

## 硅片量利环比改善，氢能业务持续突破

### 投资要点

- **业绩总结：**公司发布2023年三季度报告：2023前三季度实现营收187.88亿元，同比+114.83%；实现归母净利润14.03亿元，同比+68.98%；实现扣非归母净利润13.13亿元，同比+64.73%。其中三季度营收66.59亿元，环比-0.09%；归母净利润7.85亿元，环比+575.21%；扣非净利润7.65亿元，环比+394.76%。三季度利润环比大幅增长主要源于二季度计提资产减值损失约2亿元。
- **三季度硅片行业开工率提升，减值因素消除，公司硅片出货与盈利环比大幅增长。**6月硅料价格见底，三季度国内装机需求环比提升，产业链开工率环比亦增长。根据硅业分会数据，三季度我国硅片产量约174GW，环比增长约25%；硅片价格7月中旬后亦稳定小幅增长。三季度公司硅片保持高稼动率，预计出货超过10GW，单瓦利润约6分，量、利环比显著改善。23Q3公司毛利率20.44%，环比+7.43pp；净利率12.31%，环比+10pp。
- **硅片产能持续建设中，至2025年硅片实际产能可达100GW。**2022年11月公司公告包头三期硅片50GW拉晶扩产规划，当前项目处于建设中，预计2024年将逐步投产，至2025年达产。公司包头一期和二期项目实际具备50GW拉晶生产能力，三期50GW投产后公司硅片最大产能可达100GW。
- **节能节水设备在手订单充足，氢能业务持续突破。**公司空冷塔、溴冷机业持续保持高市占率，节能节水设备在手订单饱满，2024年营收与利润有较为充足保障。氢能设备方面，5月公司300台套制氢系统产能完工；9月初公司具备自主知识产权的2000Nm<sup>3</sup>/h电解槽成功下线，刷新了此前同产品的最大制氢量记录，氢能业务保持领先优势。
- **盈利预测与投资建议：**公司为节能节水设备和还原炉龙头企业，2021年布局硅片业务以来，业绩逐步兑现。公司规划组件业务并进一步扩展硅片产能，光伏业务有望持续稳定发展。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为59.53%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**硅片出货或不及预期；原材料成本上涨风险，新签订单、交付进度或低于预期。

| 指标/年度         | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 14476.36 | 23361.92 | 36840.14 | 43848.85 |
| 增长率           | 277.99%  | 61.38%   | 57.69%   | 19.02%   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 956.02   | 1979.60  | 2945.28  | 3881.30  |
| 增长率           | 208.27%  | 107.07%  | 48.78%   | 31.78%   |
| 每股收益EPS（元）    | 0.51     | 1.06     | 1.57     | 2.07     |
| 净资产收益率ROE     | 15.13%   | 23.64%   | 26.73%   | 26.75%   |
| PE            | 19       | 9        | 6        | 5        |
| PB            | 2.65     | 2.10     | 1.62     | 1.25     |

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：韩晨  
执业证号：S1250520100002  
电话：021-58351923  
邮箱：hch@swsc.com.cn

分析师：敖颖晨  
执业证号：S1250521080001  
电话：021-58351917  
邮箱：ayc@swsc.com.cn

分析师：谢尚师  
执业证号：S1250523070001  
电话：021-68416923  
邮箱：xss@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股)     | 18.71      |
| 流通A股(亿股)    | 18.71      |
| 52周内股价区间(元) | 9.67-16.53 |
| 总市值(亿元)     | 180.89     |
| 总资产(亿元)     | 291.41     |
| 每股净资产(元)    | 3.58       |

### 相关研究

1. 双良节能（600481）：硅片Q3盈利有望修复，设备业务势头强劲（2023-08-29）
2. 双良节能（600481）：硅片、组件快速放量，设备订单持续增长（2023-05-03）
3. 双良节能（600481）：设备业务方兴未艾，硅片新星冉冉而升（2023-04-11）

附表：财务预测与估值

| 利润表（百万元）      | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           | 现金流量表（百万元）        | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入          | 14476.36        | 23361.92        | 36840.14        | 43848.85        | 净利润               | 1046.07         | 2079.60         | 3065.28         | 3971.30         |
| 营业成本          | 12086.76        | 19329.40        | 30539.14        | 35767.52        | 折旧与摊销             | 302.62          | 515.56          | 679.29          | 816.54          |
| 营业税金及附加       | 55.73           | 116.81          | 184.20          | 219.24          | 财务费用              | 132.10          | 222.18          | 307.76          | 546.46          |
| 销售费用          | 236.30          | 327.07          | 660.54          | 745.43          | 资产减值损失            | -114.68         | -200.00         | -150.00         | -100.00         |
| 管理费用          | 684.79          | 911.11          | 1547.29         | 1885.50         | 经营营运资本变动          | 1305.45         | -864.41         | 380.13          | -3203.44        |
| 财务费用          | 132.10          | 222.18          | 307.76          | 546.46          | 其他                | -6101.20        | 365.96          | 451.13          | 404.24          |
| 资产减值损失        | -114.68         | -200.00         | -150.00         | -100.00         | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>-3429.65</b> | <b>2118.89</b>  | <b>4733.60</b>  | <b>2435.10</b>  |
| 投资收益          | 14.47           | 0.00            | 0.00            | 15.00           | 资本支出              | -5953.59        | -3000.00        | -3000.00        | -2500.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | 5166.00         | 78.69           | -10.80          | 9.67            |
| 其他经营损益        | 56.65           | 130.00          | 150.00          | 180.00          | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-787.59</b>  | <b>-2921.31</b> | <b>-3010.80</b> | <b>-2490.33</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>1228.95</b>  | <b>2385.34</b>  | <b>3601.22</b>  | <b>4779.69</b>  | 短期借款              | 1705.33         | 46.82           | 328.70          | 1891.62         |
| 其他非经营损益       | -4.43           | 5.00            | 5.00            | 5.00            | 长期借款              | 80.08           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>1224.53</b>  | <b>2390.34</b>  | <b>3606.22</b>  | <b>4784.69</b>  | 股权融资              | 3465.33         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | 178.46          | 310.74          | 540.93          | 813.40          | 支付股利              | 0.00            | -191.20         | -395.92         | -589.06         |
| 净利润           | 1046.07         | 2079.60         | 3065.28         | 3971.30         | 其他                | -520.59         | -1391.09        | -307.76         | -546.46         |
| 少数股东损益        | 90.04           | 100.00          | 120.00          | 90.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>4730.16</b>  | <b>-1535.48</b> | <b>-374.98</b>  | <b>756.10</b>   |
| 归属母公司股东净利润    | 956.02          | 1979.60         | 2945.28         | 3881.30         | <b>现金流量净额</b>     | <b>519.21</b>   | <b>-2337.90</b> | <b>1347.82</b>  | <b>700.87</b>   |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |
| 资产负债表（百万元）    | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           | 财务分析指标            | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
| 货币资金          | 4674.09         | 2336.19         | 3684.01         | 4384.88         | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 2143.88         | 4348.56         | 6863.18         | 10803.04        | 销售收入增长率           | 277.99%         | 61.38%          | 57.69%          | 19.02%          |
| 存货            | 2840.62         | 4792.35         | 7584.78         | 8881.88         | 营业利润增长率           | 207.41%         | 94.10%          | 50.97%          | 32.72%          |
| 其他流动资产        | 2181.92         | 1477.36         | 2296.85         | 2722.70         | 净利润增长率            | 208.01%         | 98.80%          | 47.40%          | 29.56%          |
| 长期股权投资        | 273.21          | 273.21          | 273.21          | 273.21          | EBITDA 增长率        | 223.36%         | 87.72%          | 46.91%          | 33.88%          |
| 投资性房地产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 8725.18         | 11260.60        | 13632.29        | 15366.74        | 毛利率               | 16.51%          | 17.26%          | 17.10%          | 18.43%          |
| 无形资产和开发支出     | 488.57          | 438.75          | 388.94          | 339.13          | 三费率               | 7.28%           | 6.25%           | 6.83%           | 7.25%           |
| 其他非流动资产       | 615.93          | 614.76          | 613.59          | 612.42          | 净利率               | 7.23%           | 8.90%           | 8.32%           | 9.06%           |
| <b>资产总计</b>   | <b>21943.39</b> | <b>25541.79</b> | <b>35336.86</b> | <b>43384.00</b> | ROE               | 15.13%          | 23.64%          | 26.73%          | 26.75%          |
| 短期借款          | 2913.45         | 2960.27         | 3288.97         | 5180.59         | ROA               | 4.77%           | 8.14%           | 8.67%           | 9.15%           |
| 应付和预收款项       | 4892.95         | 7678.64         | 11673.22        | 13139.40        | ROIC              | 27.16%          | 25.38%          | 26.65%          | 26.63%          |
| 长期借款          | 170.21          | 170.21          | 170.21          | 170.21          | EBITDA/销售收入       | 11.49%          | 13.37%          | 12.45%          | 14.01%          |
| 其他负债          | 7052.36         | 5936.22         | 8738.66         | 10045.75        | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>15028.97</b> | <b>16745.34</b> | <b>23871.06</b> | <b>28535.96</b> | 总资产周转率            | 0.94            | 0.98            | 1.21            | 1.11            |
| 股本            | 1870.66         | 1870.66         | 1870.66         | 1870.66         | 固定资产周转率           | 3.55            | 2.69            | 3.18            | 3.18            |
| 资本公积          | 3223.00         | 3223.00         | 3223.00         | 3223.00         | 应收账款周转率           | 11.63           | 11.77           | 10.20           | 8.30            |
| 留存收益          | 1785.08         | 3573.47         | 6122.83         | 9415.07         | 存货周转率             | 5.96            | 4.96            | 4.90            | 4.32            |
| 归属母公司股东权益     | 6828.70         | 8610.72         | 11160.08        | 14452.32        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 45.21%          | —               | —               | —               |
| 少数股东权益        | 85.73           | 185.73          | 305.73          | 395.73          | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>6914.42</b>  | <b>8796.44</b>  | <b>11465.81</b> | <b>14848.05</b> | 资产负债率             | 68.49%          | 65.56%          | 67.55%          | 65.78%          |
| 负债和股东权益合计     | 21943.39        | 25541.79        | 35336.86        | 43384.00        | 带息债务/总负债          | 20.52%          | 18.69%          | 14.49%          | 18.75%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 0.86            | 0.84            | 0.90            | 0.98            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 0.65            | 0.53            | 0.57            | 0.66            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 0.00%           | 9.66%           | 13.44%          | 15.18%          |
| 业绩和估值指标       | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                 |                 |
| EBITDA        | 1663.67         | 3123.08         | 4588.27         | 6142.69         | 每股收益              | 0.51            | 1.06            | 1.57            | 2.07            |
| PE            | 18.92           | 9.14            | 6.14            | 4.66            | 每股净资产             | 3.65            | 4.60            | 5.97            | 7.73            |
| PB            | 2.65            | 2.10            | 1.62            | 1.25            | 每股经营现金            | -1.83           | 1.13            | 2.53            | 1.30            |
| PS            | 1.25            | 0.77            | 0.49            | 0.41            | 每股股利              | 0.00            | 0.10            | 0.21            | 0.31            |
| EV/EBITDA     | 10.17           | 5.83            | 3.74            | 2.99            |                   |                 |                 |                 |                 |
| 股息率           | 0.00%           | 1.06%           | 2.19%           | 3.26%           |                   |                 |                 |                 |                 |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |                                              |
|------|----------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售经理       | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 谭世泽 | 销售经理       | 13122900886  | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn      |
|    | 薛世宇 | 销售经理       | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 岑宇婷 | 销售经理       | 18616243268  | 18616243268 | cyrty@swsc.com.cn    |
|    | 汪艺  | 销售经理       | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn    |
|    | 陈阳阳 | 销售经理       | 17863111858  | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn     |
|    | 李煜  | 销售经理       | 18801732511  | 18801732511 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 卞黎旸 | 销售经理       | 13262983309  | 13262983309 | bly@swsc.com.cn      |
|    | 龙思宇 | 销售经理       | 18062608256  | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn     |
|    | 田靖雯 | 销售经理       | 18817337408  | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn      |
|    | 阚钰  | 销售经理       | 17275202601  | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn      |
|    | 魏晓阳 | 销售经理       | 15026480118  | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 高级销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 王一菲 | 销售经理       | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 姚航  | 销售经理       | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 胡青璇 | 销售经理       | 18800123955  | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn      |

|    |     |         |             |             |                      |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
|    | 王宇飞 | 销售经理    | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 路漫天 | 销售经理    | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn    |
|    | 马冰竹 | 销售经理    | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
| 广深 | 郑龔  | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 销售经理    | 17628609919 | 17628609919 | xyx@swsc.com.cn      |
|    | 龚之涵 | 销售经理    | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 丁凡  | 销售经理    | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn  |
|    | 张文锋 | 销售经理    | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈紫琳 | 销售经理    | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理    | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |