

大全能源 (688303.SH)

三季度盈利超预期，硅料龙头强化成本优势

事件：大全能源发布2021年第三季度报告。

硅料持续供不应求，前三季度业绩实现高增，超市场预期。今年以来，受益于光伏装机需求高速增长，硅料价格持续上行，同比去年大幅提升，公司多晶硅料业务设计产能7万吨，前三季度产销分别实现6.30、6.37万吨，产能利用率约为120%，持续满产满销，推动盈利实现大幅增长。2021年1-9月，多晶硅不含税价格为129.72元/kg，推动公司实现营业收入83.05亿元，同比增长177.16%，实现归母净利润44.73亿元，同比增长799.73%。单季度来看，2021Q3公司实现多晶硅销售2.12万吨，归母净利润23.12亿元，单吨盈利约为109元/kg，超市场预期。

全年持续满负荷生产，市占率行业领先，积极布局产能扩张计划。根据硅业分会数据，2021年前三季度国内多晶硅产量约为35.48万吨，公司产量占比约为17.76%，处于行业第一梯队。全年来看，公司将保持满负荷生产，全年预计产量为8.3-8.5万吨，维持行业领先地位。在产能扩张方面，公司IPO募投项目三期B阶段3.5万吨扩产项目预计年底建成投产，2022年3月底之前达产，有望进一步推动公司产销规模的增长。此外，在下游光伏装机高增的背景下，公司积极布局产能扩张计划，计划在未来三年产能保持年均50%的增速，拟在2024年底前实现硅料总产能27万吨/年，持续强化龙头地位。

创新技术研发，持续推动成本下降，成本领先优势显著。公司在工艺进步与技术研发方面持续投入，持续推动成本下降，2021年上半年公司硅料单位成本为41.46元/kg，同比下降1.33%，单位现金成本35.53元/kg，同比下降0.73%，三季度来看，由于上游工业硅价格抬升，公司硅料业务单位成本小幅上升至45.05元/kg，领先优势较为显著。

盈利预测：预计公司2021-2023年实现归母净利润66.44/69.85/74.33亿元，对应PE估值23.5/22.3/21.0倍，维持“增持”评级。

风险提示：硅料行业竞争加剧；光伏装机不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,426	4,664	12,350	13,797	16,041
增长率 yoy (%)	21.7	92.3	164.8	11.7	16.3
归母净利润(百万元)	247	1,043	6,644	6,985	7,433
增长率 yoy (%)	-39.0	322.3	536.8	5.1	6.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.13	0.54	3.45	3.63	3.86
净资产收益率 (%)	7.4	22.3	37.4	28.2	23.1
P/E (倍)	631.7	149.6	23.5	22.3	21.0
P/B (倍)	46.9	33.5	8.8	6.3	4.9

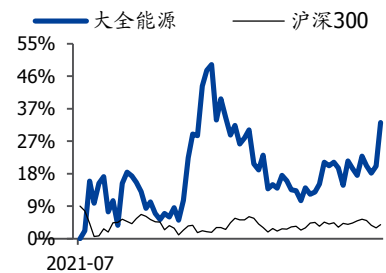
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年10月29日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	
前次评级	增持
10月29日收盘价(元)	81.07
总市值(百万元)	156,059.75
总股本(百万股)	1,925.00
其中自由流通股(%)	10.31
30日日均成交量(百万股)	11.15

股价走势



作者

分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei1@gszq.com

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

相关研究

- 1、《大全能源(688303.SH)：上半年业绩高增，硅料龙头积极布局扩产计划》2021-08-19
- 2、《N大全能源(688303.SH)：硅料龙头回A再出发，成本优势构筑护城河》2021-07-24

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2349	2139	14587	19601	28711
现金	784	696	11970	16435	24981
应收票据及应收账款	1161	1057	2031	2568	2779
其他应收款	2	2	8	3	9
预付账款	10	51	111	70	141
存货	274	321	455	513	788
其他流动资产	118	12	12	12	12
非流动资产	6759	6863	10448	10846	11890
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	6461	6483	9989	10394	11437
无形资产	195	199	202	206	213
其他非流动资产	99	176	254	241	236
资产总计	9108	9002	25035	30447	40601
流动负债	4384	2903	5471	4137	7025
短期借款	1256	751	751	751	751
应付票据及应付账款	882	688	1361	1194	1514
其他流动负债	2246	1465	3359	2192	4760
非流动负债	1391	1431	1806	1568	1400
长期借款	1055	804	1180	941	774
其他非流动负债	336	626	626	626	626
负债合计	5775	4334	7276	5704	8425
少数股东权益	4	3	3	3	2
股本	1383	1625	1925	1925	1925
资本公积	293	336	6483	6483	6483
留存收益	1660	2703	9347	16332	23764
归属母公司股东权益	3329	4664	17755	24740	32173
负债和股东权益	9108	9002	25035	30447	40601

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-758	416	8709	5829	10477
净利润	247	1043	6644	6984	7433
折旧摊销	274	461	419	539	602
财务费用	78	186	188	204	153
投资损失	-2	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-1451	-1268	1459	-1898	2290
其他经营现金流	95	-5	0	0	0
投资活动现金流	-775	-442	-4004	-935	-1646
资本支出	931	442	3586	397	1045
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	156	0	-419	-538	-602
筹资活动现金流	1444	100	6569	-429	-284
短期借款	1021	-506	0	0	0
长期借款	138	-251	375	-238	-167
普通股增加	0	242	300	0	0
资本公积增加	70	43	6147	0	0
其他筹资现金流	215	571	-253	-190	-117
现金净增加额	-91	74	11274	4465	8547

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2426	4664	12350	13797	16041
营业成本	1886	3096	4040	5037	6770
营业税金及附加	9	14	36	33	31
营业费用	46	4	10	11	13
管理费用	109	84	222	241	272
研发费用	34	47	126	133	147
财务费用	78	186	188	204	153
资产减值损失	0	-13	-12	-18	-28
其他收益	42	8	47	32	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	0	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	308	1229	7788	8188	8714
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	0	8	3	3	3
利润总额	309	1223	7787	8186	8712
所得税	62	180	1143	1202	1279
净利润	247	1043	6644	6984	7433
少数股东损益	0	0	0	0	-1
归属母公司净利润	247	1043	6644	6985	7433
EBITDA	705	1762	8095	8380	8767
EPS (元)	0.13	0.54	3.45	3.63	3.86

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	21.7	92.3	164.8	11.7	16.3
营业利润(%)	-36.1	298.7	533.9	5.1	6.4
归属于母公司净利润(%)	-39.0	322.3	536.8	5.1	6.4
获利能力					
毛利率(%)	22.3	33.6	67.3	63.5	57.8
净利率(%)	10.2	22.4	53.8	50.6	46.3
ROE(%)	7.4	22.3	37.4	28.2	23.1
ROIC(%)	5.5	15.4	31.8	24.5	20.1
偿债能力					
资产负债率(%)	63.4	48.1	29.1	18.7	20.8
净负债比率(%)	65.4	39.1	-51.5	-55.9	-69.9
流动比率	0.5	0.7	2.7	4.7	4.1
速动比率	0.4	0.6	2.6	4.6	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.5	0.7	0.5	0.5
应收账款周转率	2.9	4.2	8.0	6.0	6.0
应付账款周转率	2.9	3.9	3.9	3.9	5.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.54	3.45	3.63	3.86
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.39	0.22	4.52	3.03	5.44
每股净资产(最新摊薄)	1.73	2.42	9.22	12.85	16.71
估值比率					
P/E	631.7	149.6	23.5	22.3	21.0
P/B	46.9	33.5	8.8	6.3	4.9
EV/EBITDA	224.4	89.6	18.2	17.0	15.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com