

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021年04月15日

市场数据

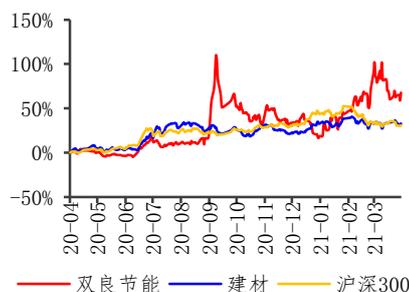
目前股价	4.77
总市值（亿元）	77.86
流通市值（亿元）	77.62
总股本（万股）	163,230
流通股本（万股）	162,726
12个月最高/最低	6.57/2.71

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

✉ pyang@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<高效节能减排与光伏新能源双轮驱动>> 2021-04-12

<<新签内蒙古通威还原炉合同，项目金额7740万元>> 2021-02-22

<<9亿注册资本设立包头双良，投资单晶硅棒、硅片项目>> 2021-02-08

获新特能源多晶硅还原炉大单，预计成交总金额3.3亿元

——双良节能（600481）公司动态点评

盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2527	2072	2785	5593	7896
(+/-%)	0.9%	-18.0%	34.4%	100.8%	41.2%
归母净利润（百万元）	207	137	263	465	694
(+/-%)	-17.9%	-33.5%	91.4%	76.9%	49.1%
摊薄 EPS	0.13	0.08	0.16	0.29	0.43
PE	37.0	55.7	29.1	16.5	11.0

资料来源：长城证券研究所

核心观点

事件：公司控股子公司江苏双良新能源装备有限公司于4月13日收到新疆特变电工工程项目管理有限公司送达的《成交通知书》。对此点评如下：

成交的项目预计成交总金额为人民币**3.32亿元**，占公司**2020年度经审计营业收入比重为16.02%**，预计对未来经营业绩带来积极影响。根据公司公告，成交的采购范围为新特能源2万吨、内蒙古新特硅材料公司10万吨多晶硅还原炉项目，其中新特能源2万吨多晶硅项目是新特能源现有产能的扩建补充，而内蒙古新特硅材料公司10万吨多晶硅还原炉项目是新特能源股份有限公司以其全资子公司内蒙古新特硅材料有限公司为主体，在内蒙古自治区包头市土默特右旗新型工业园区山格架化工园区投资建设10万吨多晶硅项目。该项目总投资为87.99亿元（含增值税，含全部流动资金），建设内容为年产10万吨多晶硅生产装置、配套建设的氯碱装置、公用工程设施、辅助生产设施等。预计对公司当期及未来的经营业绩产生积极影响，公司系列装备在光伏行业市场空间的长度及宽度将进一步打开。

2020年公司实现营业收入20.72亿元，同比下降18.03%；归属于母公司股东的净利润1.37亿元，同比下降33.54%。疫情影响下，交付时间推迟，全年业绩同比下滑。2020年公司传统节能节水系统业务订单因新冠疫情等因素确认时间变更、交付时间推迟，导致业绩出现下滑；光伏新能源业务快速爆发，表现亮眼。公司目前主要业务分为两部分，第一部分是节能节水系统，包括：溴化锂冷热机组、电制冷机组、换热器、空冷器系统等；第二部分是新能源系统，包括多晶硅还原炉及其模块等。**1）节能节水系统业务稳中有新，溴冷机、换热器、空冷业务2020年营业收入同比+6%、-8%、-28%。**公司节能节水业务整体平稳，但客户订单因新冠疫情等因素确认时间变更、交付时间推迟，导致业绩暂时下滑。其中，溴冷机（热泵）业务共实现营业收入85,299.18万元，同比增长6%；换热器业务板块共实现营业收入25,755.43万元，同比下降8%；公司空冷业务实现营业收入72,164.19万元，同比减少28%。**2）智慧能源管理与服务系统转型行稳致远。**智慧能源公司作为公司合同能源管理、智慧能源业务的实施主体，以政府、

医院、机场三个板块作为突破口，获得了宜兴文化中心、无锡红豆财富广场、青州市政府等有价值的项目。服务分公司加速新业务落地，在保障维保、配件更新、中央空调清洗等传统业务稳定贡献收入的同时，以“安全、舒适、健康、节能、环保”为理念，年内拿下了最大单体服务业务——上海浦东国际机场一号能源中心及商业街设备设施智慧运维项目。**3）光伏新能源订单情况良好，近三年公司多晶硅还原炉确认的收入总和近 7.8 亿元。**2020 年，光伏新能源业务（江苏双良新能源装备有限公司）实现营业收入约 17,000.00 万元。随着光伏行业平价上网进程加速，下游装机需求回暖，龙头硅料企业纷纷上马扩产项目，公司的多晶硅还原炉系统（占据市场份额首位），将会首先受益。公司近三年来累计为行业各家硅料企业提供三百多台大型高效还原炉，2020 年公司还为通威股份旗下的四川永祥交付业内首台 60 对棒还原炉，用于生产高品质多晶硅。近三年公司多晶硅还原炉确认的收入总和近 7.8 亿元，有力推动了国内硅料生产企业的工艺变革和产品质量提升。针对这一次的扩产浪潮，公司将为行业提供更高端、高效的还原炉及其模块，公司的溴冷机、空冷系统、换热器等产品也将快速切入多晶硅行业。

从产销量及毛利率看，2020 年公司传统节能节水系统业务整体较为稳定，综合毛利率较去年同期上升 0.64% 至 29.49%。传统业务中，换热器产销量分别下降 12.9% 和 45.4%，溴冷机和空冷器产销量基本保持稳定；公司综合毛利率达 29.49%，同比上升 0.64%，其中多晶硅还原炉及其他毛利率高达 32.72%。

公司所属行业为高效节能减排行业与光伏新能源行业，是推动国家“碳中和”战略的重要两环。“十三五”完美收官，“十四五”全面擘画，“碳达峰”、“碳中和”（即“30·60 目标”）被首次写入政府工作报告，这对我国转变发展方式、实现高质量发展意义重大。“30·60 目标”将重构国家的能源产业格局，节能减排、能源高效利用和光伏新能源开发，是我国实现“30·60 目标”最经济、最重要的手段，是公司的长期竞争优势，也是公司未来至少四十年发展的方向。2020 年公司对现有的技术及产品战略不断调整升级，以推动公司主营业务从“节能节水”与“新能源”两个层面全面参与到国家“碳中和”发展浪潮中。

投资建议：公司节能类业务有望在 21 年复苏，光伏新能源业务推进顺利，维持增持评级。预计公司 2021~2023 年归母净利润分别达到 2.6、4.7、6.9 亿元，增速分别为 91%、77%、49%，对应市盈率 29、17、11 倍。根据公司公告，包头双良一期多晶硅项目（20GW 拉晶、20GW 切片）建设期两年，自开工之日起计算，项目建设期第 1 年开始实现部分产能，第 3 年为达产年。公司所属行业为高效节能减排行业与光伏新能源行业，是推动国家“碳中和”战略的重要两环。多晶硅产能进入扩张周期，双良新能源中标订单充足。9 亿注册资本设立包头双良，投资单晶硅棒、硅片项目。

风险提示：硅片项目投产进度低于预期；多晶硅订单拓展进度低于预期；下游需求周期向下；现金回款情况恶化；节能类业务拓展低于预期等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2527.34	2071.56	2785.07	5592.66	7895.67	成长性					
营业成本	1798.27	1460.71	1946.97	4160.76	5972.14	营业收入增长	0.9%	-18.0%	34.4%	100.8%	41.2%
销售费用	250.89	211.28	242.32	346.78	405.99	营业成本增长	1.3%	-18.8%	33.3%	113.7%	43.5%
管理费用	128.21	126.30	144.86	207.30	242.70	营业利润增长	-20.9%	-31.8%	93.8%	76.1%	50.0%
研发费用	102.96	86.48	99.19	141.94	166.17	利润总额增长	-19.8%	-33.9%	91.4%	76.9%	49.1%
财务费用	8.10	13.10	38.73	163.40	244.39	归母净利润增长	-17.9%	-33.5%	91.4%	76.9%	49.1%
其他收益	4.83	16.37	16.37	16.37	16.37	盈利能力					
投资净收益	10.55	0.80	0.82	0.83	0.85	毛利率	28.8%	29.5%	30.1%	25.6%	24.4%
营业利润	233.89	159.43	308.92	543.98	815.74	销售净利率	8.5%	6.5%	9.3%	8.2%	8.7%
营业外收支	18.09	7.06	9.82	19.82	24.82	ROE	9.3%	6.1%	10.6%	16.2%	20.1%
利润总额	251.98	166.49	318.74	563.80	840.56	ROIC	16.2%	11.3%	8.9%	8.4%	12.3%
所得税	37.45	30.85	59.06	104.47	155.76	营运效率					
少数股东损益	7.76	-1.78	-3.41	-6.03	-8.99	销售费用/营业收入	9.9%	10.2%	8.7%	6.2%	5.1%
归母净利润	206.78	137.42	263.09	465.36	693.79	管理费用/营业收入	5.1%	6.1%	5.2%	3.7%	3.1%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	4.1%	4.2%	3.6%	2.5%	2.1%
流动资产	2879.29	3194.16	3500.28	6261.67	7498.64	财务费用/营业收入	0.3%	0.6%	1.4%	2.9%	3.1%
货币资金	1064.79	1219.89	680.43	1366.36	1929.02	投资收益/营业利润	4.5%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%
应收票据及应收账款	1157.34	759.09	1468.96	2525.80	3113.96	所得税/利润总额	14.9%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
其他应收款	71.08	74.37	111.30	261.54	264.84	应收账款周转率	2.22	2.16	2.50	2.80	2.80
存货	255.11	443.42	530.06	1134.24	1254.62	存货周转率	5.34	4.18	4.00	5.00	5.00
非流动资产	976.44	914.77	2937.01	5185.05	5133.50	流动资产周转率	0.88	0.68	0.83	1.15	1.15
固定资产	447.84	442.70	2471.31	4714.74	4669.45	总资产周转率	0.65	0.52	0.53	0.63	0.66
资产总计	3855.74	4108.93	6437.30	11446.73	12632.14	偿债能力					
流动负债	1553.38	1892.54	3993.88	8606.49	9217.66	资产负债率	40.4%	46.2%	62.1%	75.2%	73.0%
短期借款	370.39	381.24	1588.02	5320.76	5422.36	流动比率	1.85	1.69	0.88	0.73	0.81
应付款项	619.53	696.40	1092.17	1779.06	1915.58	速动比率	1.48	1.09	0.57	0.48	0.58
非流动负债	4.06	3.98	3.98	3.98	3.98	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.13	0.08	0.16	0.29	0.43
负债合计	1557.45	1896.52	3997.86	8610.46	9221.64	每股净资产	1.40	1.35	1.49	1.73	2.09
股东权益	2298.29	2212.41	2439.44	2836.26	3410.51	每股经营现金流	0.12	0.21	0.27	-0.18	0.71
股本	1637.34	1632.30	1632.30	1632.30	1632.30	每股经营现金/EPS	0.94	2.51	1.70	-0.63	1.66
留存收益	624.84	549.83	747.82	1098.02	1620.14	估值					
少数股东权益	19.04	13.97	10.56	4.53	-4.47	PE	37.02	55.71	29.10	16.45	11.03
负债和权益总计	3855.74	4108.93	6437.30	11446.73	12632.14	PEG	2.76	4.22	64.47	0.57	0.15
现金流量表	(百万)					PB	3.36	3.48	3.15	2.70	2.24
经营活动现金流	274.78	334.18	448.08	-293.66	1154.21	EV/EBITDA	24.09	33.97	19.03	11.96	7.87
其中营运资本减少	-58.43	170.97	48.97	-1195.59	-164.75	EV/SALES	2.76	3.29	3.08	2.08	1.41
投资活动现金流	-0.01	41.93	-2122.94	-2527.24	-338.22	EV/IC	2.63	2.64	2.13	1.42	1.26
其中资本支出	35.19	21.90	2035.77	2270.25	-33.75	ROIC/WACC	2.30	1.61	1.26	1.55	2.17
融资活动现金流	-275.58	-215.49	1135.40	3506.83	-253.33	REP	1.15	1.64	1.69	0.92	0.58
净现金总变化	2.69	159.39	-539.46	685.93	562.66						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>