

单吨盈利持续创新高，新产能投产在即 买入（上调）

2021年11月01日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号：S0600520070006
15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,664	12,493	14,174	17,199
同比（%）	92.3%	167.8%	13.5%	21.3%
归母净利润（百万元）	1043	7076	7421	7833
同比（%）	322.3%	578.1%	4.9%	5.6%
每股收益（元/股）	0.64	3.68	3.85	4.07
P/E（倍）	127.24	22.23	21.19	20.08

投资要点

2021Q1-Q3公司归属母公司净利润44.73亿元，同比增长799.73%，符合市场预期：公司发布2021年三季报，公司2021Q1-3实现营业收入83.05亿元，同比增长177.16%；实现利润总额52.57亿元，同比增长805.33%；实现归属母公司净利润44.73亿元，同比增长799.73%。其中2021Q3，实现营业收入37.93亿元，同比增长336.95%，环比增长33.07%；实现归属母公司净利润23.12亿元，同比增长1132.74%，环比增长46.47%。Q1-3毛利率为67.28%，同比上升39.40pct，Q3毛利率74.84%，同比上升39.97pct，环比上升5.48pct；Q1-3归母净利率为53.86%，同比上升37.27pct，Q3归母净利率60.97%，同比上升39.36pct，环比上升5.58pct。

硅料涨价覆盖成本上升，盈利逐季增强：公司2021Q1-3均保持满负荷生产，硅料产销量稳定，各季销售硅料2.15、2.11、2.12万吨，合计产销率达101%。2021年以来由于硅粉原材料价格上涨及产量略少的影响，生产成本逐季上升，Q3成本为45.05元/KG，环比上涨9%。但由于硅料新增产能有限，价格博弈可覆盖硅粉成本抬升。

需求旺盛亟待扩产，3B项目预计年底投放。全球各主要市场对可再生能源的需求快速上涨，而硅料新增产能有限，公司一直保持满负荷生产，名义年产能7万吨，全年预计产量为8.3-8.5万吨。公司IPO募投的三期B阶段年产35,000吨多晶硅扩产项目正在建设中，我们预计2021年底建成投产，2022年3月底之前达产，将进一步巩固公司的竞争优势和行业地位。

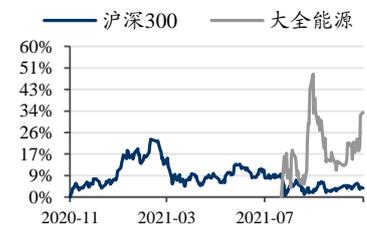
三费控制能力稳定：公司2021Q1-3期间费用同比增长7.15%至2.46亿元，期间费用率下降4.7个百分点至2.96%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升3.83%、上升6.61%、下降10.98%、上升7.63%至0.03亿元、1.06亿元、0.34亿元、1.37亿元；费用率分别下降0.06、下降2.05、下降0.85、下降2.6个百分点至0.03%、1.28%、0.40%、1.65%。Q3，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+27.76%/+35.23%/+1.09%/-17.16%，费用率分别为0.02%/1.17%/0.33%/0.92%。

经营现金流净流入大幅减少，合同负债增加：公司2021年Q1-3经营活动现金流量净流入34.91亿元，同比增长2437.19%，其中Q3经营活动现金流量净额19.06亿元；公司2021年Q1-3销售商品取得现金67.88亿元，同比增长273.40%。2021年Q3期末合同负债11.6亿元，比Q3期初增长54.34%。2021年Q3期末存货3.42亿元，较Q3期初增加0.81亿元；2021年Q3期末存货周转天数环比上升3.24天至32.97天。

盈利预测与投资评级：基于2022年需求强劲，我们预计2022年硅料价格均价在10万元/吨以上，我们上调公司盈利预测。2021-2023年归母净利润预期为71/74/78亿元，前值为57.22/63.72/70.38亿元，同增578.1%/4.9%/5.6%，对应EPS为3.68/3.85/4.07元/股，我们给予2022年25倍PE，对应目标价96元，上调至“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，光伏政策超预期变化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	81.70
一年最低/最高价	57.68/96.00
市净率(倍)	10.34
流通A股市值(百万元)	16219.71

基础数据

每股净资产(元)	7.90
资产负债率(%)	23.93
总股本(百万股)	1925.00
流通A股(百万股)	198.53

相关研究

1、《大全能源：老牌硅料供应商，募资固产争龙头》2021-08-25

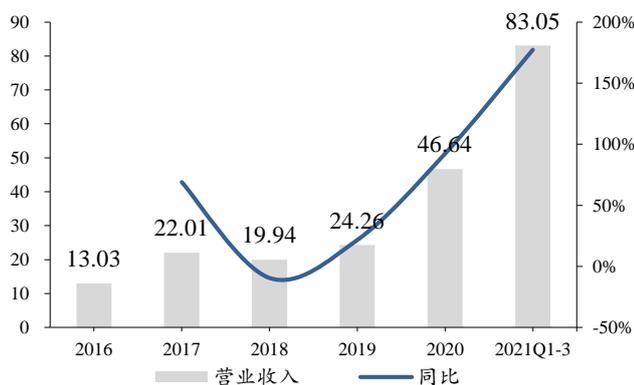
2021Q1-Q3 公司归属母公司净利润 44.73 亿元, 同比增长 799.73%, 符合市场预期:
 公司发布 2021 年三季报, 公司 2021Q1-3 实现营业收入 83.05 亿元, 同比增长 177.16%; 实现利润总额 52.57 亿元, 同比增长 805.33%; 实现归属母公司净利润 44.73 亿元, 同比增长 799.73%。其中 2021Q3, 实现营业收入 37.93 亿元, 同比增长 336.95%, 环比增长 33.07%; 实现归属母公司净利润 23.12 亿元, 同比增长 1132.74%, 环比增长 46.47%。Q1-3 毛利率为 67.28%, 同比上升 39.40pct, Q3 毛利率 74.84%, 同比上升 39.97pct, 环比上升 5.48pct; Q1-3 归母净利率为 53.86%, 同比上升 37.27pct, Q3 归母净利率 60.97%, 同比上升 39.36pct, 环比上升 5.58pct。

表 1: 2021Q1-3 收入 83.05 亿元, 同比增长 177.16%; 盈利 44.73 亿元, 同比增长 799.73%

大全能源	2021Q1-3	2020Q1-3	同比	2021Q3	2020Q3	同比	2021Q2	环比
营业收入 (亿元)	83.05	29.96	177.2%	37.93	8.68	337.0%	28.50	33.1%
毛利率 (%)	67.3%	27.9%	39.4pct	74.8%	34.9%	40.0pct	69.4%	5.5pct
营业利润 (亿元)	52.59	5.88	794.5%	27.25	2.23	1122.1%	18.59	46.5%
利润总额 (亿元)	52.57	5.81	805.3%	27.20	2.18	1145.9%	18.60	46.2%
归属母公司净利润 (亿元)	44.73	4.97	799.7%	23.12	1.88	1132.7%	15.79	46.5%
扣非归母净利润 (亿元)	44.65	4.99	794.8%	23.10	0.00	-	15.76	-236.7%
归母净利率 (%)	53.9%	16.6%	37.3pct	61.0%	21.6%	39.4pct	55.4%	5.6pct
股本 (亿股)	19.25	6.50	-	19.25	6.50	-	16.25	-
EPS (元/股)	2.32	0.31	649.6%	1.20	0.12	901.0%	0.97	23.6%

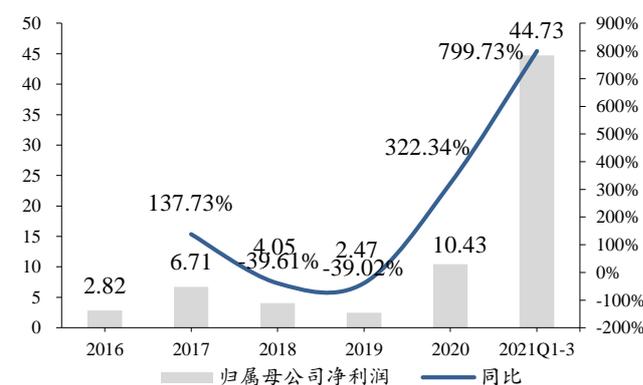
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2021Q1-3 收入 83.05 亿元, 同比+177.16%



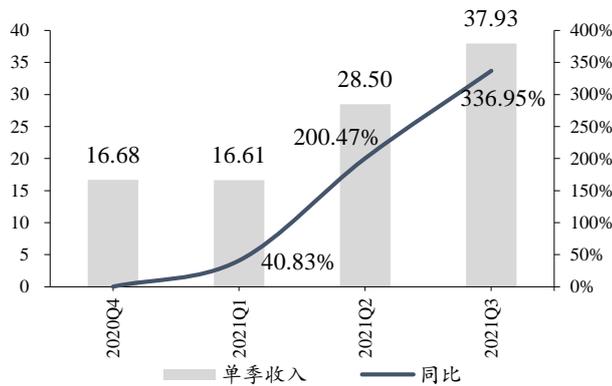
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021Q1-3 归母净利润 44.73 亿元, 同比+799.73%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 2021Q3 收入 37.93 亿元, 同比+336.95%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q3 归母净利润 23.12 亿元, 同比+1132.74%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021Q1-3 毛利率、净利率同比+39.4pct、+37.27pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

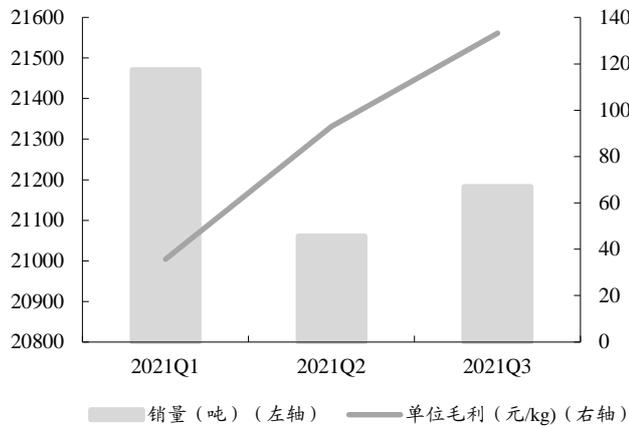
图 6: 2021Q3 毛利率、净利率同比+39.97pct、+39.36pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

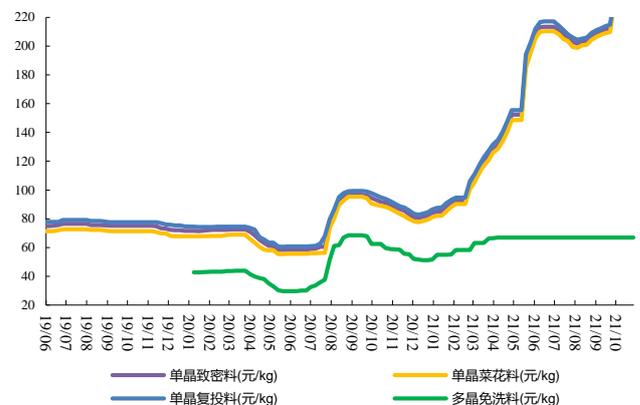
硅料涨价覆盖成本上升, 盈利逐季增强: 公司 2021Q1-3 均保持满负荷生产, 硅料产销量稳定, 各季销售硅料 2.15、2.11、2.12 万吨, 合计产销率达 101%。2021 年以来由于硅粉原材料价格上涨及产量略少的影响, 生产成本逐季上升, Q3 成本为 45.05 元/KG, 环比上涨 9%。但由于硅料新增产能有限, 价格博弈可覆盖硅粉成本抬升。2021Q3 公司单位毛利为 133.23 元/kg, 环比上升 43.27%, 公司充分受益硅料价格上涨。2021Q4 装机需求旺盛, 九月底硅料价格开始连续跳涨, 截至 10 月 27 日价格达 26-27 万元/吨, 我们预计公司 Q4 业绩将再攀升。

图 7: 大全能源 2021 年单季销量及单位毛利



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 硅料价格走势 (硅料协会口径), 截至 10 月 27 日

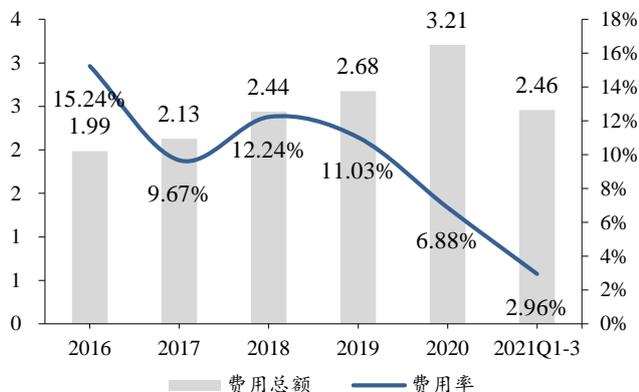


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

需求旺盛亟待扩产, 3B 项目预计年底投放。全球各主要市场对可再生能源的需求快速上涨, 而硅料新增产能有限, 公司一直保持满负荷生产, 名义年产能 7 万吨, 全年预计产量为 8.3-8.5 万吨。公司 IPO 募投的三期 B 阶段年产 35,000 吨多晶硅扩产项目正在建设中, 我们预计 2021 年底建成投产, 2022 年 3 月底之前达产, 将进一步巩固公司的竞争优势和行业地位。

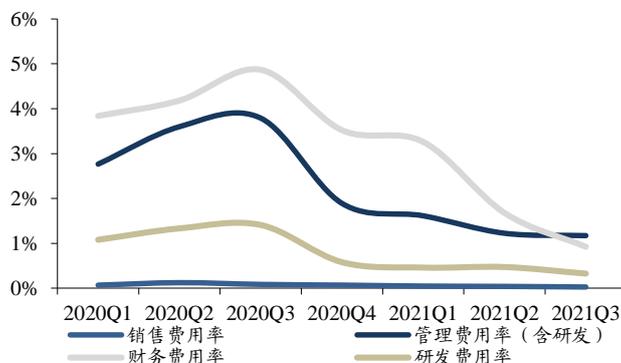
三费控制能力稳定: 公司 2021Q1-3 期间费用同比增长 7.15%至 2.46 亿元, 期间费用率下降 4.7 个百分点至 2.96%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比上升 3.83%、上升 6.61%、下降 10.98%、上升 7.63%至 0.03 亿元、1.06 亿元、0.34 亿元、1.37 亿元; 费用率分别下降 0.06、下降 2.05、下降 0.85、下降 2.6 个百分点至 0.03%、1.28%、0.40%、1.65%。Q3, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比 +27.76%/+35.23%/+1.09%/-17.16%, 费用率分别为 0.02%/1.17%/0.33%/0.92%。

图 9: 2021Q1-3 期间费用 2.46 亿元, 同比+7.15%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 2021Q3 期间费用率 2.12%, 同比-6.62pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

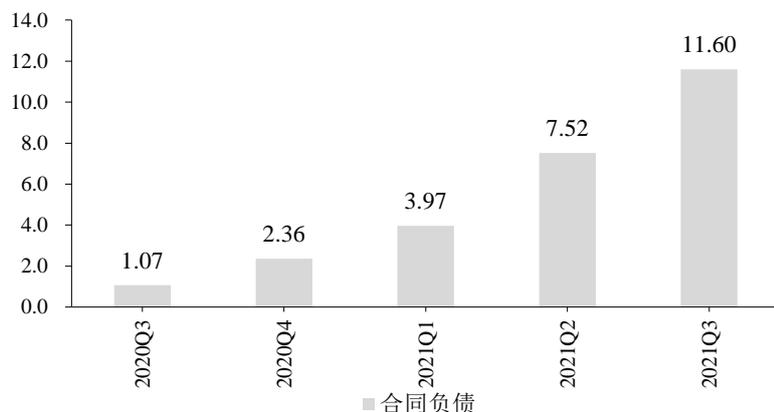
经营现金流净流入大幅减少, 合同负债增加: 公司 2021 年 Q1-3 经营活动现金流量净流入 34.91 亿元, 同比增长 2437.19%, 其中 Q3 经营活动现金流量净额 19.06 亿元; 公司 2021 年 Q1-3 销售商品取得现金 67.88 亿元, 同比增长 273.40%。2021 年 Q3 期末合同负债 11.6 亿元, 比 Q3 期初增长 54.34%。2021 年 Q3 期末存货 3.42 亿元, 较 Q3 期初增加 0.81 亿元; 2021 年 Q3 期末存货周转天数环比上升 3.24 天至 32.97 天。

图 11: Q3 现金净流入 19.06 亿元, 同比-8375.95%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 2021Q3 期末合同负债 11.6 亿元, 同比+986.65%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于 2022 年需求强劲, 我们预计 2022 年硅料价格均价在 10 万元/吨以上, 我们上调公司盈利预测。2021-2023 年归母净利润预期为 71/74/78 亿元, 前值为 57.22/63.72/70.38 亿元, 同增 578.1%/4.9%/5.6%, 对应 EPS 为 3.68/3.85/4.07 元/股, 我们给予 2022 年 25 倍 PE, 对应目标价 96 元, 上调至“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 光伏政策超预期变化。

大全能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2139	7891	14271	22175	营业收入	4664	12493	14174	17199
现金	696	5826	11934	19316	营业成本	3096	3332	4440	6900
应收账款	1057	1291	1465	1778	营业税金及附加	14	37	43	52
存货	321	274	365	567	销售费用	4	93	106	128
其他流动资产	65	500	507	515	管理费用	88	631	715	867
非流动资产	6863	12449	17826	22962	财务费用	186	105	133	139
长期股权投资	4	4	4	4	投资净收益	0	209	150	150
固定资产	6561	12153	17537	22680	其他	-48	-26	-1	8
无形资产	199	193	186	179	营业利润	1229	8477	8887	9272
其他非流动资产	98	98	98	98	加:营业外净收支	-6	0	3	3
资产总计	9002	20339	32097	45137	利润总额	1223	8477	8890	9275
流动负债	2903	2468	2648	3444	减:所得税费用	180	1272	1334	1298
短期借款	1110	1110	1110	1110	少数股东损益	0	130	136	144
应付账款	688	548	487	756	归属母公司净利润	1043	7076	7421	7833
其他流动负债	1105	810	1051	1578	EBIT	1481	8443	8920	9311
非流动负债	1431	6931	11931	17231	EBITDA	1942	9126	10009	10884
长期借款	804	4804	8804	12804	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
其他非流动负债	626	2126	3126	4426	每股收益(元)	0.64	3.68	3.85	4.07
负债合计	4334	9399	14579	20675	每股净资产(元)	2.87	5.62	8.97	12.51
少数股东权益	3	120	242	371	发行在外股份(百万股)	1625	1925	1925	1925
归属母公司股东权益	4664	10820	17276	24091	ROIC(%)	20%	69%	46%	39%
负债和股东权益	9002	20339	32097	45137	ROE(%)	22%	65%	43%	33%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	34%	73%	69%	60%
经营活动现金流	416	8375	9589	10659	EBIT Margin(%)	32%	68%	63%	54%
投资活动现金	-442	-6325	-6516	-6760	销售净利率(%)	22%	57%	52%	46%
筹资活动现金流	100	3080	3035	3482	资产负债率(%)	48%	46%	45%	46%
现金净增加额	74	5130	6108	7382	收入增长率(%)	92%	168%	13%	21%
折旧和摊销	461	682	1089	1574	净利润增长率(%)	322%	578%	5%	6%
资本开支	-546	-6325	-6516	-6760	P/E	127	22	21	20
营运资本变动	-602	430	907	1074	P/B	28	12	8	6
企业自由现金流	790	1964	3062	3895	EV/EBITDA	71	16	15	14

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: [Http://www.dwzq.com.cn](http://www.dwzq.com.cn)