

2022年03月16日

# 大全能源 2021 年报点评：2021 年硅料盈利大增，新产能爬坡超预期 买入（维持）

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

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10,832	19,631	17,134	18,448
同比（%）	132.23%	81.23%	-12.72%	7.67%
归母净利润（百万元）	5,724	10,809	9,137	8,609
同比（%）	448.56%	88.84%	-15.47%	-5.78%
每股收益-最新股份摊薄（元/股）	2.97	5.62	4.75	4.47
P/E-现价&最新股本摊薄（倍）	19.36	10.25	12.13	12.88

## 投资要点

**2021 年公司归属母公司净利润 57.24 亿元，同比增长 448.56%：**公司发布 2021 年年报，公司 2021 年实现营业收入 108.32 亿元，同比增长 132.23%；实现利润总额 67.28 亿元，同比增长 450.18%；实现归属母公司净利润 57.24 亿元，同比增长 448.56%。其中 2021Q4，实现营业收入 25.27 亿元，同比增长 51.52%，环比减少 33.37%；实现归属母公司净利润 12.51 亿元，同比增长 128.95%，环比减少 45.91%。业绩环降主要是由于 2021Q4 多晶硅料销售仅为 1.1 万吨，较 2021Q3 减少 1 万吨所致。2021 年毛利率为 65.65%，同比上升 32.02pct，2021Q4 毛利率 60.32%，同比上升 16.34pct，环比下降 14.52pct；2021 年归母净利率为 52.8%，同比上升 30.47pct，2021Q4 归母净利率 49.49%，同比上升 16.74pct，环比下降 11.48pct。

**2021 年硅料盈利大增，2022 年利稳量增：**2021 年硅料产量 8.66 万吨，同增 12%，销量 7.5 万吨，同增 0.7%，单吨净利 7.6 万元/吨，同增 446%，其中 2021Q4 销量 1.2 万吨，单吨净利为 9.5 万元/吨。我们预计公司 2022 年产量 12-12.5 万吨，同增 39-44%，考虑库存转移，我们预计销量 13-13.5 万吨，同增 73-79%，其中 2022Q1 产量 3.1-3.2 万吨，销量 3.7-3.8 万吨，同增 72-77%，环增 218-228%，因 2022Q1 硅料价格坚挺，我们预计单吨净利将维持 11 万元/吨左右。全年看，假设硅料含税均价 16-18 万元/吨，对应单吨净利约为 7.5-8.5 万元/吨。

**4B 项目进展超市场预期，新项目加速扩产：**公司 4B 项目 3.5 万吨在 2021 年 12 月提前建成并于 2022 年 1 月达产，爬坡进度超市场预期，2022Q1 增量显著。目前公司有 10.5 万吨/年产能在产，实际产出可以达到 12 万吨/年，规模效应显著。产品品质优质，现有产能单晶用料占比为 99% 以上，并已经实现 N 型高纯硅料的批量销售。我们预计包头 10 万吨多晶硅&1000 吨半导体项目于 2022 年 3 月启动，2023 年 Q2 完工，持续扩产强化龙头地位。

**三费控制能力稳定：**公司 2021 年费用同比下降 4.66%至 3.06 亿元，期间费用率下降 4.05 个百分点至 2.82%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 10.17%、上升 11.67%、下降 12.32%、下降 16.47%至 0.04 亿元、1.47 亿元、0.42 亿元、1.55 亿元；费用率分别下降 0.04、下降 1.46、下降 0.63、下降 2.55 个百分点至 0.04%、1.35%、0.38%、1.43%。2021Q4，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+25.34%/+47.70%/-17.55%/-68.67%，费用率分别为 0.05%/1.59%/0.32%/0.73%。

**经营现金流净流入大幅环减，合同负债增加，彰显订单需求旺盛：**2021 年经营活动现金流量净流入 26.44 亿元，同比增长 534.87%，其中 Q4 经营活动现金流量净额-8.47 亿元；销售商品取得现金 78.7 亿元，同比增长 144.02%。经营活动现金流大幅环减主要由于 2021Q4 原材料上涨推动单价上涨，公司存货大幅上升，积累库存导致 2021Q4 经营性现金流较差。2021 年期末合同负债 12.9 亿元，比年初增长 446.47%。公司销售形式为款到付货，硅料紧俏价格坚挺且公司与多家客户签订订单收取款项导致合同负债大幅上升。2021 年期末存货 21.24 亿元，较期初上升 18.03 亿元；存货周转天数较期初上升 88.50 天至 118.32 天。

**盈利预测与投资评级：**基于硅料供给在 2022 年是紧平衡，我们预计硅料价格全年将维持高位，我们上调公司盈利预测。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 108/91/86 亿元，2022-2023 年前值为 74/78 亿元，同比+88.8%/-15.5%/-5.8%，对应 EPS 为 5.62/4.75/4.47 元/股，维持“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)	57.58
一年最低/最高价	47.88/96.00
市净率(倍)	6.73
流通 A 股市值(百万元)	12091.80

## 基础数据

每股净资产(元)	8.55
资产负债率(%)	26.72
总股本(百万股)	1925.00
流通 A 股(百万股)	215.65

## 相关研究

- 1、《大全能源 (688303)：单吨盈利持续创新高，新产能投产在即》2021-11-01
- 2、《大全能源：老牌硅料供应商，募资固产争龙头》2021-08-25

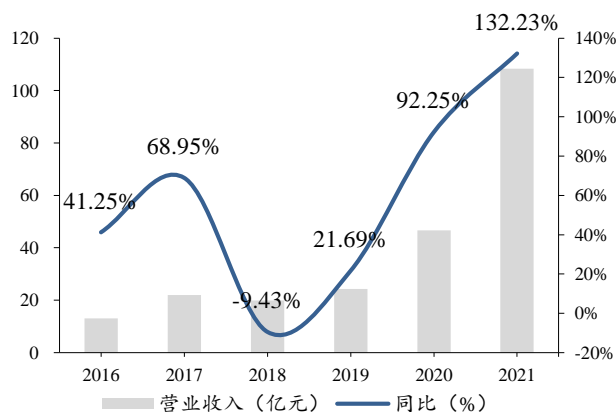
**2021年公司归属母公司净利润 57.24 亿元，同比增长 448.56%：**公司发布 2021 年年报，公司 2021 年实现营业收入 108.32 亿元，同比增长 132.23%；实现利润总额 67.28 亿元，同比增长 450.18%；实现归属母公司净利润 57.24 亿元，同比增长 448.56%。其中 2021Q4，实现营业收入 25.27 亿元，同比增长 51.52%，环比减少 33.37%；实现归属母公司净利润 12.51 亿元，同比增长 128.95%，环比减少 45.91%。业绩环降主要是由于 2021Q4 多晶硅料销售仅为 1.1 万吨，较 2021Q3 减少 1 万吨所致。2021 年毛利率为 65.65%，同比上升 32.02pct，2021Q4 毛利率 60.32%，同比上升 16.34pct，环比下降 14.52pct；2021 年归母净利率为 52.8%，同比上升 30.47pct，2021Q4 归母净利率 49.49%，同比上升 16.74pct，环比下降 11.48pct。

**表 1：2021 年收入 108.32 亿元，同比增长 132.23%；盈利 57.24 亿元，同比增长 448.56%**

大全能源	2021	2020	同比	2021Q4	2020Q4	同比	2021Q3	环比
营业收入 (亿元)	108.32	46.64	132.2%	25.27	16.68	51.5%	37.93	-33.4%
毛利率 (%)	65.7%	33.6%	32.0pct	60.3%	44.0%	16.3pct	74.8%	-14.5pct
营业利润 (亿元)	67.44	12.29	449.0%	14.85	6.41	131.8%	27.25	-45.5%
利润总额 (亿元)	67.28	12.23	450.2%	14.70	6.42	129.0%	27.20	-45.9%
归属母公司净利润 (亿元)	57.24	10.43	448.6%	12.51	5.46	128.9%	23.12	-45.9%
扣非归母净利润 (亿元)	57.07	10.42	447.8%	12.42	5.43	128.6%	23.10	-46.2%
归母净利率 (%)	52.8%	22.4%	30.5pct	49.5%	32.8%	16.7pct	61.0%	-11.5pct
股本 (亿股)	19.25	16.25	-	19.25	16.25	-	19.25	-
EPS (元/股)	2.97	0.64	363.1%	0.65	0.34	93.3%	1.20	-45.9%

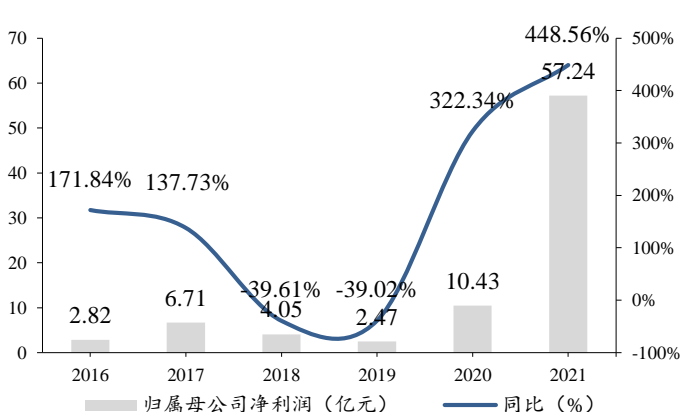
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 1：2021 年收入 108.32 亿元，同比+132.23% (亿元，%)**



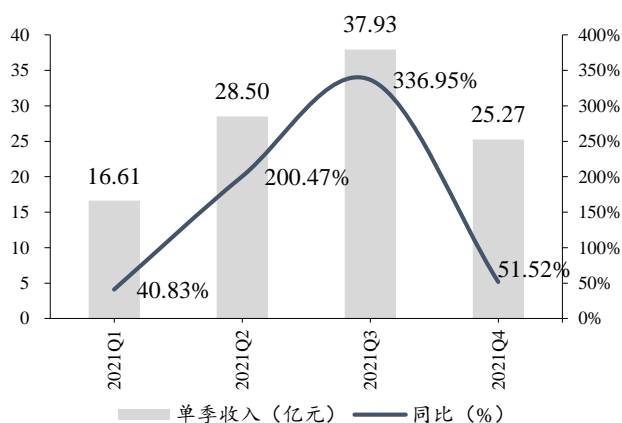
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 2：2021 年归母净利润 57.24 亿元，同比+448.56% (亿元，%)**



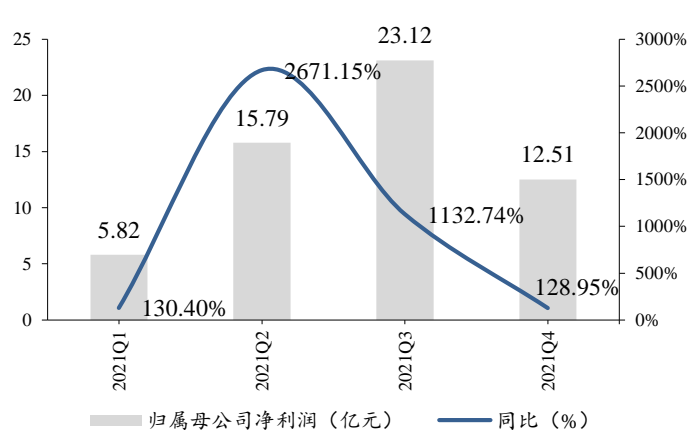
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3: 2021Q4 收入 25.27 亿元, 同比+51.52% (亿元, %)



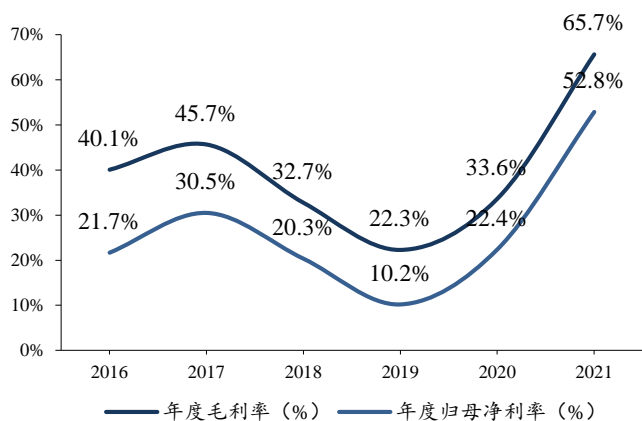
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q4 归母净利润 12.51 亿元, 同比+128.95% (亿元, %)



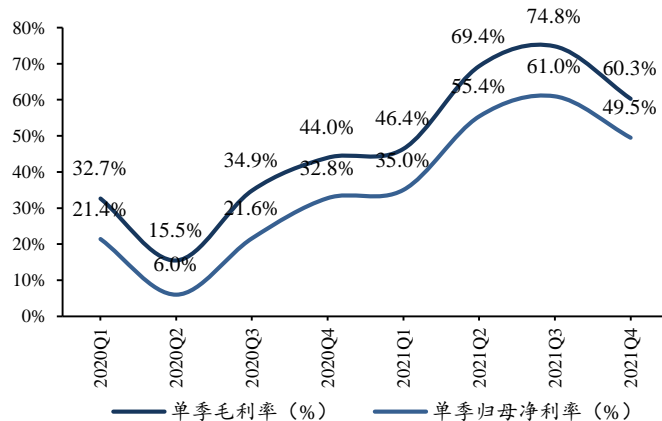
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021 年毛利率、净利率同比+32.02、+30.47pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

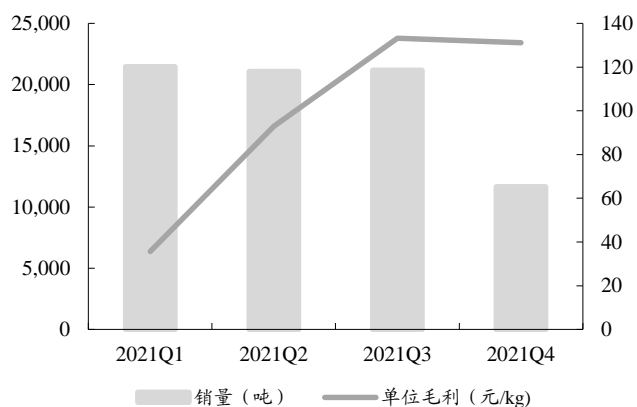
图 6: 2021Q4 毛利率、净利率同比+16.34、+16.74pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

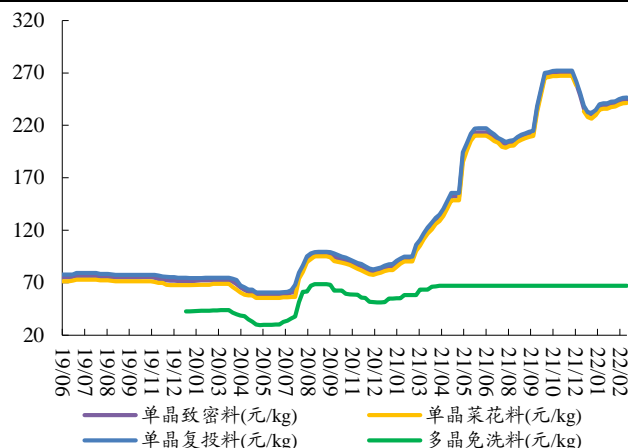
**2021 年硅料盈利大增, 2022 年利稳量增:** 2021 年硅料产量 8.66 万吨, 同增 12%, 销量 7.5 万吨, 同增 0.7%, 单吨净利 7.6 万元/吨, 同增 446%, 其中 2021Q4 销量 1.2 万吨, 单吨净利为 9.5 万元/吨。我们预计公司 2022 年产量 12-12.5 万吨, 同增 39-44%, 考虑库存转移, 我们预计销量 13-13.5 万吨, 同增 73-79%, 其中 2022Q1 产量 3.1-3.2 万吨, 销量 3.7-3.8 万吨, 同增 72-77%, 环增 218-228%, 因 2022Q1 硅料价格坚挺, 我们预计单吨净利将维持 11 万元/吨左右。全年看, 假设硅料含税均价 16-18 万元/吨, 对应单吨净利约为 7.5-8.5 万元/吨。

图 7: 大全能源 2021 年单季销量及单位毛利 (左轴: 销量 (吨), 右轴: 单位毛利 (元/kg))



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

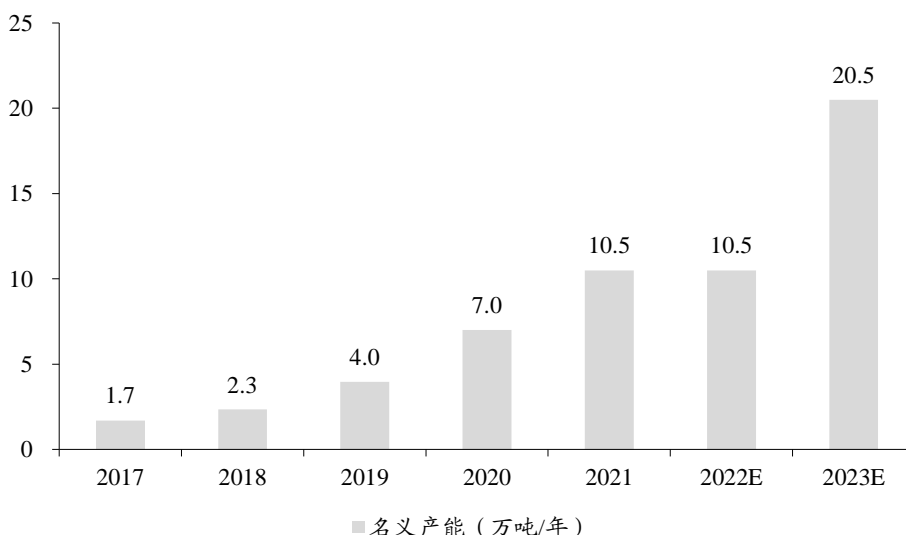
图 8: 硅业分会硅料价格走势, 截至 3 月 9 日 (元/kg)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**4B 项目进展超市场预期, 新项目加速扩产:** 公司 4B 项目 3.5 万吨在 2021 年 12 月提前建成并于 2022 年 1 月达产, 爬坡进度超市场预期, 2022Q1 增量显著。目前公司有 10.5 万吨/年产能在产, 实际产出可以达到 12 万吨/年, 规模效应显著。产品品质优质, 现有产能单晶用料占比为 99% 以上, 并已经实现 N 型高纯硅料的批量销售。我们预计包头 10 万吨多晶硅&1000 吨半导体项目于 2022 年 3 月启动, 2023 年 Q2 完工, 持续扩产强化龙头地位。

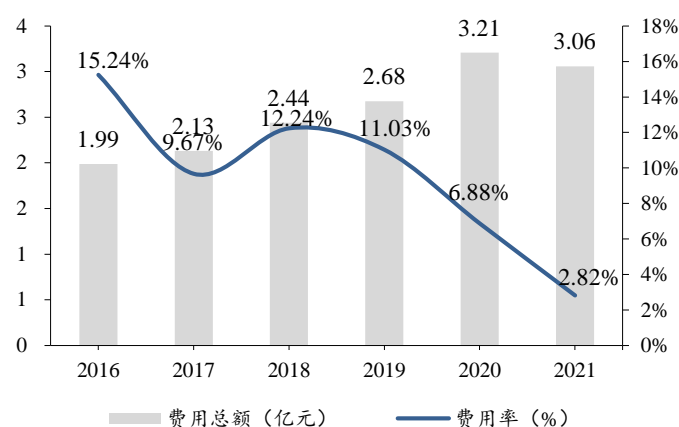
图 9: 公司 4B 项目 3.5 万吨已在 2022 年 1 月达产, 目前公司有 10.5 万吨/年产能在产 (万吨/年)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

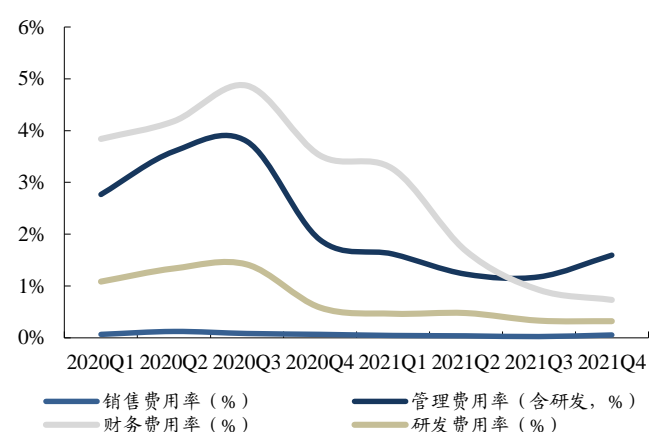
**三费控制能力稳定：**公司 2021 年费用同比下降 4.66% 至 3.06 亿元，期间费用率下降 4.05 个百分点至 2.82%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 10.17%、上升 11.67%、下降 12.32%、下降 16.47% 至 0.04 亿元、1.47 亿元、0.42 亿元、1.55 亿元；费用率分别下降 0.04、下降 1.46、下降 0.63、下降 2.55 个百分点至 0.04%、1.35%、0.38%、1.43%。2021Q4，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+25.34%/+47.70%/-17.55%/-68.67%，费用率分别为 0.05%/1.59%/0.32%/0.73%。

图 10：2021 年期间费用 3.06 亿元，同比-4.66%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

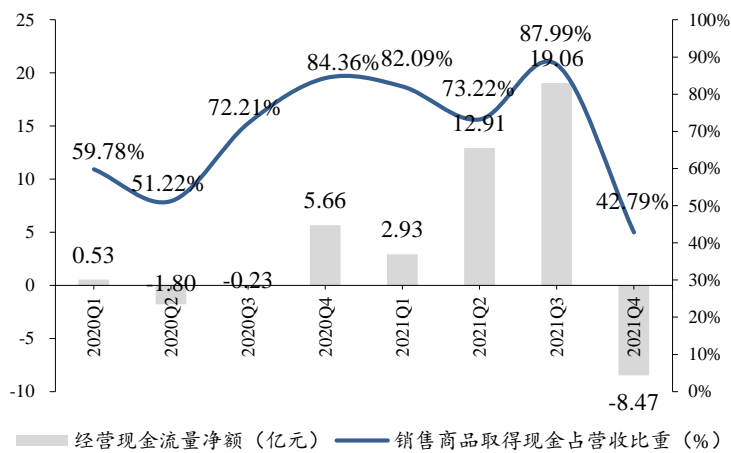
图 11：2021Q4 期间费用率 2.37%，同比-3.1pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

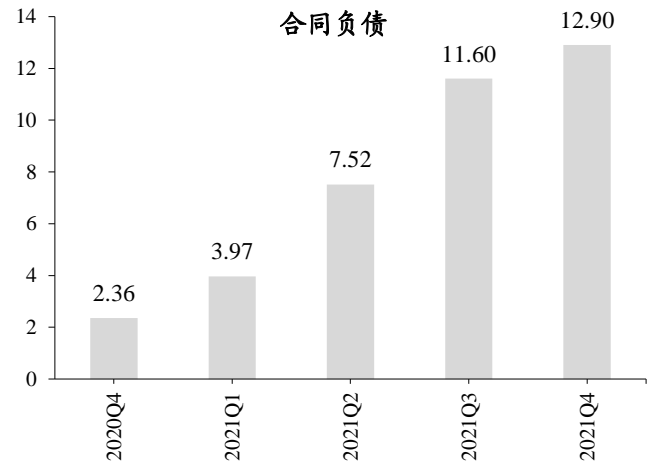
**经营现金流净流入大幅环减，合同负债增加，彰显订单需求旺盛：**2021 年经营活动现金流量净流入 26.44 亿元，同比增长 534.87%，其中 Q4 经营活动现金流量净额-8.47 亿元；销售商品取得现金 78.7 亿元，同比增长 144.02%。经营活动现金流大幅环减主要由于 2021Q4 原材料上涨推动单价上涨，公司存货大幅上升，积累库存导致 2021Q4 经营性现金流较差。2021 年期末合同负债 12.9 亿元，比年初增长 446.47%。公司销售形式为款到付货，硅料紧俏价格坚挺且公司与多家客户签订长单收取款项导致合同负债大幅上升。2021 年期末存货 21.24 亿元，较期初上升 18.03 亿元；存货周转天数较期初上升 88.50 天至 118.32 天。

图 12: 2021Q4 现金净流出-8.47 亿元, 同比-249.68% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 2021Q4 期末合同负债 12.9 亿元, 同比+446.47% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于硅料供给在 2022 年是紧平衡, 我们预计硅料价格全年将维持高位, 我们上调公司盈利预测。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 108/91/86 亿元, 2022-2023 年前值为 74/78 亿元, 同比+88.8%/-15.5%/-5.8%, 对应 EPS 为 5.62/4.75/4.47 元/股, 维持“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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>12,348</b>	<b>23,775</b>	<b>31,759</b>	<b>42,837</b>	<b>营业收入</b>	<b>10,832</b>	<b>19,631</b>	<b>17,134</b>	<b>18,448</b>
现金	4,586	10,626	19,573	29,128	减:营业成本	3,720	6,500	6,038	8,050
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	98	196	171	184
存货	2,124	3,711	3,447	4,596	营业费用	4	4	3	4
其他流动资产	5,638	9,437	8,739	9,113	管理费用	105	196	165	184
<b>非流动资产</b>	<b>10,124</b>	<b>13,171</b>	<b>13,694</b>	<b>14,140</b>	研发费用	42	79	86	92
长期股权投资	4	4	4	4	财务费用	155	0	0	0
固定资产	6,136	8,417	9,947	11,000	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	3,688	4,462	3,464	2,865	加:投资净收益	10	20	0	0
无形资产	257	248	240	231	其他收益	11	43	75	74
其他非流动资产	39	39	39	39	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>22,472</b>	<b>36,946</b>	<b>45,454</b>	<b>56,977</b>	<b>营业利润</b>	<b>6,744</b>	<b>12,718</b>	<b>10,746</b>	<b>10,007</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,114</b>	<b>9,933</b>	<b>9,304</b>	<b>12,219</b>	加:营业外净收支	-16	-2	3	3
短期借款	185	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>6,728</b>	<b>12,717</b>	<b>10,749</b>	<b>10,010</b>
应付账款	1,451	2,535	2,355	3,140	减:所得税费用	1,004	1,907	1,612	1,401
其他流动负债	3,478	7,398	6,949	9,079	少数股东损益	-1	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>890</b>	<b>890</b>	<b>890</b>	<b>890</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,724</b>	<b>10,809</b>	<b>9,137</b>	<b>8,609</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	6,863	12,656	10,671	9,933
其他非流动负债	890	890	890	890	EBITDA	7,365	13,358	11,458	10,798
<b>负债合计</b>	<b>6,004</b>	<b>10,823</b>	<b>10,195</b>	<b>13,109</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	3	3	3	3	每股收益(元)	2.97	5.62	4.75	4.47
归属母公司股东权益	16,466	26,120	35,256	43,865	每股净资产(元)	8.55	13.57	18.32	22.79
<b>负债和股东权益</b>	<b>22,472</b>	<b>36,946</b>	<b>45,454</b>	<b>56,977</b>	发行在外股份(百万股)	1,925	1,925	1,925	1,925
					ROIC(%)	35.1%	41.2%	25.7%	19.5%
					ROE(%)	34.8%	41.4%	25.9%	19.6%
					毛利率(%)	65.7%	66.9%	64.8%	56.4%
					销售净利率(%)	52.8%	55.1%	53.3%	46.7%
					资产负债率(%)	26.7%	29.3%	22.4%	23.0%
					收入增长率(%)	132.2%	81.2%	-12.7%	7.7%
					净利润增长率(%)	448.6%	88.8%	-15.5%	-5.8%
					P/E	19.36	10.25	12.13	12.88
					P/B	6.73	4.24	3.14	2.53
					EV/EBITDA	14.45	7.50	7.97	7.57

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)