

2021年08月23日

大全能源 (688303.SH)

公司快报

基础化工 | 其他化学原料 III

 投资评级 **买入-A(维持)**
 股价(2021-08-20) **64.30 元**

交易数据

总市值(百万元)	123,777.50
流通市值(百万元)	12,765.33
总股本(百万股)	1,925.00
流通股本(百万股)	198.53
12个月价格区间	57.68/80.21 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

分析师

 肖索
 SAC 执业证书编号: S09105180070004
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20377056

相关报告

大全能源: 硅料龙头, 高速低估 2021-07-21

上半年业绩超预期, 中长期扩产规划明确

投资要点

- ◆ **事件:** 公司发布了 2021 年半年报, 2021H1 实现营业收入 45.12 亿元, 同比增长 111.99%; 毛利率 60.92%, 同比增长 35.90pct; 归母净利润 21.61 亿元, 同比增长 597.96%, 超过公司预测值上限 12.55%。其中 2021Q2 单季营收 28.50 亿元, 同比+200.47%, 环比+71.57%; 归母净利润 15.79 亿元, 同比+2671.14%, 环比+171.25%。
- ◆ **上半年多晶硅市场紧俏, 公司硅料毛利率大幅提升:** 2021H1, 公司多晶硅销售收入 44.88 亿元(同比+112.38%), 占总营收 99.48%, 毛利率 60.71%(同比+36.23pct); 产量/销量分别 4.13/4.25 万吨(同比+9.01%/+11.98%), 其中产量约占国内总量 18.19%; 单吨销售价格(不含税) 10.55 万元(同比+89.67%)。2021Q2 销量 2.11 万吨(环比-1.91%), 单吨销售价格 13.45 万元(环比+74.28%), 毛利率 69.16%(环比+22.88%)。下半年硅料供应仍偏紧, 价格相较上半年高点回调幅度有限, 公司今年全年盈利可观。
- ◆ **长协锁定头部客户需求, 2024 年产能有望扩张至 27 万吨:** 截至 6 月 30 日, 公司与隆基股份、晶科能源、上机数控、中环股份、天合光能等硅片龙头企业签订了最远到 2025 年的供货合同, 年均供应量高达 16.07 万吨。公司多晶硅目前年产能 7 万吨, 全年预计产量 8.3-8.5 万吨。产能扩建方面, 三期 B 年产 3.5 万吨项目预计年底投产, 2022 年 3 月底前达产; 公司还计划在未来三年保持年均 50% 左右的产能增速, 2024 年底前总产能将达 27 万吨/年。公司积极扩张产能, 将进一步巩固行业地位。
- ◆ **研发投入快速增长, 确保核心竞争优势:** 2021H1, 公司研发投入合计 1.29 亿元, 同比增长 406.07%, 研发投入占比 2.85%, 同比增加 1.65pct。上半年, 新增获得专利数 20 项, 累计专利数达 156 项。通过持续研发技术, 公司单晶硅片用料产量占比已达到 99% 以上, 并已实现 N 型高纯硅料的批量供给, 处于国内先进水平。
- ◆ **投资建议:** 公司上半年业绩超预期, 全年硅料价格有望维持高位, 未来三年产能持续扩张, 我们上调公司 2021 年-2023 年归母净利润分别至 64.9 亿元、76.2 亿元、84.1 亿元, 相当于 2021 年 19.1 倍的动态市盈率, 维持“买入-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示:** 行业产能供给释放超预期; 硅料价格大幅下跌; 公司新产能释放不及预期; 其他突发爆炸等生产风险; 光伏行业需求不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,426	4,664	11,828	14,928	17,663
YoY(%)	21.7	92.3	153.6	26.2	18.3
净利润(百万元)	247	1,043	6,493	7,616	8,413
YoY(%)	-39.0	322.3	522.2	17.3	10.5
毛利率(%)	22.3	33.6	70.9	63.8	59.1
EPS(摊薄/元)	0.13	0.64	3.37	3.96	4.37
ROE(%)	7.4	22.4	37.7	30.7	25.3
P/E(倍)	501.0	100.1	19.1	16.3	14.7
P/B(倍)	37.2	26.5	7.2	5.0	3.7
净利率(%)	10.2	22.4	54.9	51.0	47.6

数据来源: wind, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2349	2139	14234	21338	28342	营业收入	2426	4664	11828	14928	17663
现金	784	696	11,469	16,874	24,321	营业成本	1886	3096	3444	5400	7215
应收票据及应收账款	1,161	1,057	2,255	3,578	3,171	营业税金及附加	9	14	30	45	62
预付账款	10	51	11	83	50	营业费用	46	4	12	22	26
存货	274	321	391	723	732	管理费用	109	84	89	119	141
其他流动资产	119	14	108	80	67	研发费用	34	47	89	149	141
非流动资产	6,759	6,863	8,644	10,445	11,125	财务费用	78	186	226	181	127
长期投资	4	4	4	4	4	资产减值损失	0	-13	300	50	50
固定资产	6461	6483	7852	9429	9961	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	195	199	193	186	179	投资净收益	2	0	1	1	1
其他非流动资产	62	98	156	106	120	营业利润	308	1229	7639	8961	9900
资产总计	9108	9002	22878	31783	39466	营业外收入	1	2	2	2	2
流动负债	4384	2903	4231	5480	4710	营业外支出	0	8	3	4	5
短期借款	1256	751	1000	1000	1000	利润总额	309	1223	7638	8959	9897
应付票据及应付账款	882	688	1111	2340	1893	所得税	62	180	1146	1344	1485
其他流动负债	1668	1105	1219	1331	1218	税后利润	247	1043	6492	7615	8412
非流动负债	1391	1431	1420	1461	1502	少数股东损益	-0	-0	-0	-1	-1
长期借款	1055	804	1000	1000	1000	归属母公司净利润	247	1043	6493	7616	8413
其他非流动负债	336	626	420	461	502	EBITDA	618	1895	8742	10291	11362
负债合计	5775	4334	5651	6941	6212	主要财务比率					
少数股东权益	4	3	3	2	1	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	1383	1625	1925	1925	1925	成长能力					
资本公积	293	336	6103	6103	6103	营业收入(%)	21.7	92.3	153.6	26.2	18.3
留存收益	1660	2703	9196	16812	25225	营业利润(%)	-36.1	298.7	521.8	17.3	10.5
归属母公司股东权益	3329	4664	17224	24840	33253	归属于母公司净利润(%)	-39.0	322.3	522.2	17.3	10.5
负债和股东权益	9108	9002	22878	31783	39466	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	22.3	33.6	70.9	63.8	59.1
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	10.2	22.4	54.9	51.0	47.6
经营活动现金流	-758	416	7203	8512	9584	ROE(%)	7.4	22.4	37.7	30.7	25.3
净利润	247	1043	6493	7616	8413	ROIC(%)	9.5	23.5	115.5	99.1	83.7
折旧摊销	274	461	877	1149	1335	偿债能力					
财务费用	78	186	226	181	127	资产负债率(%)	63.4	48.1	24.7	21.8	15.7
投资损失	-2	0	-1	-1	-1	流动比率	0.5	0.7	3.4	3.9	6.0
营运资金变动	-313	-1471	-391	-432	-290	速动比率	0.5	0.6	3.3	3.8	5.9
其他经营现金流	-1042	197	-0	-1	-1	营运能力					
投资活动现金流	-775	-442	-2599	-2999	-1999	总资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
筹资活动现金流	1444	100	6170	-109	-137	应收账款周转率	591	-	900	1066	1457
						应付账款周转率	12.6	17.2	32.5	24.9	21.0
每股指标 (元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.64	3.37	3.96	4.37	P/E	501.0	100.1	19.1	16.3	14.7
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.39	0.22	3.74	4.42	4.98	P/B	37.2	26.5	7.2	5.0	3.7
每股净资产(最新摊薄)	1.73	2.42	8.95	12.90	17.27	EV/EBITDA	0.0	0.0	13.1	10.6	8.9

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn