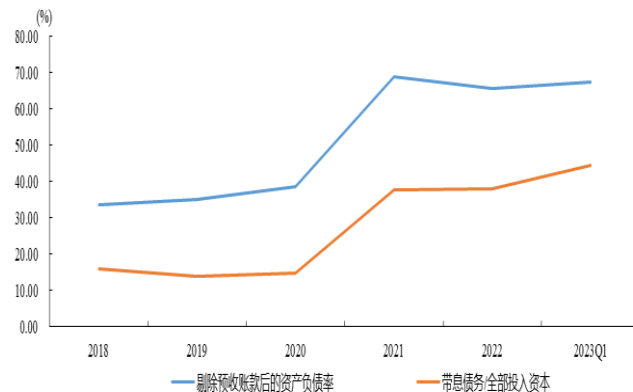
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：公司短期偿债能力 2021 年来保持稳定



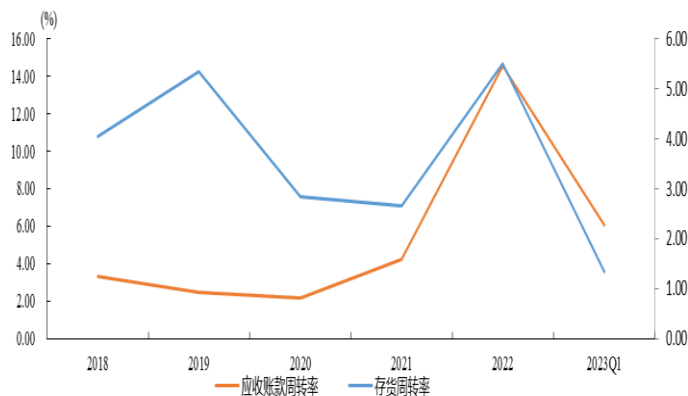
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：公司的中长期负债率 2020 年来有所上升



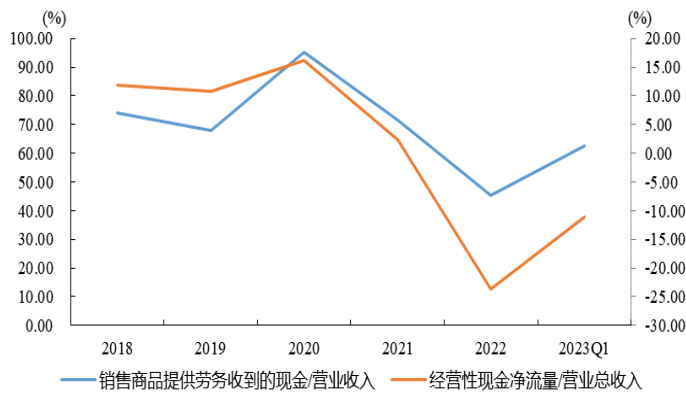
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：公司的营运能力 2020-2022 年不断上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：公司营收收现能力 2023Q1 有所回升



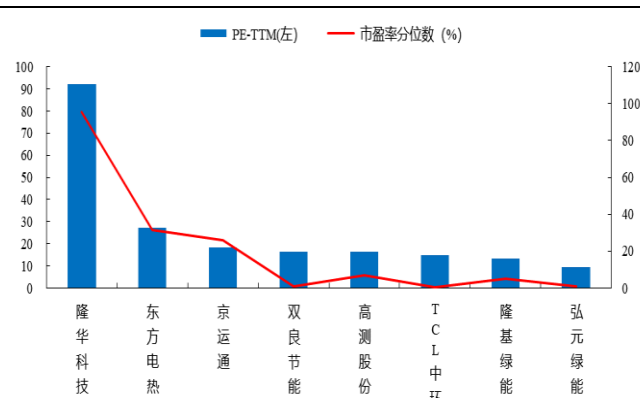
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 9：公司估值处于历史较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2023/8/7）

附图 10：公司估值在可比公司中处于中等水平



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2023/8/7）

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn