

# 大全能源 (688303)

## 大全能源 2022 年中报点评: 销量高增, 单吨盈利创新高

买入 (维持)

2022 年 08 月 04 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	27,335	26,661	23,155
同比	132%	152%	-2%	-13%
归属母公司净利润 (百万元)	5,724	16,493	14,719	12,115
同比	449%	188%	-11%	-18%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.68	7.72	6.89	5.67
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.90	7.60	8.52	10.35

### 投资要点

- 事件:** 公司 2022H1 实现营业收入 163.4 亿元, 同增 262.16%; 实现利润总额 111.63 亿元, 同增 339.99%; 实现归属母公司净利润 95.25 亿元, 同增 340.81%。其中 2022Q2 实现营业收入 82.11 亿元, 同增 188.08%, 环增 1.02%; 实现归属母公司净利润 52.13 亿元, 同增 230.19%, 环增 20.90%。2022H1 毛利率为 70.47%, 同增 9.55pct, 2022Q2 毛利率 76.83%, 同增 7.47pct, 环增 12.79pct; 2022H1 归母净利率为 58.29%, 同增 10.40pct, 2022Q2 归母净利率 63.49%, 同增 8.10pct, 环增 10.44pct。业绩超市场预期。
- 硅料销量高增, 单吨净利再创新高:** 2022H1 年公司硅料产量 6.67 万吨, 销量 7.64 万吨, 同比+80%, 其中 2022Q2 硅料产量 3.53 万吨, 销量 3.75 万吨, 同环比+78%/-3%, 销量高增主要原因: 1) 全线 2022Q2 满产运行, 增量显著; 2) 2021 年底的库存转移至 2022H1 销售, 目前库存已基本消化完成。2022Q2 需求旺盛, 硅料价格维持高位 218 元/kg(不含税), 同比+62%, 对应收入 81.98 亿元, 同比+263%。受益工业硅粉价格持续下降, 2022Q2 成本显著下降, 单吨净利创新高, 达 13.88 万元/吨, 同环比+85%/+25%, 3B 项目满产规模效应显现。我们预计公司 2022Q3 因产线年度检修, 硅料销 3.1-3.2 万吨, 同增 46-51%, 环降 15-17%。硅料价格持续上涨, 7 月底均价已突破 296 元/公斤 (含税), 2022Q3 单吨盈利有望进一步上升。全年看, 公司产能充分利用, 公司预计 2022 年产量 12.9-13.2 万吨, 同增 49-52%, 考虑库存转移, 我们预计销量 13.5-14 万吨, 同增 79-86%, 我们预计硅料含税均价 220-230 万元/吨, 对应单吨净利约为 11-12 万元/吨, 对应全年 154-168 亿元。
- 新产能陆续加码, 布局上游巩固供应链:** 公司内蒙古 10 万吨项目已启动建设, 预计 2023Q2 建成投产。公司硅料品质优质, 现有产能单晶用料占比为 99%+, 并已经实现 N 型高纯硅料的批量销售。电子级 1000 吨已启动建设, 后续瞄准电子级高溢价市场。2022 年 7 月, 公司与包头市固阳县区政府签订 30 万吨/年高纯工业硅+20 万吨/年有机硅投资协议, 一期建设年产 15 万吨高纯工业硅项目, 预计于 2023Q3 建成投产, 建设后将实现包头 10 万吨硅料的 100%原料供给, 实现原材料方面的供应安全和质量保障, 提升公司综合盈利能力。
- 盈利预测与投资评级:** 基于硅料供给 2022 年紧平衡, 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 165/147/121 亿元 (前值 123/85/92 亿元), 同比+188%/-11%/-18%。我们给予 2022 年 10xPE, 目标价 77.2 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。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	58.66
一年最低/最高价	48.30/91.03
市净率(倍)	3.50
流通 A 股市值(百万元)	16,836.59
总市值(百万元)	125,379.66

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	16.74
资产负债率(% ,LF)	17.11
总股本(百万股)	2,137.40
流通 A 股(百万股)	287.02

### 相关研究

《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》

2022-04-22

《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

## 图表目录

图 1:	2022H1 收入 163.4 亿元, 同比+262.16% (亿元, %)	3
图 2:	2022H1 归母净利润 95.25 亿元, 同比+340.81% (亿元, %)	3
图 3:	2022Q2 收入 82.11 亿元, 同比+188.08% (亿元, %)	4
图 4:	2022Q2 归母净利润 52.13 亿元, 同比+230.19% (亿元, %)	4
图 5:	2022H1 毛利率、净利率同比+9.55、+10.4pct (%)	4
图 6:	2022Q2 毛利率、净利率同比+7.47、+8.1pct (%)	4
图 7:	2022Q2 硅料销量 3.75 万吨, 同环比+78%/-3% (吨, 万元)	5
图 8:	2022Q2 期间费用 1.49 亿元, 同比-10.12% (亿元, %)	6
图 9:	2022Q2 期间费用率 1.03%, 同比-1.91pct (%)	6
图 10:	2022Q2 现金净流入 55.07 亿元, 同比+326.45% (亿元)	7
图 11:	2022Q2 期末合同负债 25.15 亿元, 同比+234.56% (亿元)	7
表 1:	2022H1 收入 163.4 亿元, 同比增长 262.16%; 盈利 95.25 亿元, 同比增长 340.81% (单位: 亿元)	3
表 2:	新产能陆续加码, 布局上游巩固供应链	5

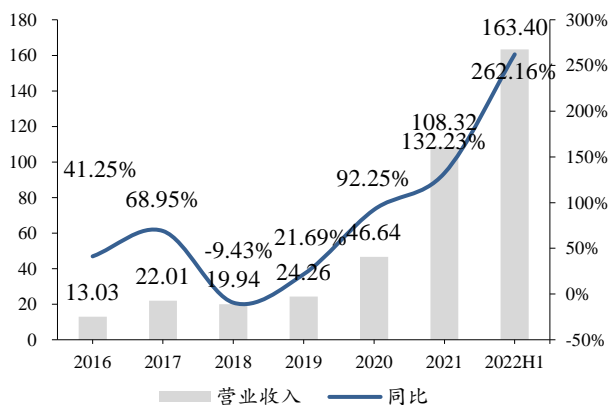
**事件:** 公司 2022H1 实现营业收入 163.4 亿元, 同比增长 262.16%; 实现利润总额 111.63 亿元, 同比增长 339.99%; 实现归属母公司净利润 95.25 亿元, 同比增长 340.81%。其中 2022Q2 实现营业收入 82.11 亿元, 同比增长 188.08%, 环比增长 1.02%; 实现归属母公司净利润 52.13 亿元, 同比增长 230.19%, 环比增长 20.90%。2022H1 毛利率为 70.47%, 同比增长 9.55pct, 2022Q2 毛利率 76.83%, 同比增长 7.47pct, 环比增长 12.79pct; 2022H1 归母净利率为 58.29%, 同比增长 10.40pct, 2022Q2 归母净利率 63.49%, 同比增长 8.10pct, 环比增长 10.44pct。业绩超市场预期。

**表1: 2022H1 收入 163.4 亿元, 同比增长 262.16%; 盈利 95.25 亿元, 同比增长 340.81% (单位: 亿元)**

大全能源	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入	163.40	45.12	262.2%	82.11	28.50	188.1%	81.29	1.0%
毛利率	70.5%	60.9%	9.5%	76.8%	69.4%	7.5%	64.0%	12.8%
营业利润	111.85	25.34	341.3%	61.12	18.59	228.7%	50.73	20.5%
利润总额	111.63	25.37	340.0%	60.92	6.77	800.2%	50.71	20.1%
归属母公司净利润	95.25	21.61	340.8%	52.13	15.79	230.2%	43.12	20.9%
扣非归母净利润	95.29	21.55	342.1%	52.26	15.76	231.6%	43.03	21.4%
归母净利率	58.3%	47.9%	10.4%	63.5%	55.4%	8.1%	53.0%	10.4%
股本	21.37	16.25	-	21.37	16.25	-	19.25	-
EPS	4.46	1.33	235.1%	2.44	0.97	151.0%	2.24	8.9%

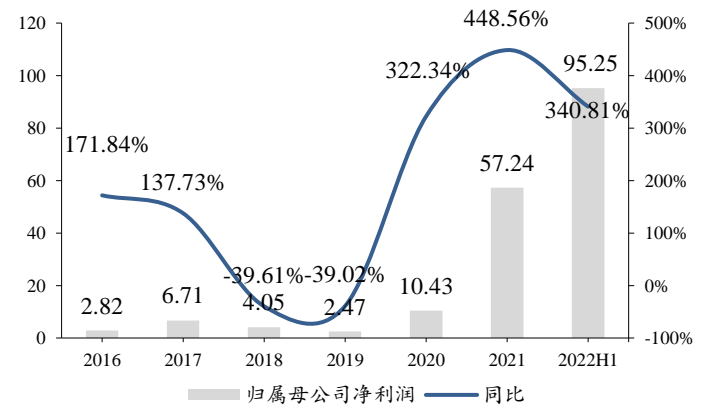
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图1: 2022H1 收入 163.4 亿元, 同比+262.16% (亿元, %)**



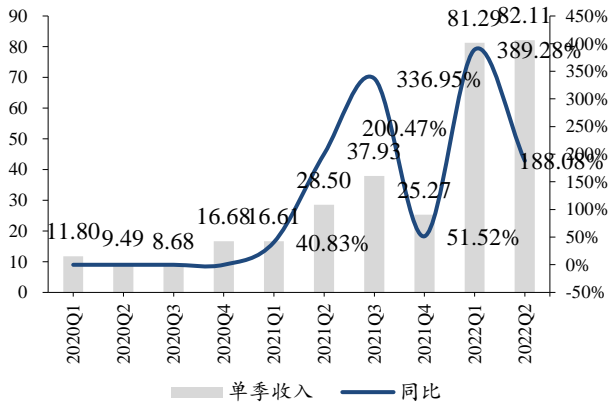
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图2: 2022H1 归母净利润 95.25 亿元, 同比+340.81% (亿元, %)**



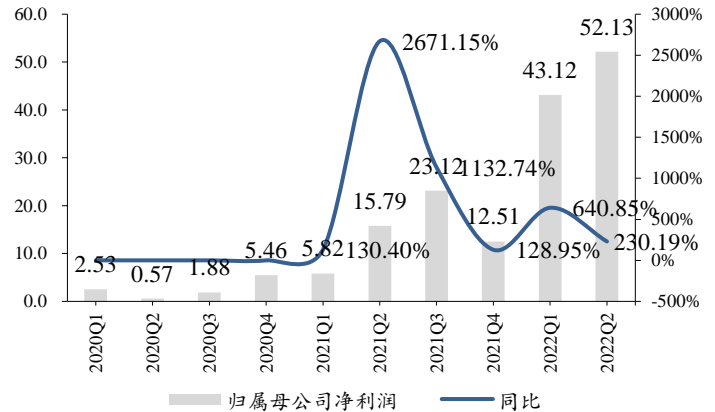
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q2 收入 82.11 亿元, 同比+188.08% (亿元, %)



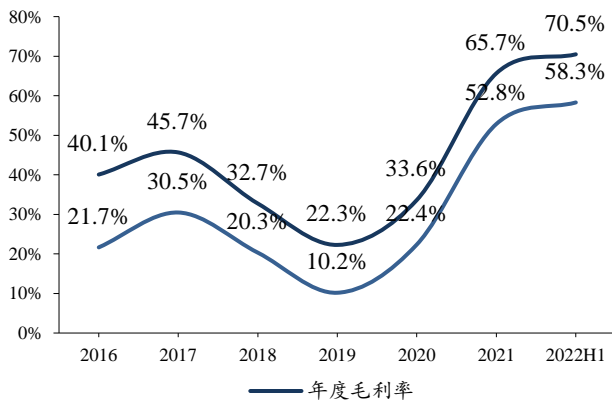
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q2 归母净利润 52.13 亿元, 同比+230.19% (亿元, %)



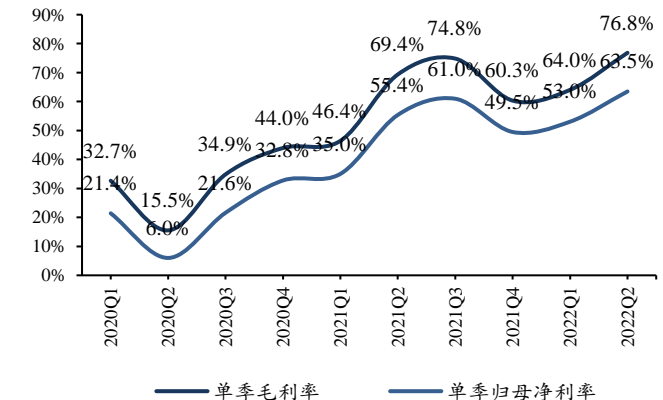
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022H1 毛利率、净利率同比+9.55、+10.4pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022Q2 毛利率、净利率同比+7.47、+8.1pct (%)

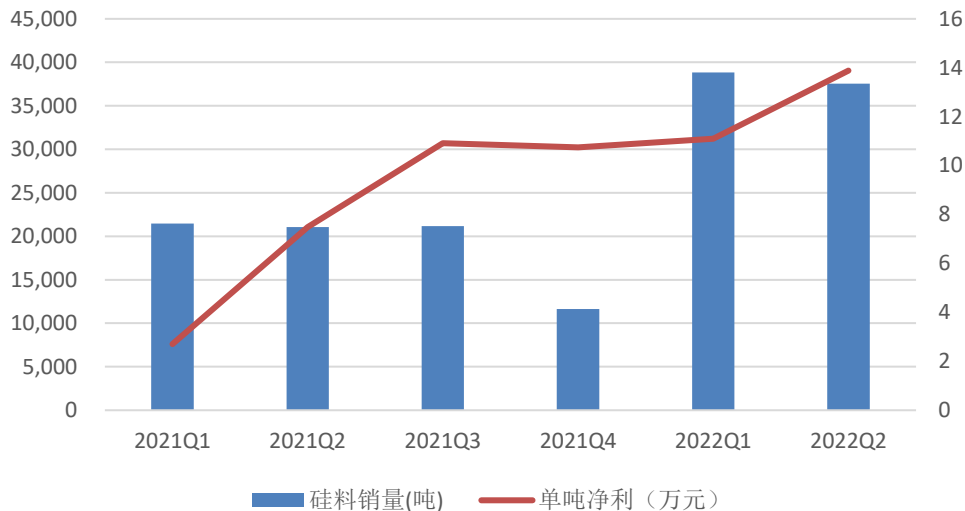


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**硅料销量高增, 单吨净利再创新高:** 2022H1 年公司硅料产量 6.67 万吨, 销量 7.64 万吨, 同比+80%, 其中 2022Q2 硅料产量 3.53 万吨, 销量 3.75 万吨, 同环比+78%/-3%, 销量高增主要原因: 1) 全线 2022Q2 满产运行, 增量显著; 2) 2021 年底的库存转移至 2022H1 销售, 目前库存已基本消化完成。2022Q2 需求旺盛, 硅料价格维持高位 218 元/kg(不含税), 同比+62%, 对应收入 81.98 亿元, 同比+263%。受益工业硅粉价格持续下降, 2022Q2 成本显著下降, 单吨净利创新高, 达 13.88 万元/吨, 同环比+85%/+25%, 3B 项目满产规模效应显现。我们预计公司 2022Q3 因产线年度检修, 硅料销 3.1-3.2 万吨, 同增 46-51%, 环降 15-17%。硅料价格持续上涨, 7 月底均价已突破 296 元/公斤(含税), 2022Q3 单吨盈利有望进一步上升。全年看, 公司产能充分利用, 预计 2022 年产 12.9-13.2 万吨, 同增 49-52%, 考虑库存转移, 我们预计销 13.5-14 万吨, 同增 79-86%,

预计硅料含税均价 220-230 万元/吨，对应单吨净利约为 11-12 万元/吨，对应全年 154-168 亿元。

图7: 2022Q2 硅料销量 3.75 万吨，同环比+78%/-3% (吨, 万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**新产能陆续加码，布局上游巩固供应链:** 公司内蒙古 10 万吨项目已启动建设，预计 2023Q2 建成投产。公司硅料品质优质，现有产能单晶用料占比为 99%+，并已经实现 N 型高纯硅料的批量销售。电子级 1000 吨已启动建设，后续瞄准电子级高溢价市场。2022 年 7 月，公司与包头市固阳县区政府签订 30 万吨/年高纯工业硅+20 万吨/年有机硅投资协议，一期建设年产 15 万吨高纯工业硅项目，预计于 2023Q3 建成投产，建设后将实现包头 10 万吨硅料的 100%原料供给，实现原材料方面的供应安全 and 质量保障，提升公司综合盈利能力。

表2: 新产能陆续加码，布局上游巩固供应链

产地	产线	产能(万吨)	建设情况
内蒙古包头	多晶硅	10	预计 2023Q2 建成投产
内蒙古包头	电子级	0.1	已启建
内蒙古包头	工业硅	15	预计 2023Q3 建成投产

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**控费能力强，2022H1 期间费用率同比下降:** 公司 2022H1 期间费用同比下降 10.12% 至 1.49 亿元，期间费用率下降 0.03 个百分点至 0.91%。其中，销售、管理(含研发)、

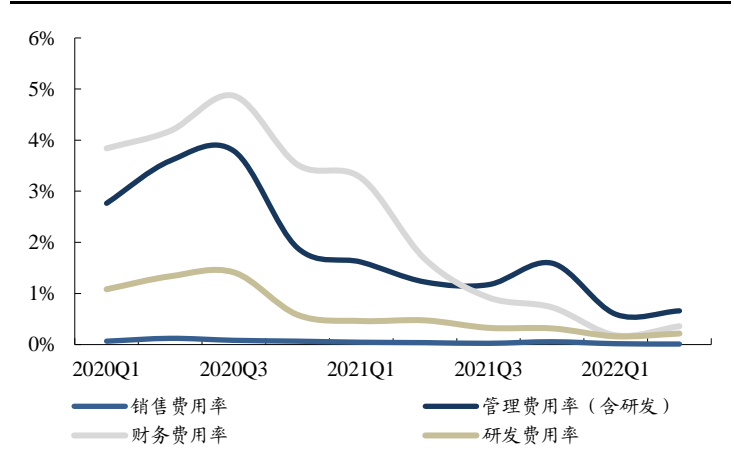
研发、财务费用分别同比上升 20.64%、上升 65.85%、上升 45.74%、下降 56.58%至 0.02 亿元、1.02 亿元、0.31 亿元、0.44 亿元；费用率分别下降 0、下降 0.01、上升 0.28、上升 1.99 个百分点至 0.01%、0.63%、0.19%、0.27%。2022Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 -21.56%/+55.23%/+31.48%/-38.26%，费用率分别为 0.01%/0.66%/0.22%/0.36%。公司 2022Q2 期间费用同比增长 0.93%至 0.85 亿元，期间费用率下降 1.91pct 至 1.03%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 21.56%、上升 55.23%、上升 31.48%、下降 38.26%至 0.01 亿元、0.54 亿元、0.18 亿元、0.29 亿元；费用率分别下降 0.03、下降 0.56、下降 0.26、下降 1.32 个百分点至 0.01%、0.66%、0.22%、0.36%。期间费用率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8：2022Q2 期间费用 1.49 亿元，同比-10.12% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

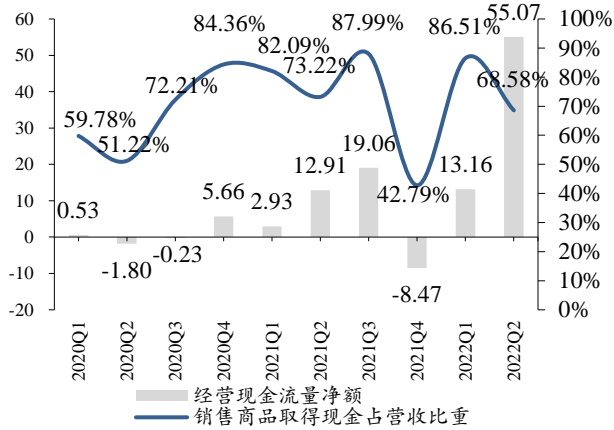
图9：2022Q2 期间费用率 1.03%，同比-1.91pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

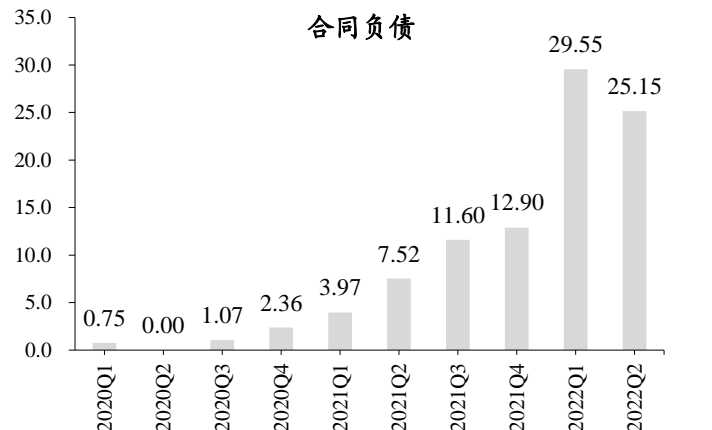
**现金流大幅增长，盈利能力提升：**2022H1 经营活动现金流量净流入 68.23 亿元，同比增长 330.55%。销售商品取得现金 126.64 亿元，同比增长 266.96%。期末合同负债 25.15 亿元，比年初增长 94.98%，期末存货 4.08 亿元，较期初下降 17.17 亿元；存货周转天数下降 71.11 天至 47.22 天。2022Q2 经营活动现金净流入 55.07 亿元，同比增长 326.45%。2022Q2 销售商品取得现金 56.32 亿元，同比增长 169.83%。2022Q2 期末存货 4.08 亿元，同比增长 1.47 亿元。2021 年底工业硅粉涨价提前备货，叠加硅料价格高位下游需求趋弱、硅料库存较高，2022 年初需求回暖，库存回落至正常水平。

图10: 2022Q2 现金净流入 55.07 亿元, 同比+326.45% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2022Q2 期末合同负债 25.15 亿元, 同比+234.56% (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 2022 年紧平衡, 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 165/147/121 亿元 (前值 123/85/92 亿元), 同比+188%/-11%/-18%。我们给予 2022 年 10xPE, 目标价 77.2 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等。

## 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
<b>流动资产</b>	<b>12,348</b>	<b>34,269</b>	<b>51,250</b>	<b>63,048</b>	<b>营业总收入</b>	<b>10,832</b>	<b>27,335</b>	<b>26,661</b>	<b>23,155</b>
货币资金及交易性金融资产	6,302	21,851	38,210	51,139	营业成本(含金融类)	3,720	7,420	8,800	8,580
经营性应收款项	3,701	7,738	7,573	6,569	税金及附加	98	273	267	232
存货	2,124	4,237	5,024	4,899	销售费用	4	14	11	9
合同资产	0	0	0	0	管理费用	105	137	133	93
其他流动资产	221	444	443	441	研发费用	42	109	133	93
<b>非流动资产</b>	<b>10,124</b>	<b>13,271</b>	<b>13,894</b>	<b>14,440</b>	财务费用	155	65	136	172
长期股权投资	4	4	4	4	加:其他收益	11	60	117	93
固定资产及使用权资产	6,136	8,417	9,947	11,000	投资净收益	10	27	16	14
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	<b>营业利润</b>	<b>6,744</b>	<b>19,405</b>	<b>17,315</b>	<b>14,083</b>
其他非流动资产	39	39	39	39	营业外净收支	-16	-2	2	4
<b>资产总计</b>	<b>22,472</b>	<b>47,540</b>	<b>65,144</b>	<b>77,488</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,728</b>	<b>19,403</b>	<b>17,317</b>	<b>14,087</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,114</b>	<b>12,489</b>	<b>14,874</b>	<b>14,603</b>	减:所得税	1,004	2,910	2,597	1,972
短期借款及一年内到期的非流动负债	185	985	1,245	1,445	<b>净利润</b>	<b>5,723</b>	<b>16,493</b>	<b>14,719</b>	<b>12,115</b>
经营性应付款项	1,451	5,670	6,725	6,557	减:少数股东损益	-1	0	0	0
合同负债	1,290	1,095	1,298	1,266	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,724</b>	<b>16,493</b>	<b>14,719</b>	<b>12,115</b>
其他流动负债	2,188	4,739	5,606	5,336	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.68	7.72	6.89	5.67
非流动负债	890	2,090	2,590	3,090	EBIT	6,874	19,382	17,317	14,149
长期借款	0	1,200	1,700	2,200	EBITDA	7,376	20,085	18,105	15,014
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	65.65	72.86	66.99	62.95
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	52.84	60.33	55.21	52.32
其他非流动负债	890	890	890	890	收入增长率(%)	132.23	152.36	-2.47	-13.15
<b>负债合计</b>	<b>6,004</b>	<b>14,579</b>	<b>17,464</b>	<b>17,693</b>	归母净利润增长率(%)	448.56	188.14	-10.75	-17.69
归属母公司股东权益	16,466	32,958	47,677	59,793					
少数股东权益	3	3	3	3					
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,469</b>	<b>32,961</b>	<b>47,680</b>	<b>59,796</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>22,472</b>	<b>47,540</b>	<b>65,144</b>	<b>77,488</b>					

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	17,438	17,128	13,795	每股净资产(元)	8.55	17.12	24.77	31.06
投资活动现金流	-3,586	-5,540	-1,393	-1,393	最新发行在外股份(百万股)	2,137	2,137	2,137	2,137
筹资活动现金流	5,105	1,935	624	528	ROIC(%)	50.33	63.61	34.32	21.34
现金净增加额	4,162	13,834	16,359	12,930	ROE-摊薄(%)	34.76	50.04	30.87	20.26
折旧和摊销	502	702	788	865	资产负债率(%)	26.72	30.67	26.81	22.83
资本开支	-1,897	-3,851	-1,409	-1,407	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.90	7.60	8.52	10.35
营运资本变动	-3,680	-2,125	635	929	P/B(现价)	6.86	3.43	2.37	1.89

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>

