长城证券 GREAT WALL SECURITIES

证券研究报告

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2021 年 02 月 05 日

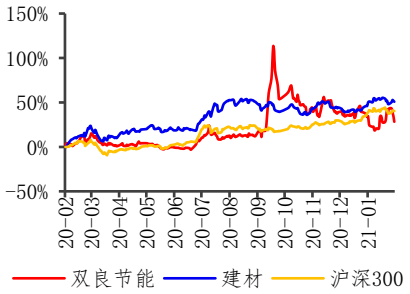
市场数据

目前股价	3.59
总市值（亿元）	58.60
流通市值（亿元）	58.42
总股本（万股）	163,230
流通股本（万股）	162,726
12 个月最高/最低	6.57/2.67

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

<<多晶硅还原炉订单拓展顺利>>
2021-01-19
<<机械订单快速增长，苯乙烯扩产正当其时>> 2014-02-23

中标大全新能源换热器订单，延伸服务范围

——双良节能（600481）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2505	2527	1995	2948	4005
(+/-%)	45.8%	0.9%	-21.1%	47.7%	35.9%
净利润（百万元）	252	207	131	243	267
(+/-%)	162.5%	-17.9%	-36.6%	85.7%	9.6%
摊薄 EPS	0.15	0.13	0.08	0.15	0.16
PE	23.3	28.3	44.7	24.1	22.0

资料来源：长城证券研究所

核心观点

事件：公司公告签订日常经营性合同。对此点评如下：

公司 2 月 4 日公告与大全新能源签订 5,200 万元再沸器、冷却器等换热器设备订单，具备为多晶硅企业提供还原炉、换热器等综合服务的能力。公司近期与新疆大全新能源股份有限公司签订了《新疆大全新能源股份有限公司换热器设备采购合同》，合同标的为再沸器、冷却器等换热器设备，合同金额为人民币 5,200 万元。新疆大全新能源股份有限公司 15GW 光伏组件及配套项目位于新疆石河子开发区化工新材料产业园新疆大全新能源股份有限公司厂区内。项目建设规模为年产 15GW 光伏组件。若本合同顺利履行，将对公司本年度以及未来资产总额、资产净额和净利润有一定积极影响，有利于提升公司除多晶硅还原炉以外的其他设备在光伏市场的盈利能力。合同履行期限：2021 年 7 月 30 日前全部交付至买方现场，具体发货计划按买方通知。

公司近期中标大全新能源、云南通威、四川永祥、东方希望、亚洲硅业多晶硅还原炉订单，中标金额合计达到 8.4 亿元。1）1 月 18 日，公司公告中标多晶硅还原炉订单。公司中标《新疆大全新能源股份有限公司年产 15GW 光伏组件及配套项目（B 阶段）还原炉及撬块》招标项目。该项目位于新疆石河子开发区化工新材料产业园新疆大全新能源股份有限公司厂区内。预计中标金额 2.92 亿元。**2）**公司中标《云南通威高纯晶硅有限公司一期 4 万吨高纯晶硅项目还原炉》招标项目。该项目位于云南省保山市工贸园区，总投资约 40 亿元，主要从事高纯晶硅的研发、生产和销售等，预计 2021 年底建成投产。预计中标金额 1.77 亿元。**3）**10 月 15 日，公司公告中标《四川永祥新能源有限公司光伏硅材料制造技改项目（二期 4.5 万吨高纯晶硅项目）多对棒还原炉》招标项目。通威股份旗下的四川永祥新能源有限公司乐山高纯晶硅二期项目计划总投资约 35 亿元，项目预计 2021 年底前竣工。预计中标金额 1.56 亿元。**4）**1 月 25 日，公司公告中标《新疆东方希望新能源有限公司 6 万吨/年多晶硅还原车间还原炉买卖合同》，合同标的为新疆东方希望新能源有限公司 6 万吨/年多晶硅还原车间中使用的 56 对棒还原炉设备，合同金额为人民币 1.59 亿元。**5）**

1 月 25 日，公司公告中标《青海亚洲硅业半导体有限公司 60000t/a 电子级多晶硅一期项目供货合同》，合同标的为青海亚洲硅业半导体有限公司 60000t/a 电子级多晶硅一期项目使用的 48 对棒还原炉设备及撬块，合同金额为人民币 0.57 亿元。

投资建议：公司节能类业务有望在 21 年复苏，多晶硅还原炉近期订单拓展顺利，维持推荐评级。预计公司 2020~2022 年归母净利润分别达到 1.3、2.4、2.7 亿元，增速分别为-37%、86%、10%，对应市盈率 45、24、22 倍。公司节能类、多晶硅还原炉业务实力较强，拥有世界最大的溴化锂吸收式冷（温）水机组研发制造基地、国内最大的空冷钢结构塔研发制造基地，以及最大单炉产量的多晶硅还原炉制造基地。近期多晶硅还原炉订单拓展顺利。

风险提示：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 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2505.07	2527.34	1995.29	2947.93	4005.45
营业成本	1774.84	1798.27	1395.39	2104.45	2882.90
营业费用	217.38	250.89	209.51	294.79	400.55
管理费用	123.07	128.21	109.74	132.66	180.25
研发费用	84.94	102.96	109.74	117.92	160.22
财务费用	-0.52	8.10	25.37	18.25	69.71
其他收益	6.39	4.83	4.83	4.83	4.83
投资净收益	-2.76	10.55	10.76	10.98	11.20
营业利润	295.75	233.89	150.98	277.77	301.37
营业外收支	18.38	18.09	8.66	18.66	23.66
利润总额	314.13	251.98	159.64	296.43	325.03
所得税	57.94	37.45	23.72	44.05	48.30
少数股东损益	4.36	7.76	4.92	9.13	10.01
净利润	251.83	206.78	131.00	243.25	266.72

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2864.79	2879.29	2599.34	3201.09	3502.94
货币资金	1118.25	1064.79	892.00	924.87	1256.65
应收票据及应收账款合计	1122.65	1157.34	1059.65	1396.96	1365.42
其他应收款	64.68	71.08	0.00	73.70	26.44
存货	417.88	255.11	303.05	398.44	425.25
非流动资产	1023.85	976.44	1178.05	1330.17	1508.65
固定资产	464.67	447.84	572.20	669.94	773.22
资产总计	3888.64	3855.74	3777.40	4531.26	5011.59
流动负债	1603.29	1553.38	1535.61	2161.57	2596.31
短期借款	428.47	370.39	370.39	430.81	685.49
应付账款	492.62	619.53	670.96	794.28	1007.04
非流动负债	9.89	4.06	4.06	4.06	4.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	1613.19	1557.45	1539.67	2165.63	2600.37
股东权益	2275.45	2298.29	2237.73	2365.63	2411.23
股本	1637.50	1637.34	1637.34	1637.34	1637.34
留存收益	614.54	624.84	631.61	644.18	657.96
少数股东权益	26.61	19.04	23.96	33.08	43.09
负债和股东权益	3888.64	3855.74	3777.40	4531.26	5011.59

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	297.80	274.78	275.42	304.17	605.54
其中营运资本减少	14.30	-58.43	89.38	-3.32	209.98
投资活动现金流	-218.85	-0.01	-226.36	-188.98	-227.59
资本支出	45.63	35.19	111.36	105.34	109.91
筹资活动现金流	-356.95	-275.58	-221.85	-82.31	-46.17
现金净增加额	-271.37	2.69	-172.79	32.87	331.78

主要财务指标

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	45.8%	0.9%	-21.1%	47.7%	35.9%
营业成本增长	47.6%	1.3%	-22.4%	50.8%	37.0%
营业利润增长	226.7%	-20.9%	-35.4%	84.0%	8.5%
利润总额增长	170.9%	-19.8%	-36.6%	85.7%	9.6%
净利润增长	162.5%	-17.9%	-36.6%	85.7%	9.6%
获利能力					
毛利率(%)	29.2%	28.8%	30.1%	28.6%	28.0%
销售净利率(%)	10.2%	8.5%	6.8%	8.6%	6.9%
ROE(%)	11.3%	9.3%	6.1%	10.7%	11.5%
ROIC(%)	20.6%	16.2%	9.9%	17.9%	21.6%
营运效率					
销售费用/营业收入	8.7%	9.9%	10.5%	10.0%	10.0%
管理费用/营业收入	4.9%	5.1%	5.5%	4.5%	4.5%
研发费用/营业收入	3.4%	4.1%	5.5%	4.0%	4.0%
财务费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.3%	1.3%	0.6%
投资收益/营业利润	-0.9%	4.5%	7.1%	4.0%	3.7%
所得税/利润总额	18.4%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
应收账款周转率	2.41	2.22	1.80	2.40	2.90
存货周转率	4.05	5.34	5.00	6.00	7.00
流动资产周转率	0.86	0.88	0.73	1.02	1.19
总资产周转率	0.65	0.65	0.52	0.71	0.84
偿债能力					
资产负债率(%)	41.5%	40.4%	40.8%	47.8%	51.9%
流动比率	1.79	1.85	1.69	1.48	1.35
速动比率	1.44	1.48	1.28	1.11	1.02
每股指标（元）					
EPS	0.15	0.13	0.08	0.15	0.16
每股净资产	1.38	1.40	1.36	1.43	1.45
每股经营现金流	0.20	0.12	0.17	0.19	0.37
每股经营现金/EPS	1.32	0.94	2.10	1.25	2.27
估值比率					
P/E	23.27	28.34	44.73	24.09	21.97
PEG	-2.63	2.12	3.36	-48.34	2.48
P/B	2.61	2.57	2.65	2.51	2.47
EV/EBITDA	14.65	17.95	28.11	15.75	13.86
EV/SALES	2.08	2.06	2.69	1.84	1.33
EV/IC	24.76	1.94	1.96	2.08	1.96
ROIC/WACC	2.38	1.87	1.14	2.10	2.65
REP	0.82	1.05	1.82	0.93	0.66

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，若给您造成不便，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：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——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：

推荐——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;
回避——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

长城证券 GREAT WALL SECURITIES