

双良节能（600481.SH）

硅片盈利显著恢复，新能源设备业务加速转型

增持

核心观点

23Q3 实现归母净利润 7.85 亿元，同比增长 65%。2023 年 10 月 20 日，公司公告 2023 年前三季度实现营业收入 187.9 亿元（同比+115%），实现归母净利润 14.03 亿元（同比+69%），其中第三季度实现营收 66.59 亿元（同比+50%），单季度实现归母净利润 7.85 亿元（同比+65%）。公司硅片板块出货量快速增长，单 W 盈利显著修复，实现第三季度归母净利润环比增长 575%。

23Q3 硅片盈利显著恢复。Q3 硅料价格企稳并连续小幅上涨，我们估计公司拉晶端盈利从 Q2 的微亏恢复到 6 分/W 以上；前三季度公司拉晶端出货量约为 3.5/6/10GW。我们展望公司 Q4 出货量环比持平，在 10GW 左右。同时随着行业竞争加剧，我们估计单 W 盈利有所下降。2023 年拉晶出货量有望达到 30GW 以上，同比提升超过 130%，2024 年预期达到 45-50GW。

23Q3 设备盈利稳定。我们估计公司 Q3 还原炉设备板块营收约为 7 亿元左右，净利润在 1.4 亿元左右；同时节能节水设备板块保持每个季度 0.4-0.6 亿元经营业绩。我们预计 2023 年全年公司设备板块收入合计在 63 亿元左右。

从关联方收购子公司少数股权，实现还原炉业务制氢和液冷业务 100%控股。今年第三季度公司出资 6.7 亿元收购控股子公司江苏双良新能源装备有限公司 15%的股权，从而全资持股还原炉、制氢和 CDM 储能液冷系统业务。公司预计该子公司 2023 年将实现营业收入 28 亿元，净利润 7.6 亿元。

主业协同效应强，制氢系统与 CDM 液冷产品大有可为。公司从事真空换热技术研发和产品销售超过三十年，涉及诸多高能耗工业领域，产品线之间亦可以共享客户资源；公司以江苏双良低碳产业技术研究院有限公司为平台，积极开展节能和新能源技术研发。目前公司绿电制氢系统的车间已经投入运行，全浸没式液冷换热模块（CDM）订单陆续释放，新能源设备板块实现业务结构的转型升级。

风险提示：硅片行业竞争加剧，硅料行业产能投放不及预期等。

投资建议：公司是国内从事少数围绕用户侧市场资源和需求推出电解制氢系统的企业之一，同时基于液冷技术推出面向 GW 级别储能液冷解决方案，市场前景广阔。考虑到今年四季度硅片新产能投放存在竞争压力，基于审慎性原则，我们小幅下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 18.73/27.79/31.23 亿元（原预测值 19.3/27.33/32.27 亿元），维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3830 | 14476 | 24623 | 23731 | 29612 |
| (+/-%) | 84.9% | 278.0% | 70.1% | -3.6% | 24.8% |
| 净利润(百万元) | 310 | 956 | 1873 | 2779 | 3123 |
| (+/-%) | 125.7% | 208.3% | 95.9% | 48.4% | 12.4% |
| 每股收益(元) | 0.17 | 0.51 | 1.00 | 1.49 | 1.67 |
| EBIT Margin | 11.9% | 9.8% | 11.4% | 15.5% | 13.3% |
| 净资产收益率(ROE) | 13.5% | 20.7% | 25.0% | 29.3% | 25.5% |
| 市盈率(PE) | 59.2 | 19.2 | 9.8 | 6.6 | 5.9 |
| EV/EBITDA | 47.7 | 19.5 | 10.7 | 7.9 | 7.5 |
| 市净率(PB) | 7.5 | 2.7 | 2.2 | 1.7 | 1.3 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 增持(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 10.10 元 |
| 总市值/流通市值 | 18894/18894 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 16.68/9.86 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 186.08 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

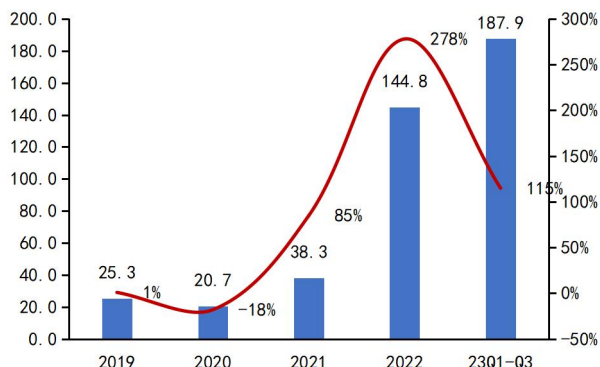
《双良节能（600481.SH）-半年度业绩预告点评：硅片存货跌价压力释放，储能与火电板块加速发展》——2023-07-19

《双良节能（600481.SH）-硅片业务进展顺利，装备制造稳健发展》——2023-05-11

《双良节能（600481.SH）-节能设备龙头发力光伏硅片业务，前瞻布局制氢设备》——2023-04-01

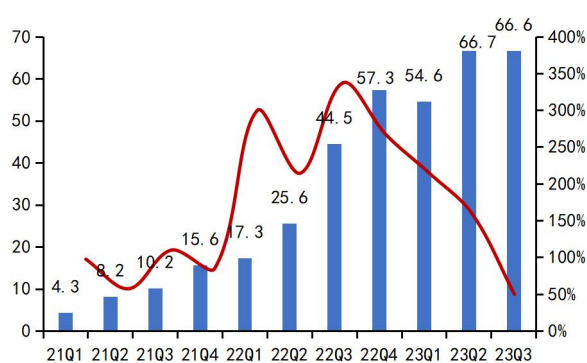
公司 2023 年前三季度实现营业收入 187.9 亿元（同比+115%），实现归母净利润 14.03 亿元（同比+69%），其中第三季度实现营收 66.59 亿元（同比+50%），单季度实现归母净利润 7.85 亿元（同比+65%）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



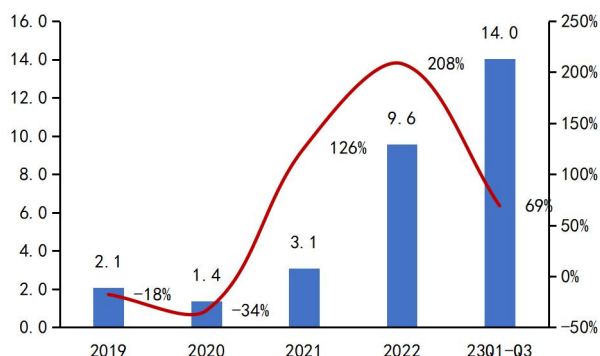
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



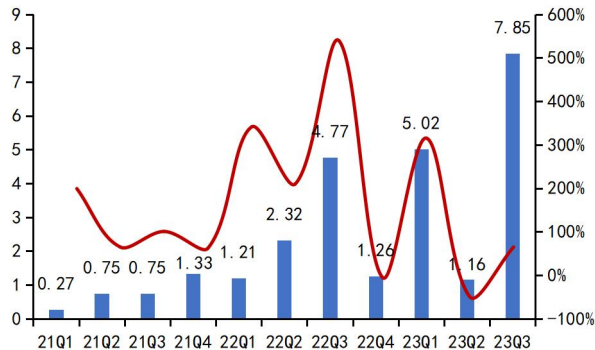
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

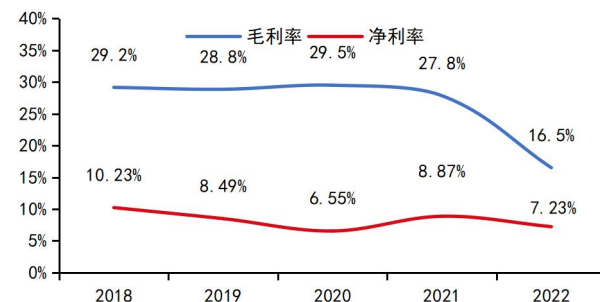
图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

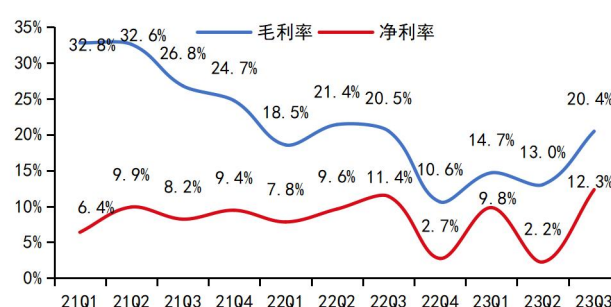
公司 2023 年第三季度实现毛利率 20.4%，同比下降 0.04pct，环比增长 7.4pct；实现净利率 12.3%，同比增长 0.9pct，环比增长 10.1pct。

图5：公司毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

我们估计公司 2023 年前三季度节能节水板块营业收入 22 亿元；单晶硅材料板块营收 143 亿元；新能源装备（还原炉等）板块营收 23 亿元。

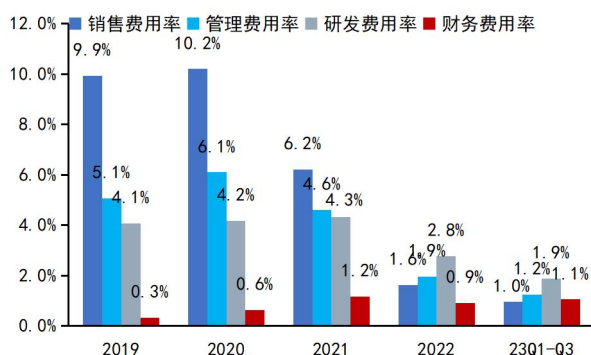
2023 年以来，公司溴冷机事业部在维持工业余热市场的基础上深耕清洁供热市场，此外，光伏、锂电等新能源板块以及白酒行业余热制冷制热需求，也为公司带来新的增量市场。依托公司在空分行业的品牌优势，公司高效换热器在空分领域销售稳定增长，同时，公司大力推广网格栅式超低压降加热器在 PTA 行业中的应用、以差异化竞争优势获得多晶硅行业市场多个订单。

2023 年我国火电行业持续复苏，在“双碳”的背景下，上半年公司空冷系统实现营业收入 7.2 亿元，同比增长 56%。我国“十四五”期间持续推进煤电节能降碳改造和新能源调峰灵活性改造，公司在火电空冷和煤化工空冷市场占有率保持领先地位。同时，公司发力循环水冷却市场，并配套循环水智能控制平台，打造节水业务新增长点。

2023 年上半年公司新能源装备公司（还原炉业务）实现营业收入 16.4 亿元，同比增长 65.02%，市场占有率在 65%以上，为通威、丽豪、润阳、宝丰等客户交付还原炉系统。另外，绿电制氢系统的车间已经投入运行，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。

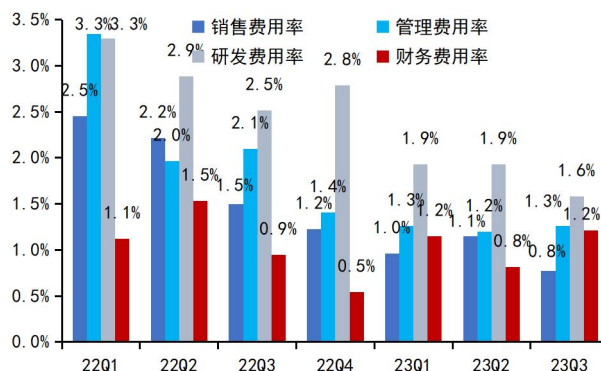
期间费用率方面，公司 2023 年前三季度期间费用率合计 5.2%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.0%/1.2%/1.9%/1.1%；其中 2023 年第三季度期间费用率合计 4.9%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.8%/1.3%/1.6%/1.2%。

图7：公司期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司是国内从事少数围绕用户侧市场资源和需求推出电解制氢系统的企业之一，同时基于液冷技术推出面向 GW 级别储能液冷解决方案，市场前景广阔。考虑到今年四季度硅片新产能投放存在竞争压力，基于审慎性原则，我们小幅下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 18.73/27.79/31.23 亿元（原预测值 19.3/27.33/32.27 亿元），维持“增持”评级。

财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 现金及现金等价物 | 1912 | 4674 | 10153 | 9428 | 1000 | 营业收入 | 3830 | 14476 | 24623 | 23731 | 29612 |
| 应收款项 | 1086 | 915 | 1687 | 3901 | 4868 | 营业成本 | 2764 | 12087 | 20466 | 18702 | 24081 |
| 存货净额 | 1053 | 2841 | 2523 | 2306 | 2969 | 营业税金及附加 | 30 | 56 | 95 | 91 | 114 |
| 其他流动资产 | 380 | 1849 | 1023 | 935 | 1204 | 销售费用 | 238 | 236 | 318 | 405 | 438 |
| 流动资产合计 | 4953 | 11841 | 16344 | 17458 | 11144 | 管理费用 | 176 | 282 | 373 | 407 | 462 |
| 固定资产 | 2996 | 8725 | 8138 | 7551 | 22966 | 研发费用 | 166 | 403 | 571 | 444 | 587 |
| 无形资产及其他 | 288 | 443 | 419 | 394 | 369 | 财务费用 | 45 | 132 | 120 | 192 | 194 |
| 其他长期资产 | 480 | 661 | 1231 | 712 | 592 | 投资收益 | 15 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 274 | 273 | 273 | 283 | 283 | 资产减值及公允价值变动 | (91) | (122) | (282) | (100) | 0 |
| 资产总计 | 8991 | 21943 | 26405 | 26398 | 35355 | 其他收入 | 156 | 179 | 222 | 100 | 0 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1392 | 4076 | 700 | 0 | 3789 | 营业利润 | 400 | 1229 | 2340 | 3390 | 3736 |
| 应付款项 | 1738 | 4601 | 3364 | 3587 | 4618 | 营业外净收支 | 8 | (4) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 1436 | 3292 | 6347 | 2927 | 3747 | 利润总额 | 408 | 1225 | 2340 | 3390 | 3736 |
| 流动负债合计 | 5682 | 13755 | 14105 | 8412 | 14524 | 所得税费用 | 68 | 178 | 350 | 611 | 613 |
| 长期借款及应付债券 | 90 | 170 | 2850 | 5850 | 5850 | 少数股东损益 | 29 | 90 | 117 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 760 | 1104 | 1104 | 1104 | 1104 | 归属于母公司净利润 | 310 | 956 | 1873 | 2779 | 3123 |
| 长期负债合计 | 850 | 1274 | 3954 | 6954 | 6954 | 现金流量表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 6533 | 15029 | 18059 | 15367 | 21478 | 净利润 | 310 | 956 | 1873 | 2779 | 3123 |
| 少数股东权益 | 52 | 86 | 146 | 146 | 146 | 资产减值准备 | (33) | (115) | (282) | (100) | 0 |
| 股东权益 | 2406 | 6829 | 8140 | 10825 | 13670 | 折旧摊销 | 67 | 297 | 612 | 612 | 1410 |
| 负债和股东权益总计 | 8991 | 21943 | 26345 | 26338 | 35295 | 公允价值变动损失 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | 45 | 132 | 120 | 192 | 194 |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | 1713 | 1392 | 4701 | (6831) | 208 |
| 每股收益 | 0.17 | 0.51 | 1.00 | 1.49 | 1.67 | 其它 | (1969) | (5960) | 579 | 292 | 194 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.30 | 0.05 | 0.15 | 0.17 | 经营活动现金流 | 92 | (3430) | 7482 | (3248) | 4935 |
| 每股净资产 | 1.31 | 3.70 | 4.43 | 5.87 | 7.39 | 资本开支 | (864) | (666) | 0 | 0 | (16800) |
| ROIC | 13% | 16% | 19% | 21% | 16% | 其它投资现金流 | 15 | (122) | (570) | 509 | 120 |
| ROE | 13% | 21% | 25% | 29% | 25% | 投资活动现金流 | (849) | (788) | (570) | 509 | (16680) |
| 毛利率 | 28% | 17% | 17% | 21% | 19% | 权益性融资 | (72) | 3467 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 12% | 10% | 11% | 16% | 13% | 负债净变化 | 908 | 1407 | (696) | 2300 | 3789 |
| EBITDA Margin | 14% | 12% | 14% | 18% | 18% | 支付股利、利息 | (37) | (11) | (618) | (94) | (278) |
| 收入增长 | 85% | 278% | 70% | -4% | 25% | 其它融资现金流 | 818 | 1326 | (3376) | (700) | 3789 |
| 净利润增长率 | 126% | 208% | 96% | 48% | 12% | 融资活动现金流 | 754 | 4730 | (1433) | 2014 | 3317 |
| 资产负债率 | 73% | 68% | 69% | 58% | 61% | 现金净变动 | (3) | 513 | 5479 | (725) | (8428) |
| 息率 | 0.0% | 3.1% | 0.5% | 1.5% | 1.7% | 货币资金的期初余额 | 1220 | 1912 | 4674 | 10153 | 9428 |
| P/E | 59.2 | 19.2 | 9.8 | 6.6 | 5.9 | 货币资金的期末余额 | 1912 | 4674 | 10153 | 9428 | 1000 |
| P/B | 7.5 | 2.7 | 2.2 | 1.7 | 1.3 | 企业自由现金流 | 1295 | 2230 | 7695 | (3201) | (11897) |
| EV/EBITDA | 47.7 | 19.5 | 10.7 | 7.9 | 7.5 | 权益自由现金流 | 2165 | 3524 | 4297 | (1058) | (8270) |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032