

600481.SH
增持
原评级：增持
市场价格：人民币 9.69
板块评级：强于大市
股价表现


资料来源：公司公告，Wind，中银证券

以2023年11月7日收市价为标准

相关研究报告

《双良节能》20221111

《双良节能》20220706

**中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格**
电力设备：光伏设备
证券分析师：陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060002

证券分析师：曹鸿生

(8621)20328513

hongsheng.cao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523070002

双良节能

硅片业务助力业绩高增，切入氢能领域增添新增长动力

公司公布2023年三季报，2023年前三季度公司实现营业收入187.88亿元，同比增长114.83%，实现归母净利润14.03亿元，同比增长68.98%；单三季度实现营业收入66.59亿元，同比增长49.68%，实现归母净利润7.85亿元，同比增长64.61%。公司作为节能环保设备和还原炉龙头企业，装备业务订单充沛，硅片产能逐步释放，并积极切入氢能领域，未来公司业务有望多点开花持续成长，继续维持增持评级。

支撑评级的要点

- 硅片业务投产助力业绩高增，Q3盈利能力提升明显。随着公司单晶硅项目投产，公司业绩迎来快速增长，2023年前三季度公司实现营业收入187.88亿元，同比增长114.83%，实现归母净利润14.03亿元，同比增长68.98%。盈利方面，随着硅料价格6月份见底以及公司规模优势逐步体现，公司盈利修复明显，单三季度公司整体毛利率为20.44%，同比下降0.04pct，环比提升7.43pct，净利率为12.31pct，同比提升0.92pct，环比提升10.06pct。
- 进一步扩展硅片产能，产能储备丰富支撑未来业绩发展。目前公司包头40GW单晶硅项目已实现全面达产，2022年11月公司公告了三期年产50GW单晶硅拉晶项目，建设期两年，进一步巩固强化公司在单晶硅拉晶的市场地位，预计2025年底公司将具备90GW的拉晶生产能力，随着光伏装机需求的释放，为公司业绩提供有力支撑。
- 设备订单稳定，切入氢能领域增添新的增长动力。公司的传统主业节能环保设备方面，23年以来订单公告频繁，支撑该业务平稳发展。另外，公司积极切入绿电制氢领域，9月份公司拥有自主知识产权的2000Nm³/h碱性电解槽已成功下线，未来有望成为公司新的业绩增长动力。

估值

- 结合公司前三季度业绩表现，我们微调公司盈利预测，预计2023-2025年实现营业收入232.41/305.03/384.52亿元，实现归母净利润18.76/26.81/33.98亿元，对应PE为9.7/6.8/5.3倍，维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 下游光伏装机不及预期的风险；硅片竞争格局加剧的风险；原材料价格上涨的风险。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	3,830	14,476	23,241	30,503	38,452
增长率(%)	84.9	278.0	60.5	31.2	26.1
EBITDA(人民币 百万)	439	1,605	2,961	4,365	5,348
归母净利润(人民币 百万)	310	956	1,876	2,681	3,398
增长率(%)	125.7	208.3	96.2	42.9	26.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.17	0.51	1.00	1.43	1.82
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.05	1.35	/
调整幅度(%)			(5.8)	5.9	/
市盈率(倍)	58.4	19.0	9.7	6.8	5.3
市净率(倍)	7.5	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA(倍)	36.4	14.8	7.5	5.3	3.5
每股股息(人民币)	0.0	0.3	0.6	0.8	1.1
股息率(%)	0.0	2.3	6.1	8.7	11.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 前三季度财务摘要

(人民币, 百万)	2022 年 Q1-Q3	2023 年 Q1-Q3	同比(%)
营业收入	8,745.48	18,787.87	114.83
营业成本	6,964.61	15,758.17	126.26
营业税金及附加	35.39	61.14	72.76
管理费用	201.67	233.00	15.53
销售费用	166.02	180.48	8.71
营业利润	1,043.03	1,771.30	69.82
资产减值	0.21	(237.14)	/
财务费用	100.98	197.91	96.00
投资收益	2.43	(14.61)	(699.97)
营业外收入	0.60	1.65	175.84
营业外支出	0.45	3.10	591.30
利润总额	1,043.18	1,769.86	69.66
所得税	154.29	263.70	70.91
少数股东损益	58.60	103.11	75.96
归属于母公司的净利润	830.29	1,403.05	68.98
基本每股收益(元)	0.49	0.75	52.71
毛利率(%)	20.36	16.13	(4.24 个百分点)
净利率(%)	10.16	8.02	(2.15 个百分点)

资料来源：万得，中银证券

图表 2. 单三季度财务摘要

(人民币, 百万)	2022 年 Q3	2023 年 Q3	同比(%)
营业收入	4,449.04	6,659.45	49.68
营业成本	3,537.61	5,297.99	49.76
营业税金及附加	14.76	19.68	33.30
管理费用	93.29	83.94	(10.02)
销售费用	66.70	51.62	(22.60)
营业利润	585.00	965.80	65.09
资产减值	(9.82)	(15.49)	/
财务费用	42.20	80.51	90.80
投资收益	(4.63)	(4.03)	/
营业外收入	0.19	0.54	178.60
营业外支出	0.16	1.94	1,123.26
利润总额	585.03	964.39	64.84
所得税	78.29	144.28	84.29
少数股东损益	29.78	35.00	17.52
归属于母公司的净利润	476.96	785.11	64.61
基本每股收益(元)	0.25	0.42	64.61
毛利率(%)	20.49	20.44	(0.04 个百分点)
净利率(%)	11.39	12.31	0.92 个百分点

资料来源：万得，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E	年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,830	14,476	23,241	30,503	38,452	净利润	340	1,046	1,934	2,764	3,503
营业收入	3,830	14,476	23,241	30,503	38,452	折旧摊销	74	315	527	693	840
营业成本	2,764	12,087	19,011	24,625	31,280	营运资金变动	1,715	1,400	(774)	154	3,414
营业税金及附加	30	56	166	210	248	其他	(2,037)	(6,190)	85	509	384
销售费用	238	236	488	610	731	经营活动现金流	92	(3,430)	1,772	4,119	8,140
管理费用	176	282	465	564	692	资本支出	(864)	(666)	(5,060)	(3,060)	(1,060)
研发费用	166	403	558	732	923	投资变动	(8)	(128)	0	0	0
财务费用	45	132	234	452	431	其他	23	6	12	11	13
其他收益	76	57	60	64	60	投资活动现金流	(849)	(788)	(5,048)	(3,049)	(1,047)
资产减值损失	(33)	(115)	(100)	(70)	(50)	银行借款	917	1,785	7,399	2,889	(2,161)
信用减值损失	(58)	(8)	(20)	(20)	(20)	股权融资	(314)	2,095	(1,101)	(1,574)	(1,995)
资产处置收益	(7)	0	(3)	(4)	(2)	其他	151	850	(723)	(207)	(553)
公允价值变动收益	(4)	0	0	0	0	筹资活动现金流	754	4,730	5,574	1,108	(4,709)
投资收益	15	14	15	15	15	净现金流	(3)	513	2,298	2,179	2,384
汇兑收益	0	0	0	0	0						
营业利润	400	1,229	2,272	3,296	4,150						
营业外收入	9	1	6	5	4						
营业外支出	1	6	2	3	4						
利润总额	408	1,225	2,275	3,298	4,151						
所得税	68	178	341	534	648						
净利润	340	1,046	1,934	2,764	3,503						
少数股东损益	29	90	58	83	105						
归母净利润	310	956	1,876	2,681	3,398						
EBITDA	439	1,605	2,961	4,365	5,348						
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.17	0.51	1.00	1.43	1.82						

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E	年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,953	11,841	16,520	21,044	23,822	盈利能力					
货币资金	1,912	4,674	6,972	9,151	11,535	息税前利润增长率(%)	84.9	278.0	60.5	31.2	26.1
应收账款	1,075	915	2,055	2,351	1,921	营业收入增长率(%)	150.8	207.4	84.9	45.1	25.9
应收票据	11	0	142	112	208	营业利润增长率(%)	125.7	208.3	96.2	42.9	26.7
存货	1,053	2,841	2,968	4,282	4,407	归属于母公司净利润增长率(%)	167.0	253.9	88.6	50.9	22.8
预付账款	260	1,174	1,081	1,840	1,871	息税折旧前利润增长率(%)	128.3	265.8	84.5	47.4	22.5
合同资产	251	248	1,336	716	1,891	息税折旧前利润增长率(%)	125.7	208.3	96.2	42.9	26.7
其他流动资产	392	1,989	1,964	2,591	1,989	EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	9.5	8.9	10.5	12.0	11.7
非流动资产	4,038	10,103	14,606	16,988	17,201						
长期投资	304	303	303	303	303	息税前利润率(%)	10.4	8.5	9.8	10.8	10.8
固定资产	1,116	7,044	8,575	9,481	10,137	毛利率(%)	27.8	16.5	18.2	19.3	18.6
无形资产	288	443	457	465	470	归母净利润率(%)	8.1	6.6	8.1	8.8	8.8
其他长期资产	2,330	2,312	5,272	6,738	6,291	ROE(%)	12.9	14.0	24.7	30.8	33.6
资产合计	8,991	21,943	31,126	38,032	41,024	ROIC(%)	7.7	9.9	10.9	13.2	16.9
流动负债	5,682	13,755	21,160	26,569	27,101	偿债能力					
短期借款	1,208	2,913	9,197	11,865	8,710	资产负债率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7
应付账款	980	1,625	1,543	1,877	3,858	净负债权益比	(0.2)	(0.1)	0.5	0.6	0.0
其他流动负债	3,494	9,216	10,419	12,828	14,533	流动比率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9
非流动负债	850	1,274	2,219	2,525	3,476	营运能力					
长期借款	90	170	1,285	1,507	2,500	总资产周转率	0.6	0.9	0.9	0.9	1.0
其他长期负债	760	1,104	934	1,019	976	应收账款周转率	4.2	14.5	15.7	13.8	18.0
负债合计	6,533	15,029	23,379	29,095	30,578	应付账款周转率	4.8	11.1	14.7	17.8	13.4
股本	1,627	1,871	1,871	1,871	1,871	费用率					
少数股东权益	52	86	144	227	332	销售费用率(%)	6.2	1.6	2.1	2.0	1.9
归属母公司股东权益	2,406	6,829	7,604	8,711	10,114	管理费用率(%)	4.6	1.9	2.0	1.9	1.8
负债和股东权益合计	8,991	21,943	31,126	38,032	41,024	研发费用率(%)	4.3	2.8	2.4	2.4	2.4
						财务费用率(%)	1.2	0.9	1.0	1.5	1.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.2	0.5	1.0	1.4	1.8
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.0	(1.8)	0.9	2.2	4.4
						每股净资产(最新摊薄)	1.3	3.7	4.1	4.7	5.4
						每股股息	0.0	0.3	0.6	0.8	1.1
						估值比率					
						P/E(最新摊薄)	58.4	19.0	9.7	6.8	5.3
						P/B(最新摊薄)	7.5	2.7	2.4	2.1	1.8
						EV/EBITDA	36.4	14.8	7.5	5.3	3.5
						价格/现金流 (倍)	197.4	(5.3)	10.2	4.4	2.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	340	1,046	1,934	2,764	3,503
折旧摊销	74	315	527	693	840
营运资金变动	1,715	1,400	(774)	154	3,414
其他	(2,037)	(6,190)	85	509	384
经营活动现金流	92	(3,430)	1,772	4,119	8,140
资本支出	(864)	(666)	(5,060)	(3,060)	(1,060)
投资变动	(8)	(128)	0	0	0
其他	23	6	12	11	13
投资活动现金流	(849)	(788)	(5,048)	(3,049)	(1,047)
银行借款	917	1,785	7,399	2,889	(2,161)
股权融资	(314)	2,095	(1,101)	(1,574)	(1,995)
其他	151	850	(723)	(207)	(553)
筹资活动现金流	754	4,730	5,574	1,108	(4,709)
净现金流	(3)	513	2,298	2,179	2,384

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	84.9	278.0	60.5	31.2	26.1
营业利润增长率(%)	150.8	207.4	84.9	45.1	25.9
归属于母公司净利润增长率(%)	125.7	208.3	96.2	42.9	26.7
息税前利润增长率(%)	167.0	253.9	88.6	50.9	22.8
息税折旧前利润增长率(%)	128.3	265.8	84.5	47.4	22.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	125.7	208.3	96.2	42.9	26.7
盈利能力					
息税前利润率(%)	9.5	8.9	10.5	12.0	11.7
营业利润率(%)	10.4	8.5	9.8	10.8	10.8
毛利率(%)	27.8	16.5	18.2	19.3	18.6
归母净利润率(%)	8.1	6.6	8.1	8.8	8.8
ROE(%)	12.9	14.0	24.7	30.8	33.6
ROIC(%)	7.7	9.9	10.9	13.2	16.9
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7
净负债权益比	(0.2)	(0.1)	0.5	0.6	0.0
流动比率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	4.2	14.5	15.7	13.8	18.0
应付账款周转率	4.8	11.1	14.7	17.8	13.4
费用率					
销售费用率(%)	6.2	1.6	2.1	2.0	1.9
管理费用率(%)	4.6	1.9	2.0	1.9	1.8
研发费用率(%)	4.3	2.8	2.4	2.4	2.4
财务费用率(%)	1.2	0.9	1.0	1.5	1.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	0.5	1.0	1.4	1.8
每股经营现金流(最新摊薄)	0.0	(1.8)	0.9	2.2	4.4
每股净资产(最新摊薄)	1.3	3.7	4.1	4.7	5.4
每股股息	0.0	0.3	0.6	0.8	1.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	58.4	19.0	9.7	6.8	5.3
P/B(最新摊薄)	7.5	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	36.4	14.8	7.5	5.3	3.5
价格/现金流 (倍)	197.4	(5.3)	10.2	4.4	2.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371