

信义山证 汇通天下

证券研究报告

光伏

大全能源 (688303.SH)

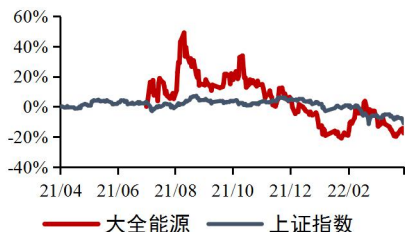
买入-A(首次)

2022Q1 硅料量利齐升，产能扩张夯实龙头地位

2022年4月22日

公司研究/公司快报

公司上市以来股价表现



市场数据：2022年4月21日

收盘价(元):	50.35
总股本(亿股):	19.25
流通股本(亿股):	19.25
流通市值(亿元):	969.24

基础数据：2022年3月31日

每股净资产(元):	10.80
每股资本公积(元):	3.18
每股未分配利润(元):	6.18

分析师:

肖索

执业登记编码: S0760522030006

邮箱: xiaosuo@sxzq.com

研究助理:

潘海涛

邮箱: panhaitao@sxzq.com

事件描述:

➢ 公司发布2022年一季报，2022Q1公司实现营业收入81.29亿元，同比增长389.28%；实现归母净利润43.12亿元，同比增长640.85%；毛利率64.04%，同比上升17.60pct，符合市场预期。

事件点评:

➢ **硅料价格处于高位，一季度实现量利齐升。**受益于光伏行业需求旺盛，2022Q1公司实现多晶硅产量3.1万吨，销量3.9万吨，同比增长81.35%，年末库存基本消化，目前公司库存恢复到正常水平。2022Q1公司硅料单位售价为20.80万元/吨，同比增长269.01%，单位成本7.5万元/吨，同比增长81.01%，主要原因是原材料工业硅粉价格大幅上涨。公司产能主要分布在新疆、内蒙古等地，具备行业较低的电价水平，且公司产品中单晶/高品质硅料占比较高，因此硅料价格在行业内处于偏高水平，预计上半年工业硅粉价格将维持平稳，下半年随着产能投放工业硅价格有望下行，预计公司高毛利水平有望继续维持。

➢ **产能持续扩张，行业地位进一步巩固。**2022年1月公司多晶硅三期B阶段项目达产，产品质量满足预期，2022Q1公司产品中单晶用料占比97%，实现N型硅料批量销售。预计公司二季度产量为3.2-3.4万吨，2022年全年产量12-12.5万吨。未来公司新建产能仍将持续投放，内蒙古包头10万吨高纯晶硅及1000吨半导体项目已于2022年3月启动，预计于2023Q2完工，另外公司已有规划自建工业硅产能，以保障原材料供应，新建产能将有效维持公司的行业竞争优势。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司2022-2024年归母公司净利润125.91/78.41/97.38亿元，同比增长120.0%/ -37.7%/24.2%，对应EPS为6.54/4.07/5.06元，PE为7.7/12.4/10.0倍，首次覆盖给予“买入-A”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动风险；行业政策变动风险；需求波动风险等。

财务数据与估值:

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,664	10,832	22,314	17,628	21,506
YoY(%)	92.3	132.2	106.0	-21.0	22.0
净利润(百万元)	1,043	5,724	12,591	7,841	9,738
YoY(%)	322.3	448.6	120.0	-37.7	24.2
毛利率(%)	33.6	65.7	69.8	52.9	52.8
EPS(摊薄/元)	0.54	2.97	6.54	4.07	5.06
ROE(%)	22.3	34.8	31.4	16.4	16.9

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

P/E(倍)	92.9	16.9	7.7	12.4	10.0
P/B(倍)	20.8	5.9	2.4	2.0	1.7
净利率(%)	22.4	52.8	56.4	44.5	45.3

数据来源：聚源数据，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2139	12348	31134	41631	51927
现金	696	4586	25722	36034	45986
应收票据及应收账款	1057	3039	4277	3387	4159
预付账款	51	21	150	85	154
存货	321	2124	122	1263	766
其他流动资产	14	2578	862	862	863
非流动资产	6863	10124	17406	14688	16145
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	6483	6136	13328	11701	13297
无形资产	199	257	301	323	352
其他非流动资产	176	3727	3772	2659	2492
资产总计	9002	22472	48539	56319	68072
流动负债	2903	5114	7008	7092	9167
短期借款	751	185	185	185	185
应付票据及应付账款	688	1451	2424	2354	3477
其他流动负债	1465	3478	4399	4553	5505
非流动负债	1431	890	1473	1327	1269
长期借款	804	0	583	437	378
其他非流动负债	626	890	890	890	890
负债合计	4334	6004	8481	8419	10436
少数股东权益	3	3	2	1	0
股本	1625	1925	2145	2145	2145
资本公积	336	6113	16893	16893	16893
留存收益	2703	8427	21018	28858	38595
归属母公司股东权益	4664	16466	40057	47898	57636
负债和股东权益	9002	22472	48539	56319	68072

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	416	2644	15684	8123	11690
净利润	1043	5723	12590	7841	9737
折旧摊销	461	502	638	884	965
财务费用	186	155	79	-493	-711
投资损失	0	-10	-3	-4	-4
营运资金变动	-1268	-3680	2384	-101	1709
其他经营现金流	-5	-46	-4	-5	-6
投资活动现金流	-442	-3586	-6197	1842	-2412
筹资活动现金流	100	5105	11649	347	674
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	2.97	6.54	4.07	5.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	1.37	8.15	4.22	6.07
每股净资产(最新摊薄)	2.42	8.55	20.81	24.88	29.94

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4664	10832	22314	17628	21506
营业成本	3096	3720	6739	8310	10142
营业税金及附加	14	98	139	96	127
营业费用	4	4	203	130	95
管理费用	84	105	179	229	261
研发费用	47	42	217	166	178
财务费用	186	155	79	-493	-711
资产减值损失	-13	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	16	4	5	6
投资净收益	0	10	3	4	4
营业利润	1229	6744	14765	9198	11423
营业外收入	2	8	3	4	4
营业外支出	8	24	8	10	13
利润总额	1223	6728	14760	9192	11415
所得税	180	1004	2170	1351	1678
税后利润	1043	5723	12590	7841	9737
少数股东损益	-0	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	1043	5724	12591	7841	9738
EBITDA	1762	7103	14964	9178	11175

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	92.3	132.2	106.0	-21.0	22.0
营业利润(%)	298.7	449.0	118.9	-37.7	24.2
归属于母公司净利润(%)	322.3	448.6	120.0	-37.7	24.2
获利能力					
毛利率(%)	33.6	65.7	69.8	52.9	52.8
净利率(%)	22.4	52.8	56.4	44.5	45.3
ROE(%)	22.3	34.8	31.4	16.4	16.9
ROIC(%)	16.4	32.0	29.2	14.3	14.7
偿债能力					
资产负债率(%)	48.1	26.7	17.5	14.9	15.3
流动比率	0.7	2.4	4.4	5.9	5.7
速动比率	0.6	1.8	4.3	5.6	5.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.6	0.3	0.3
应收账款周转率	4.2	5.3	6.1	4.6	5.7
应付账款周转率	3.9	3.5	3.5	3.5	3.5
估值比率					
P/E	92.9	16.9	7.7	12.4	10.0
P/B	20.8	5.9	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	62.1	14.5	5.6	8.0	5.7

数据来源：聚源数据、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

