



双良节能 (600481.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

硅片量利显著修复，设备业务稳定增长

业绩简评

10月20日公司披露三季报，前三季度实现营收187.88亿元，同比增长115%；实现归母净利润14.03亿元，同比增长69%；实现扣非归母净利13.13亿元，同比增长65%。其中，Q3实现归母净利润7.85亿元，同比增长65%、环比增长575%。业绩位于预告中值附近，符合预期。

经营分析

硅片 Q3 量利显著修复，经营现金流大幅转正。7月起光伏上游硅料价格企稳，终端观望需求逐步释放，硅片环节稼动率提升、价格反弹，预计公司 Q3 硅片出货环比显著提升至约 10GW，单位盈利明显修复。硅片业务回暖带动下，Q3 公司经营活动产生的现金流 5.41 亿元，环比大幅转正，现金流经营质量大幅改善。公司单晶硅片产能快速增长，2022 年底已提升至 40GW，随 Q4 国内集中式项目放量，全年硅片出货有望达到 30-35GW。公司提前锁定进口石英砂供给有效保障硅片出货及成本，同时有望依托先进产能带来的后发优势持续降本。

节能节水业务稳定增长，还原炉持续交付，氢能系统贡献新的业绩增长点。Q3 公司节能节水装备在客户节能减排需求的驱动下销售稳定增长，多晶硅还原炉及撬块等新能源装备订单持续交付，预计收入及业绩稳定增长。节能节水装备方面，公司在手订单充足，火电空冷和煤化工空冷市场占有率保持领先，同时发力循环水冷却市场打节水业务新增长点。新能源装备方面，10月17日公告与亚洲硅业签署 2.75 亿元多对棒还原炉设备及还原撬块订单，还原炉系统订单持续签订及交付，还原炉设备龙头地位稳固；此外，公司积极布局氢能源，拥有自主知识产权 2000Nm³/h 碱性电解槽已成功下线，全浸没式液冷换热模块 (CDM) 订单陆续释放，热管产品稳定出货，有望成为公司新的业绩增长点。

盈利预测、估值与评级

根据我们对硅片价格及竞争格局的最新判断，微调公司 2023-2025 年净利润至 21 (-10%)、30 (-7%)、36 (-7%) 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12/8/7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

竞争加剧风险、新业务拓展不及预期风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 (执业 S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

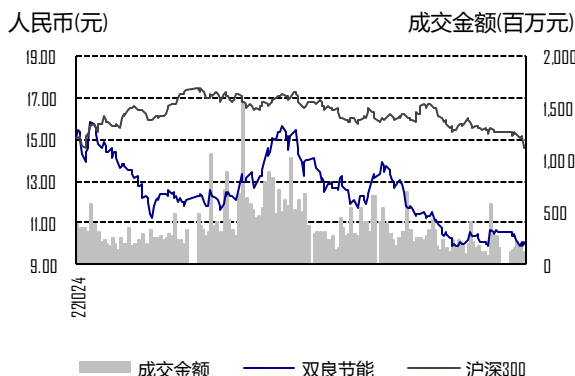
分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.10 元

相关报告：

- 1.《双良节能公司点评：硅片存货减值影响盈利释放，看好硅片量利修复...》，2023.8.27
- 2.《双良节能公司深度研究：设备业务多点开花，硅片+组件打开远期成...》，2023.5.16



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,830	14,476	23,977	27,996	33,569
营业收入增长率	84.87%	277.99%	65.63%	16.76%	19.90%
归母净利润(百万元)	310	956	2,090	2,987	3,643
归母净利润增长率	125.68%	208.27%	118.59%	42.92%	21.98%
摊薄每股收益(元)	0.191	0.511	1.117	1.597	1.947
每股经营性现金流净额	0.06	-1.83	2.11	2.64	3.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.89%	14.00%	24.86%	29.28%	30.20%
P/E	52.79	25.32	11.61	8.12	6.66
P/B	6.80	3.54	2.89	2.38	2.01

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,072	3,830	14,476	23,977	27,996	33,569
增长率	84.9%	278.0%	65.6%	16.8%	19.9%	
主营业务成本	-1,461	-2,764	-12,087	-19,640	-22,624	-27,076
%销售收入	70.5%	72.2%	83.5%	81.9%	80.8%	80.7%
毛利	611	1,066	2,390	4,337	5,373	6,493
%销售收入	29.5%	27.8%	16.5%	18.1%	19.2%	19.3%
营业税金及附加	-18	-30	-56	-84	-98	-117
%销售收入	0.9%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-211	-238	-236	-288	-336	-403
%销售收入	10.2%	6.2%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-126	-176	-282	-312	-364	-436
%销售收入	6.1%	4.6%	1.9%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-86	-166	-403	-599	-700	-839
%销售收入	4.2%	4.3%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	169	455	1,413	3,055	3,875	4,697
%销售收入	8.1%	11.9%	9.8%	12.7%	13.8%	14.0%
财务费用	-13	-45	-132	-196	-312	-363
%销售收入	0.6%	1.2%	0.9%	0.8%	1.1%	1.1%
资产减值损失	-32	-91	-122	-386	-78	-91
公允价值变动收益	20	-4	0	0	0	0
投资收益	1	15	14	-15	5	5
%税前利润	0.5%	3.7%	1.2%	n.a	0.1%	0.1%
营业利润	159	400	1,229	2,558	3,590	4,348
营业利润率	7.7%	10.4%	8.5%	10.7%	12.8%	13.0%
营业外收支	7	8	-4	-2	-2	-2
税前利润	166	408	1,225	2,556	3,588	4,346
利润率	8.0%	10.6%	8.5%	10.7%	12.8%	12.9%
所得税	-31	-68	-178	-383	-538	-652
所得税率	18.5%	16.7%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	136	340	1,046	2,172	3,050	3,694
少数股东损益	-2	29	90	83	64	51
归属于母公司的净利润	137	310	956	2,090	2,987	3,643
净利率	6.6%	8.1%	6.6%	8.7%	10.7%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	136	340	1,046	2,172	3,050	3,694
少数股东损益	-2	29	90	83	64	51
非现金支出	80	146	400	1,111	1,049	1,245
非经营收益	-8	35	198	311	382	455
营运资金变动	127	-429	-5,074	360	448	828
经营活动现金净流	334	92	-3,430	3,954	4,929	6,222
资本开支	-21	-855	-662	-4,933	-3,637	-3,107
投资	62	2	-120	-785	-49	-55
其他	2	3	-6	-1	5	5
投资活动现金净流	42	-849	-788	-5,719	-3,681	-3,157
股权募资	2	0	3,465	324	0	-321
债权募资	10	915	1,856	2,394	1,730	628
其他	-227	-160	-590	-1,096	-1,580	-1,915
筹资活动现金净流	-215	754	4,730	1,623	150	-1,609
现金净流量	159	0	519	-142	1,397	1,456

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,220	1,912	4,674	4,528	5,923	7,377
应收款项	1,046	1,364	1,756	2,779	3,245	3,720
存货	443	1,053	2,841	2,624	3,022	3,617
其他流动资产	485	625	2,570	2,364	2,634	3,029
流动资产	3,194	4,953	11,841	12,296	14,824	17,743
%总资产	77.7%	55.1%	54.0%	45.8%	46.2%	48.0%
长期投资	321	359	428	739	788	843
固定资产	450	2,996	8,725	12,502	15,038	16,895
%总资产	10.9%	33.3%	39.8%	46.5%	46.9%	45.7%
无形资产	92	310	500	800	909	985
非流动资产	915	4,038	10,103	14,574	17,267	19,253
%总资产	22.3%	44.9%	46.0%	54.2%	53.8%	52.0%
资产总计	4,109	8,991	21,943	26,870	32,091	36,996
短期借款	381	1,392	4,076	4,069	5,544	6,072
应付款项	751	2,864	7,429	8,170	9,414	11,268
其他流动负债	760	1,426	2,250	2,360	2,755	3,266
流动负债	1,893	5,682	13,755	14,600	17,714	20,605
长期贷款	0	90	170	670	770	870
其他长期负债	4	760	1,104	3,025	3,177	3,174
负债	1,897	6,533	15,029	18,295	21,661	24,650
普通股股东权益	2,198	2,406	6,829	8,407	10,199	12,063
其中：股本	1,632	1,627	1,871	1,871	1,871	1,871
未分配利润	153	418	1,326	2,580	4,372	6,558
少数股东权益	14	52	86	168	232	283
负债股东权益合计	4,109	8,991	21,943	26,870	32,091	36,996

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.084	0.191	0.511	1.117	1.597	1.947
每股净资产	1.347	1.479	3.650	4.494	5.452	6.449
每股经营现金净流	0.205	0.056	-1.833	2.114	2.635	3.326
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.447	0.639	0.779
回报率						
净资产收益率	6.25%	12.89%	14.00%	24.86%	29.28%	30.20%
总资产收益率	3.34%	3.45%	4.36%	7.78%	9.31%	9.85%
投入资本收益率	5.30%	9.63%	10.79%	16.66%	17.32%	18.52%
增长率						
主营业务收入增长率	-18.03%	84.87%	277.99%	65.63%	16.76%	19.90%
EBIT 增长率	-25.49%	169.92%	210.18%	116.21%	26.87%	21.21%
净利润增长率	-33.54%	125.68%	208.27%	118.59%	42.92%	21.98%
总资产增长率	6.57%	118.82%	144.06%	22.45%	19.43%	15.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	166.9	86.7	25.1	30.0	30.0	28.0
存货周转天数	87.3	98.8	58.8	53.0	53.0	53.0
应付账款周转天数	142.8	105.6	39.3	39.0	39.0	39.0
固定资产周转天数	78.0	106.4	177.6	149.8	148.6	133.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.38%	-17.96%	-8.21%	28.34%	25.02%	14.45%
EBIT 利息保障倍数	12.9	10.2	10.7	15.6	12.4	12.9
资产负债率	46.16%	72.66%	68.49%	68.09%	67.50%	66.63%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-05-16	买入	13.40	21.73~21.73
2	2023-08-27	买入	10.05	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究