

硅片盈利阶段性承压, 行业底部逆势扩张

投资要点

- 业绩总结:** 公司2023年实现营业收入241.49亿元, 同比增长59.91%; 实现归母净利润15.02亿元, 同比增长57.07%。2024Q1公司实现营业收入42.48亿元, 同比下降22.25%; 实现归母净利润-2.95亿元, 同比下降158.74%。
- 硅片出货实现跨越式增长, 24Q1盈利阶段性承压。** 单晶硅片业务在2022年基础上高效推进, 经过一年多的稳定供货以及市场验证, 通过持续高质量的产品供给能力, 同通威、阿特斯、爱旭、润阳、天合光能、华晟等多家电池厂商建立起长期深度的合作关系。2023年度, 公司光伏业务整体实现营收172.73亿元, 同比增长100.41%, 实现毛利率8.23%。公司光伏产品实现销售44.60GW, 同比增长184.86%。我们测算2023年公司硅片单位毛利3.2分/W, 单位净利1.4分/W。2024Q1公司综合毛利率1.23%, 若剔除节能节水及新能源装备业务, 预计硅片业务毛利率亏损。受多晶硅价格下跌影响, 硅片价格亦大幅下降, 2023年、2024Q1公司分别计提存货跌价损失2.94亿元、2.34亿元。
- 行业低谷保持正现金流入、逆势扩产锚定行业前三。** 2023年、2024Q1公司经营产生的现金流量净额分别为13.30、2.33亿元。虽然2024Q1硅片行业几乎全行业亏损, 但公司仍保持正现金流入, 行业低谷期体现较强抗风险能力。2023年上半年, 公司单晶硅二期产能完成爬坡, 同时目前公司单晶硅三期产能已进入产能爬坡阶段, 预计全部产能达产后公司产能将进入行业前三位。
- 节能节水业务订单充足, 布局电解槽加速拓展氢能业务。** 2023年, 节能节水装备业务实现营收29.62亿元, 同比增长8.21%, 毛利率25.90%, 同比提升2.42pp。2023年节能节水业务新签订单增长势头强劲。溴冷机事业部获取订单超9亿元。多晶硅行业换热器业务订单达3.75亿元。受益于火电灵活性调整改造政策带来的需求提振, 公司空冷器累计获得订单32.17亿元。2023年, 新能源装备业务实现营收26.78亿元, 同比下降7.82%, 毛利率提升10.05pp至44.79%。新能源装备业务全年累计获得订单超24亿元。公司加速拓展氢能新业务领域, 绿电制氢装备项目(一期)已建成投产, 产能达300台套, 并积极推进二期(700台套)项目建设。电解槽业务在国内以及中东、欧洲等地均有所突破。
- 盈利预测与投资建议。** 2024Q1硅片几乎全行业亏损, 公司盈利阶段性承压同时, 保持正现金流入。公司在行业底部逆势扩张产能, 若后续硅片行情回暖, 公司业绩弹性较大。预计公司2024~2026年归母净利润分别为10.21、13.94、19.33亿元, 对应PE分别为12、9、6倍。参考同行业可比公司, 给予24年14倍估值, 目标价7.70元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 多晶硅、硅片价格波动导致减值、亏损风险, 公司负债率较高风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23149.27	17553.97	20601.58	24271.80
增长率	59.91%	-24.17%	17.36%	17.82%
归属母公司净利润(百万元)	1501.56	1020.61	1394.39	1933.06
增长率	57.06%	-32.03%	36.62%	38.63%
每股收益EPS(元)	0.80	0.55	0.75	1.03
净资产收益率ROE	22.62%	13.39%	15.82%	18.47%
PE	8	12	9	6
PB	1.68	1.56	1.35	1.14

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)	6.25-14.68
总市值(亿元)	118.79
总资产(亿元)	299.87
每股净资产(元)	3.53

相关研究

- 双良节能(600481): 硅片量利环比改善, 氢能业务持续突破 (2023-10-25)
- 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)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司单晶一期、二期项目已于 2023 年上半年投产，单晶三期进入产能爬坡阶段，目前公司名义产能接近 80GW。综合公司产能规划及硅片行情，假设 2024~2026 年硅片销量分别为 65GW、80GW、90GW。硅片价格随着硅料价格触底而企稳，2025、2026 年随着二三线产能出清，行业供需逐渐平衡，假设 2024~2026 年硅片均价（182mm 规格）分别为 1.65、1.70、1.85 元/片，硅片毛利率分别为 11.54%、14.14%、16.69%。

假设 2：受多晶硅产能投放边际下滑影响，2024、2025 年新能源装备业务收入有所下滑，随着氢能业务逐渐放量，2026 年收入企稳。假设 2024~2026 年新能源装备业务收入分别为 24.0、20.0、20.0 亿元，2024、2025 年毛利率维持 40.0%，2026 年随着毛利率较低的电解槽业务收入占比提升，毛利率下降至 30.0%

假设 3：节能节水业务在手订单充足，受益于国家双碳战略及火电厂灵活性改造需求，假设相关业务收入保持 10%左右增长，毛利率维持 25.0%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2024~2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
节能节水业务	收入	2,962.17	3,258.38	3,584.22	3,942.64
	增速	8.21%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	25.92%	25.00%	25.00%	25.00%
新能源装备	收入	2,678.00	2,400.00	2,000.00	2,000.00
	增速	-7.82%	-10.38%	-16.67%	0.00%
	毛利率	44.79%	40.00%	40.00%	30.00%
光伏产品	收入	17,273.24	11,645.58	14,767.36	18,079.16
	增速	100.73%	-32.58%	26.81%	22.43%
	毛利率	8.23%	11.54%	14.14%	16.69%
其他业务	收入	235.86	250.00	250.00	250.00
	增速	9.93%	6.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	10.10%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	23,149.27	17,553.97	20,601.58	24,271.80
	增速	60.07%	-24.17%	17.36%	17.82%
	毛利率	14.74%	18.05%	18.61%	19.17%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取光伏行业三家代表公司作为可比公司，三家公司 2024 年平均 PE 为 13.89 倍。公司在硅片几乎全行业亏损时期仍保持正现金流入，行业底部逆势扩张产能，若后续硅片行情回暖业绩弹性较大。同时，公司布局氢能电解槽业务，在海外已有订单斩获。我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 10.21、13.94、19.33 亿元，对应 PE 分别为 12、9、6 倍。参考可比公司，给予 2024 年 14 倍 PE，目标价 7.70 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
300274.SZ	阳光电源	103.35	6.36	7.36	8.59	16.25	14.04	12.04
601865.SH	福莱特	26.63	1.17	1.62	2.08	22.76	16.43	12.81
688472.SH	阿特斯	12.26	0.79	1.09	1.42	15.52	11.21	8.65
平均值						18.18	13.89	11.17

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	23149.27	17553.97	20601.58	24271.80	净利润	1603.14	1020.61	1394.39	1933.06
营业成本	19737.24	14386.00	16767.81	19618.05	折旧与摊销	729.17	723.40	855.96	932.73
营业税金及附加	78.44	140.43	164.81	194.17	财务费用	271.87	565.81	601.80	633.36
销售费用	270.08	315.97	329.63	364.08	资产减值损失	-308.18	-300.00	-250.00	-200.00
管理费用	747.48	825.04	927.07	1067.96	经营营运资本变动	2556.32	-1258.76	-923.10	-1333.00
财务费用	271.87	565.81	601.80	633.36	其他	-3521.98	276.57	347.47	315.96
资产减值损失	-308.18	-300.00	-250.00	-200.00	经营活动现金流净额	1330.34	1027.63	2026.52	2282.10
投资收益	-20.95	-20.00	-20.00	-20.00	资本支出	-4188.02	-1500.00	-1000.00	-500.00
公允价值变动损益	0.14	0.00	0.00	0.00	其他	287.18	-5.36	-19.02	-12.38
其他经营损益	193.26	200.00	100.00	100.00	投资活动现金流净额	-3900.84	-1505.36	-1019.02	-512.38
营业利润	1868.90	1200.71	1640.46	2274.19	短期借款	1946.77	237.55	712.71	243.59
其他非经营损益	-0.62	0.00	0.00	0.00	长期借款	519.92	0.00	0.00	0.00
利润总额	1868.27	1200.71	1640.46	2274.19	股权融资	-524.80	0.00	0.00	0.00
所得税	265.13	180.11	246.07	341.13	支付股利	-935.33	-300.31	-204.12	-278.88
净利润	1603.14	1020.61	1394.39	1933.06	其他	2013.96	-2728.16	-601.80	-633.36
少数股东损益	101.59	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	3020.51	-2790.92	-93.21	-668.65
归属母公司股东净利润	1501.56	1020.61	1394.39	1933.06	现金流量净额	452.95	-3268.65	914.28	1101.07
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	8534.84	5266.19	6180.47	7281.54	成长能力				
应收和预付款项	2785.72	2270.91	3142.63	4263.61	销售收入增长率	59.91%	-24.17%	17.36%	17.82%
存货	1851.12	1110.88	1459.10	1901.80	营业利润增长率	52.07%	-35.75%	36.62%	38.63%
其他流动资产	2151.87	926.32	1283.74	1739.05	净利润增长率	53.25%	-36.34%	36.62%	38.63%
长期股权投资	666.81	666.81	666.81	666.81	EBITDA 增长率	72.51%	-13.24%	24.43%	23.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	12739.95	13603.09	13833.67	13487.48	毛利率	14.74%	18.05%	18.61%	19.17%
无形资产和开发支出	831.28	745.29	659.29	573.29	三费率	5.57%	9.72%	9.02%	8.51%
其他非流动资产	529.07	528.53	527.99	527.45	净利率	6.93%	5.81%	6.77%	7.96%
资产总计	30090.66	25118.01	27753.70	30441.04	ROE	22.62%	13.39%	15.82%	18.47%
短期借款	4860.22	5097.77	5810.47	6054.06	ROA	5.33%	4.06%	5.02%	6.35%
应付和预收款项	7944.54	5787.79	6307.10	6865.31	ROIC	15.32%	10.44%	12.27%	14.17%
长期借款	690.13	690.13	690.13	690.13	EBITDA/销售收入	12.40%	14.18%	15.04%	15.82%
其他负债	9508.65	5918.47	6131.88	6363.24	营运能力				
负债合计	23003.54	17494.16	18939.58	19972.74	总资产周转率	0.89	0.64	0.78	0.83
股本	1870.66	1870.67	1870.67	1870.67	固定资产周转率	2.89	1.72	1.71	1.91
资本公积	2698.20	2698.19	2698.19	2698.19	应收账款周转率	16.02	11.22	12.64	11.34
留存收益	2351.28	3071.57	4261.84	5916.02	存货周转率	8.19	9.58	12.61	11.30
归属母公司股东权益	7075.50	7612.23	8802.50	10456.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	56.76%	—	—	—
少数股东权益	11.62	11.62	11.62	11.62	资本结构				
股东权益合计	7087.12	7623.85	8814.12	10468.30	资产负债率	76.45%	69.65%	68.24%	65.61%
负债和股东权益合计	30090.66	25118.01	27753.70	30441.04	带息债务/总负债	34.59%	46.85%	47.03%	45.82%
					流动比率	0.82	0.73	0.82	0.97
					速动比率	0.72	0.64	0.72	0.85
					股利支付率	62.29%	29.42%	14.64%	14.43%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	2869.93	2489.93	3098.22	3840.28	每股收益	0.80	0.55	0.75	1.03
PE	7.91	11.64	8.52	6.15	每股净资产	3.78	4.07	4.71	5.59
PB	1.68	1.56	1.35	1.14	每股经营现金	0.71	0.55	1.08	1.22
PS	0.51	0.68	0.58	0.49	每股股利	0.50	0.16	0.11	0.15
EV/EBITDA	4.44	5.72	4.53	3.43					
股息率	7.87%	2.53%	1.72%	2.35%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	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
