

大全能源 (688303)

大全能源 2022 年一季报点评：硅料销量高增，单吨净利创新高

买入 (维持)

2022 年 04 月 21 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058
guoyan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	10,832	21,356	16,359	18,849
同比	132%	97%	-23%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	5,724	12,275	8,520	9,156
同比	449%	114%	-31%	7%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.97	6.38	4.43	4.76
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.36	9.03	13.01	12.11

股价走势



投资要点

- **事件：**2022Q1，公司实现营业收入 81.29 亿元，同比增长 389.28%，环比增长 221.66%；实现归属母公司净利润 43.12 亿元，同比增长 640.85%，环比增长 244.77%。2022Q1 毛利率为 64.04%，同比增长 17.60pct，环比增长 3.72pct；2022Q1 归母净利率为 53.05%，同比增长 18.01pct，环比增长 3.56pct。业绩符合市场预期。
- **硅料销量高增，单吨净利创新高：**2022Q1 年公司硅料产量 3.14 万吨，销量 3.88 万吨，同环比+81%/+234%，销量高增主要原因：①3B 项目进展超市场预期，2022Q1 增量显著；②2021 年底的库存转移至 2022Q1 销售，目前库存已恢复正常。2022Q1 需求旺盛，硅料价格维持高位，为 208 元/kg(不含税)，同环比+170%/-4%，对应收入 80.8 亿元，同环比+388%/+220%，同时成本环比有所下降，单吨净利创新高，为 11.1 万元/吨，同环比+310%/+17%。我们预计公司 2022Q2 满产满销，实现销量 3.2-3.4 万吨，同增 52-62%，环降 10-18%；2022 年产量 12-12.5 万吨，同比增长 39-44%，考虑库存转移，我们预计销量 13-13.5 万吨，同增 73-79%，假设硅料含税均价 18-19 万元/吨，对应单吨净利约为 8.5-9.5 万元/吨。
- **三期 B 阶段项目进度超市场预期，新项目加速扩产：**公司三期 B 阶段项目 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。公司产品品质优质，现有产能单晶用料占比为 97%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。
- **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 123/85/92 亿元(前值 108/91/86 亿元)，同比+114%/-31%/+7%。我们给予 2022 年 10xPE，目标价 63.8 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，光伏政策超预期变化等。

市场数据

收盘价(元)	50.35
一年最低/最高价	48.30/91.03
市净率(倍)	4.66
流通 A 股市值(百万元)	10,573.50
总市值(百万元)	96,923.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.80
资产负债率(% ,LF)	27.73
总股本(百万股)	1,925.00
流通 A 股(百万股)	210.00

相关研究

《大全能源(688303)：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》

2022-03-16

《大全能源(688303)：单吨盈利持续创新高，新产能投产在即》

2021-11-01

图表目录

图 1: 2022Q1 收入 81.29 亿元, 同比+389.28% (亿元, %)	3
图 2: 2022Q1 归母净利润 43.12 亿元, 同比+640.85% (亿元, %)	3
图 3: 大全能源各季度销量及毛利率 (左轴: 销量 (吨), 右轴: 毛利率 (%))	4
图 4: 公司 3B 项目 3.5 万吨已在 2022 年 1 月达产, 名义产能达 10.5 万吨/年 (万吨/年)	4
图 5: 2022Q1 期间费用下降, 同比-21.44% (亿元, %)	5
图 6: 2022Q1 期间费用率 0.79%, 同比-4.13pct (%)	5
图 7: 2022Q1 现金净流入 13.16 亿元 (亿元)	5
图 8: 2022Q1 期末合同负债 29.55 亿元, 同比+644.33% (亿元)	5
图 9: 2022Q1 期末存货 6.82 亿元, 环减 14.43 亿元 (亿元)	6
表 1: 2022 年 Q1 收入 81.29 亿元, 同比增长 389.3%; 实现归母净利润 43.12 亿元, 同比 640.8% (单位: 亿元)	3

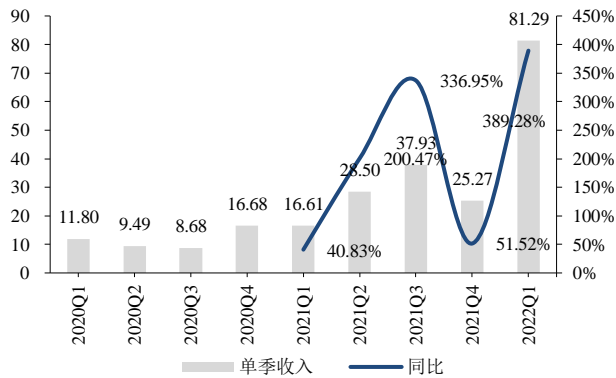
事件: 2022Q1, 公司实现营业收入 81.29 亿元, 同比增长 389.28%, 环比增长 221.66%; 实现归属母公司净利润 43.12 亿元, 同比增长 640.85%, 环比增长 244.77%。2022Q1 毛利率为 64.04%, 同比增长 17.60pct, 环比增长 3.72pct; 2022Q1 归母净利率为 53.05%, 同比增长 18.01pct, 环比增长 3.56pct。业绩符合市场预期。

表1: 2022 年 Q1 收入 81.29 亿元, 同比增长 389.3%; 实现归母净利润 43.12 亿元, 同比 640.8% (单位: 亿元)

大全能源	2021	2020	同比	2022Q1	2021Q1	同比	2021Q4	2022Q1 环比
营业收入	108.32	46.64	132.2%	81.29	16.61	389.3%	25.27	221.7%
毛利率	65.7%	33.6%	32.0pct	64.0%	46.4%	17.6pct	60.3%	3.7pct
营业利润	67.44	12.29	449.0%	50.73	6.75	651.6%	14.85	241.6%
利润总额	67.28	12.23	450.2%	50.71	6.77	649.3%	14.70	244.9%
归属母公司净利润	57.24	10.43	448.6%	43.12	5.82	640.8%	12.51	244.8%
扣非归母净利润	57.07	10.42	447.8%	0.00	5.79	-99.9%	12.42	-100.0%
归母净利率	52.8%	22.4%	30.5pct	53.0%	35.0%	18.0pct	49.5%	3.6pct
股本	19.25	16.25	-	19.25	16.25	-	19.25	-
EPS	2.97	0.64	363.1%	2.24	0.36	525.4%	0.65	244.8%

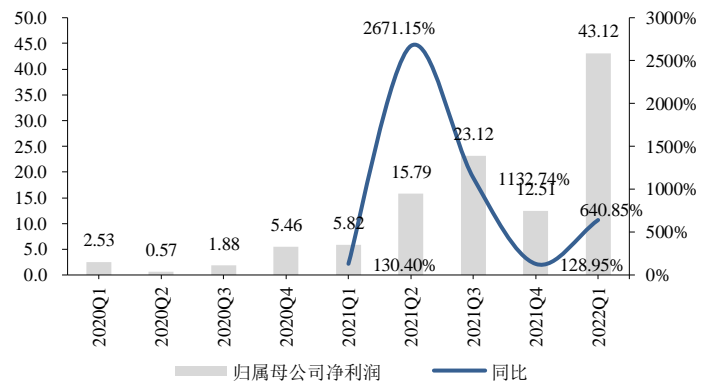
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022Q1 收入 81.29 亿元, 同比+389.28% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022Q1 归母净利润 43.12 亿元, 同比+640.85% (亿元, %)

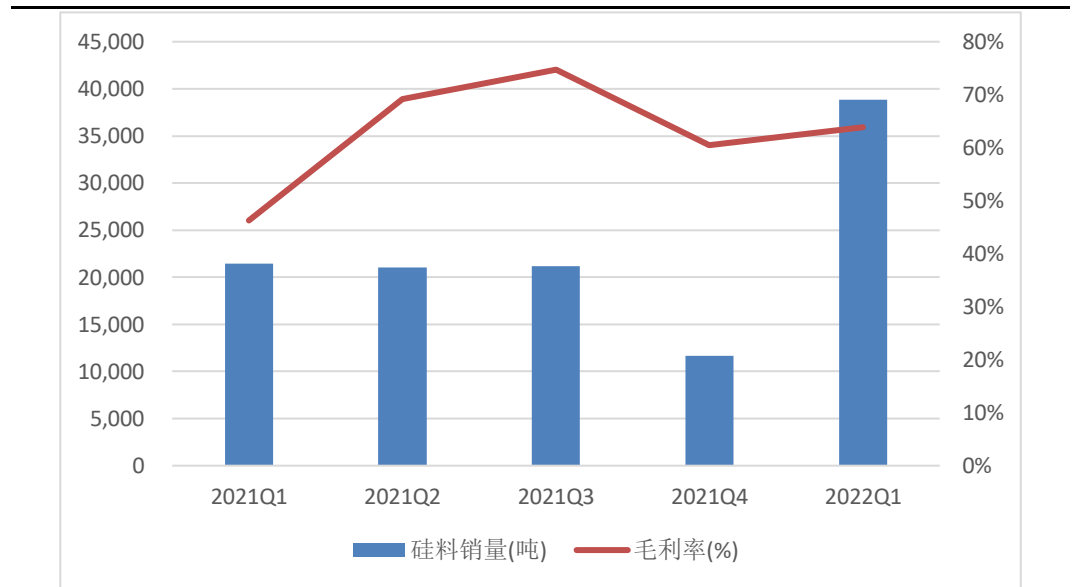


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

硅料销量高增, 单吨净利创新高: 2022Q1 年公司硅料产量 3.14 万吨, 销量 3.88 万吨, 同环比+81%/+234%, 销量高增主要原因: ①3B 项目进展超市场预期, 2022Q1 增量显著; ②2021 年底的库存转移至 2022Q1 销售, 目前库存已恢复正常。2022Q1 需求旺盛, 硅料价格维持高位, 为 208 元/kg(不含税), 同环比+170%/-4%, 对应收入 80.8 亿元, 同环比+388%/+220%, 同时成本环比有所下降, 单吨净利创新高, 为 11.1 万元/吨, 同环比+310%/+17%。我们预计公司 2022Q2 满产满销, 实现销量 3.2-3.4 万吨, 同增 52-

62%，环降 10-18%；2022 年产量 12-12.5 万吨，同比增长 39-44%，考虑库存转移，我们预计销量 13-13.5 万吨，同增 73-79%，假设硅料含税均价 18-19 万元/吨，对应单吨净利约为 8.5-9.5 万元/吨。

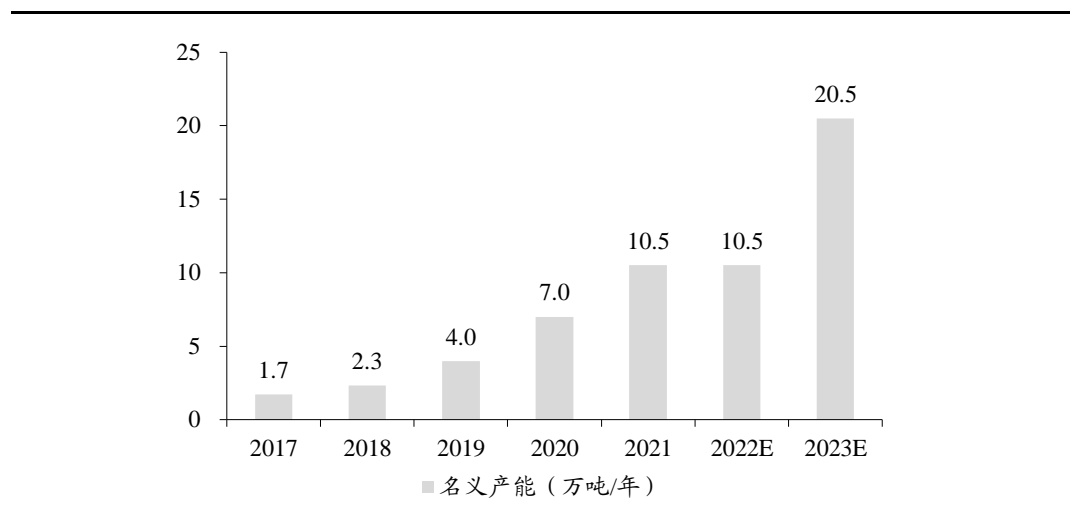
图3：大全能源各季度销量及毛利率（左轴：销量（吨），右轴：毛利率（%））



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三期 B 阶段项目进度超市场预期，新项目加速扩产：公司三期 B 阶段项目 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。公司产品品质优质，现有产能单晶用料占比为 97%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。

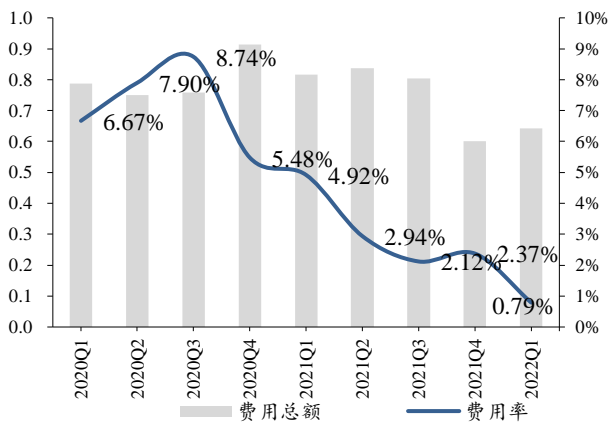
图4：公司 3B 项目 3.5 万吨已在 2022 年 1 月达产，名义产能达 10.5 万吨/年（万吨/年）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

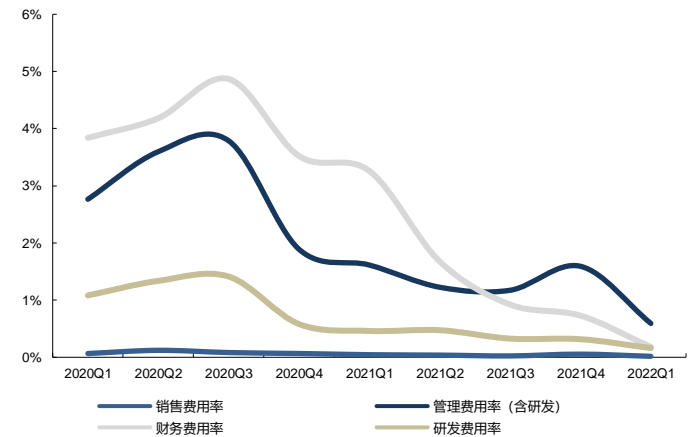
控费能力强，期间费用同比下降：公司 2022 年 Q1 费用同比下降 21.44%至 0.64 亿元，期间费用率下降 4.13pct 至 0.79%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 81.64%、上升 79.68%、上升 70.87%、下降 72.93%至 0.01 亿元、0.48 亿元、0.13 亿元、0.15 亿元；费用率分别下降 0.03、下降 1.02、下降 3.08、下降 0.3 个百分点至 0.02%、0.59%、0.18%、0.16%。期间费用率不断下降主要系多晶硅料价格不断上升，总体收入增加导致费用占比减少。

图5：2022Q1 期间费用下降，同比-21.44%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2022Q1 期间费用率 0.79%，同比-4.13pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

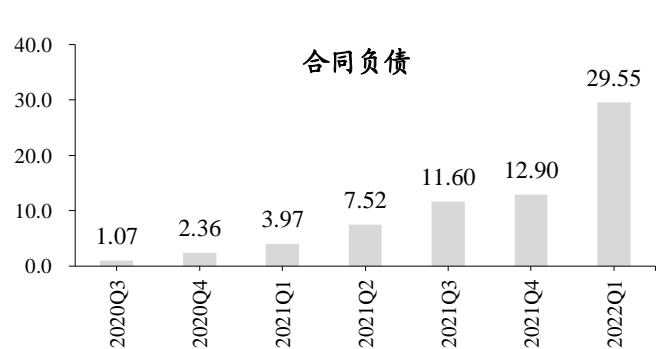
现金流大幅增长，存货恢复正常：2022Q1 经营活动现金净流入 13.16 亿元；2022Q1 销售商品取得现金 70.32 亿元，同比增长 415.59%。2022Q1 期末合同负债 29.55 亿元，同比增长 644.33%。2022Q1 期末存货 6.82 亿元，环比减少 14.43 亿元，主要是 2022 年 Q1 光伏需求反弹，硅片环节产能利用率恢复正常，公司 2021 年末的库存已基本实现销售，快速恢复到正常的库存水平。

图7：2022Q1 现金净流入 13.16 亿元（亿元）



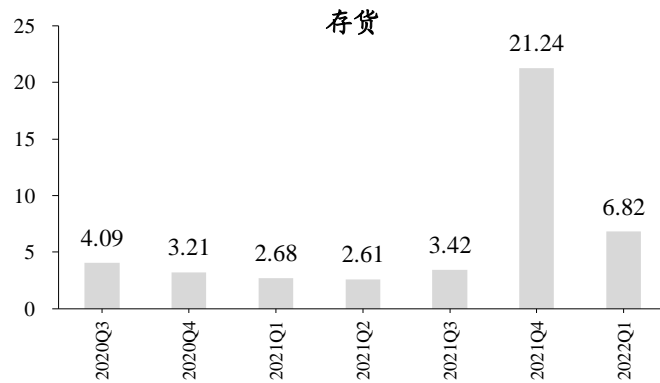
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2022Q1 期末合同负债 29.55 亿元，同比+644.33%（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: 2022Q1 期末存货 6.82 亿元, 环减 14.43 亿元 (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 123/85/92 亿元 (前值 108/91/86 亿元), 同比+114%/-31%/+7%。我们给予 2022 年 10xPE, 目标价 63.8 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 光伏政策超预期变化等。

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
流动资产	12,348	28,538	36,353	48,328	营业总收入	10,832	21,356	16,359	18,849
货币资金及交易性金融资产	6,302	18,336	27,867	38,108	营业成本(含金融类)	3,720	6,500	5,950	7,755
经营性应收款项	3,701	6,052	4,652	5,354	税金及附加	98	214	164	188
存货	2,124	3,711	3,397	4,428	销售费用	4	11	7	8
合同资产	0	0	0	0	管理费用	105	107	82	75
其他流动资产	221	440	437	438	研发费用	42	85	82	94
非流动资产	10,124	13,271	13,894	14,440	财务费用	155	65	136	172
长期股权投资	4	4	4	4	加:其他收益	11	47	72	75
固定资产及使用权资产	6,136	8,417	9,947	11,000	投资净收益	10	21	10	11
在建工程	3,688	4,462	3,464	2,865	公允价值变动	16	0	0	0
无形资产	257	348	440	531	减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	6,744	14,443	10,022	10,643
其他非流动资产	39	39	39	39	营业外净收支	-16	-2	2	4
资产总计	22,472	41,810	50,247	62,768	利润总额	6,728	14,441	10,024	10,647
流动负债	5,114	10,976	10,393	13,257	减:所得税	1,004	2,166	1,504	1,491
短期借款及一年内到期的非流动负债	185	985	1,245	1,445	净利润	5,723	12,275	8,520	9,156
经营性应付款项	1,451	4,967	4,547	5,926	减:少数股东损益	-1	0	0	0
合同负债	1,290	959	878	1,144	归属母公司净利润	5,724	12,275	8,520	9,156
其他流动负债	2,188	4,065	3,724	4,742	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.97	6.38	4.43	4.76
非流动负债	890	2,090	2,590	3,090	EBIT	6,863	14,440	10,076	10,728
长期借款	0	1,200	1,700	2,200	EBITDA	7,365	15,142	10,864	11,594
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	65.65	69.56	63.63	58.86
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	52.84	57.48	52.08	48.58
其他非流动负债	890	890	890	890	收入增长率(%)	132.23	97.16	-23.40	15.22
负债合计	6,004	13,066	12,983	16,348	归母净利润增长率(%)	448.56	114.46	-30.59	7.47
归属母公司股东权益	16,466	28,741	37,261	46,417					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	16,469	28,744	37,264	46,420					
负债和股东权益	22,472	41,810	50,247	62,768					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,644	13,929	10,306	11,109	每股净资产(元)	8.55	14.93	19.36	24.11
投资活动现金流	-3,586	-5,546	-1,399	-1,396	最新发行在外股份(百万股)	1,925	1,925	1,925	1,925
筹资活动现金流	5,105	1,935	624	528	ROIC(%)	50.25	51.59	24.08	20.44
现金净增加额	4,162	10,318	9,531	10,241	ROE-摊薄(%)	34.76	42.71	22.87	19.73
折旧和摊销	502	702	788	865	资产负债率(%)	26.72	31.25	25.84	26.04
资本开支	-1,897	-3,851	-1,409	-1,407	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.36	9.03	13.01	12.11
营运资本变动	-3,680	-753	1,212	-87	P/B(现价)	6.73	3.86	2.97	2.39

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

