

审慎增持（维持）

目标价：73.67 美元

现价：62.51 美元

预期升幅 17.9%

## 市场数据

日期	2022/8/3
收盘价(美元)	62.51
总股本(百万 ADS)	75.1
总市值(百万美元)	4,657.4
净资产(百万美元)	5,510.0
总资产(百万美元)	6,484.1
每 ADR 归母净资产(美元)	53.9

数据来源：Wind

## 相关报告

大全新能源 (DQ.N) 2021Q2 业绩点评：二季度业绩亮眼，继续提高年度产量指引\_20210819

大全新能源 (DQ.N) 2021Q1 业绩点评：一季度业绩持续增长，硅料价格仍有上行空间\_20210519

大全新能源 (DQ.N) 2020 年业绩点评：全年业绩大幅增长，量价齐升展望乐观\_20210311

## 兴业证券经济与金融研究院

## 海外新能源

分析师：

余小丽

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

张忠业

zhangzhongye@xyzq.com.cn

SAC: S0190522070004

请注意：张忠业并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

DQ.N 大全新能源

## 单季盈利创新高，关注包头产能布局

2022 年 8 月 4 日

## 主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万美元)	1,678.8	5,049.1	4,515.7	4,583.9
同比增长	148.5%	200.8%	-10.6%	1.5%
归母净利润 (Non-GAAP)(百万美元)	759.0	2,464.2	1,997.8	1,722.5
同比增长	416.0%	224.7%	-18.9%	-13.8%
毛利率	65.4%	77.3%	75.2%	64.1%
归母净利润率 (Non-GAAP)	45.2%	48.8%	44.2%	37.6%
净资产收益率	51.1%	72.3%	35.3%	22.8%
每 ADR 归母净资产 (美元)	29.27	61.99	88.88	112.12
EPADS (Non-GAAP)-基本 (美元)	10.28	32.98	26.74	23.06

数据来源：Wind、公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **我们的观点：大全新能源兼具硅料产能、成本、产品品质优势；短期受益于硅料价格高位和硅粉成本下降；长期受益于光伏产业链高景气，以及工业硅+有机硅+硅料+半导体硅布局。短期来看，目前硅料产能在光伏主材中最紧缺；年初至今，硅料价格不断小幅超市场预期；2022H2 行业新产能投产增加，但考虑爬坡时间后，实际产量释放有限；我们预计硅料短期供给偏紧局面持续、价格维持高位；Q4 价格可能出现一定收敛，但供需关系支撑价格相对高位，具体波动将随下游环节开工率及库存动态调整。大全将受益于硅料高价及今年 1 月满产的 3B 项目，预计全年利润高增长。长期来看，光伏产业链景气，硅料需求向上；工业硅+有机硅+硅料+半导体硅布局则有望增强大全盈利能力。估值方面，我们给予公司目标价 73.67 美元/ADR，对应 2022-2024 年 PE 各为 2.2x、2.8x、3.2x；目标价相较于现价有 17.9% 上涨空间，我们维持公司“审慎增持”评级，建议投资者关注。**
- **2022Q2 业绩创新高：**2022H1，大全新能源的收入、毛利、归母净利润分别为 25.24、17.60、11.64 亿元，分别同比+261.9%、+317.0%、+269.0%。从单季度数据来看，2022Q2，公司的收入、毛利、归母净利润分别为 12.44、9.47、6.28 亿美元，分别同比+181.9%、+115.2%、+170.5%，分别环比-2.8%、+16.4%、+17.2%；单季度毛利和净利再创新高，主要由于硅料量价齐升且单位成本环比下降。
- **硅料产销两旺，单位盈利再创新高：**
  - **硅料产销两旺：**2022Q2，大全硅料产量、销量各为 35,326、37,545 吨，分别同比+67.4%、+78.3%，分别环比+12.6%、-3.3%，Q2 产量高于此前指引的 3.3-3.4 万吨。Q2 产销量同比高速增长系因三期 B 项目 3.5 万吨产能于 2022 年 1 月达产，且硅料高价之下，公司满产满销；Q2 销量环比稍有回落系因 2021 年部分库存在 2022Q1 销售、基数高。
  - **单位盈利再创新高：**2022Q2，大全硅料单位毛利 25.82 美元/kg，同比

+78.1%、环比+13.9%；单位净利 16.72 美元/kg，同比+51.7%、环比+21.2%；均创新高。原因一是硅料供给偏紧，Q2 大全硅料单价（不含税）继续上行至 33.08 美元/kg，同比+59.0%、环比+1.0%；二是工业硅粉供需关系阶段性改善、价格环比回落，叠加大全规模效应加强，2022Q2 大全硅料单位成本环比-28.0%至 7.26 美元，其中单位现金成本、单位折旧成本各为 6.51、0.75 美元，分别环比-29.2%、-16.7%。

● **硅料市占率居前，兼具成本及品质优势：**

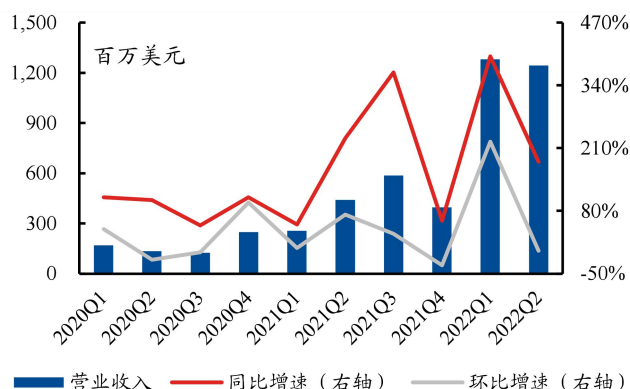
- **硅料市占率居前：**截至 2022Q2 末，大全新能源硅料设计年产能 10.5 万吨，实际产能利用率可达到 120%以上。据 CPIA，2022H1 全国硅料产量 36.5 万吨，大全市占率 18.3%，位居第一梯队。
- **上调全年产量指引：**公司拟于 2022H2 分段例行检修，预计 2022Q3 产量 3.1-3.2 万吨，指引 2022 年全年产量 12.9-13.2 万吨，较此前指引的 12-12.5 万吨上调 0.8 万吨左右。
- **成本优势：**硅料成本受电价、工业硅价格、单位折旧影响大。大全享受新疆优惠电价，叠加公司的工艺及规模优势，单位成本处于行业低位。
- **产品品质优势：**大全 N 型料布局早，已实现批量供给，并获下游主流客户验证通过，具备一定的先发优势。

- **包头工业硅+有机硅+硅料+半导体硅产能拓展公司长期空间：**大全 2021 年 12 月和包头政府签订战略协议，拟建设 30 万吨/年工业硅+20 万吨/年有机硅+20 万吨/年硅料+2.1 万吨/年半导体硅产能，预期投资 332.5 亿元。我们认为，大全布局工业硅、向上延伸产业链，可增强核心原料供应力、平抑成本波动；硅料扩产利于强化龙头优势；拓展有机硅和半导体硅则可降低对硅料主业的依赖，增强盈利稳定性，并扩展长期盈利空间。其中，一期 10 万吨硅料+1,000 吨半导体硅项目已于 2022 年 3 月启动，预计 2023Q2 完工；一期 15 万吨工业硅项目预计 2023Q3 建成投产，届时包头 10 万吨硅料可实现 100%原料自给。

**风险提示：硅料价格波动，公司产能扩充不及预期，订单履约风险，技术替代或泄密风险。**

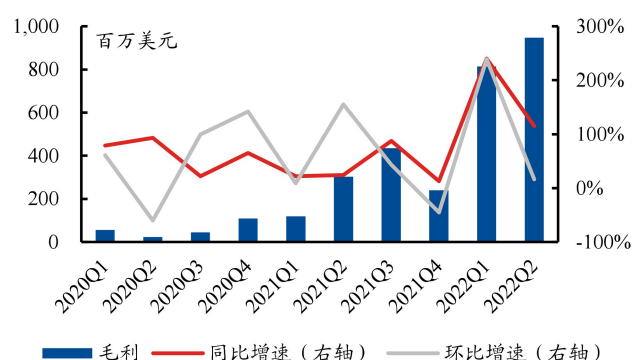
## 报告附图

图 1、大全新能源营业收入及增速



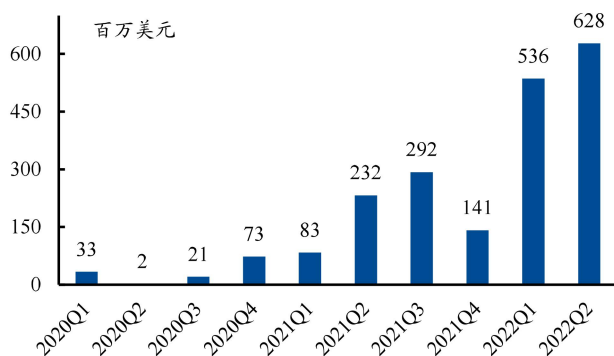
资料来源：大全新能源财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、大全新能源毛利及增速



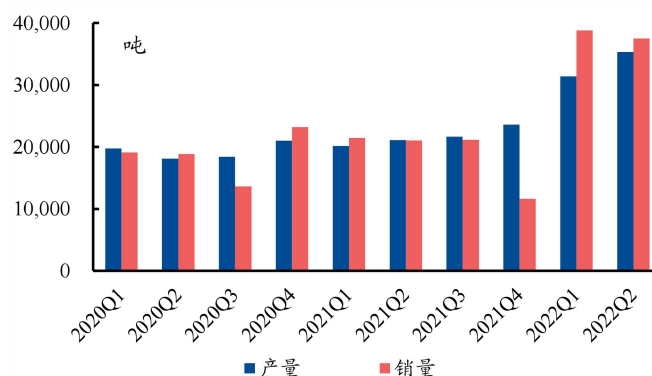
资料来源：大全新能源财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、大全新能源归母净利润



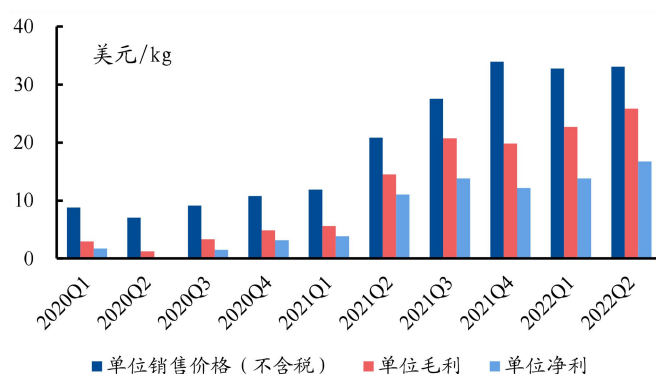
资料来源：大全新能源财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、大全新能源硅料产销量



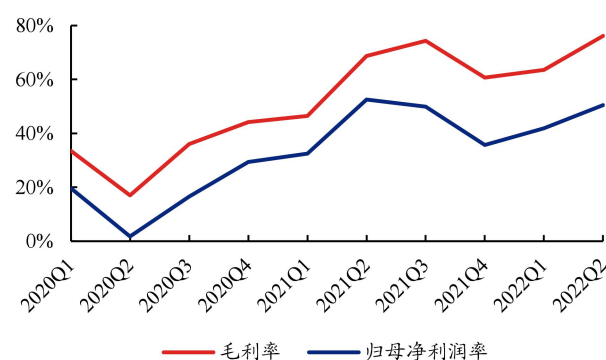
资料来源：大全新能源财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、大全新能源硅料单价、单位毛利、单位净利



资料来源：大全新能源财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、大全新能源毛利率、归母净利润率



资料来源：大全新能源财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **风险提示：**硅料价格波动，公司产能扩充不及预期，订单履约风险，技术替代或泄密风险。

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1,743	6,895	9,437	11,914	<b>收入</b>	1,679	5,049	4,516	4,584
现金及现金等价物	724	5,295	7,291	8,945	销售成本	-582	-1,145	-1,122	-1,645
限制性现金	0	1	2	2	<b>毛利</b>	1,097	3,905	3,394	2,939
应收票据	366	615	860	1,219	销售、一般和行政费用	-40	-67	-86	-84
短期投资	280	308	339	373	研发费用	-6	-13	-14	-14
预付费用和其他流动资产	42	59	58	85	<b>营业利润</b>	1,051	3,822	3,291	2,838
预付货款	3	11	11	16	财务费用净额	-20	-5	-11	-14
存货	328	605	876	1,274	税前收入	1,035	3,821	3,284	2,829
<b>非流动资产</b>	1,601	3,264	4,302	5,190	所得税	-170	-592	-510	-439
物业、厂房和设备净额	1,559	3,219	4,254	5,138	<b>净利润</b>	865	3,229	2,774	2,390
预付土地使用权净额	41	44	48	51	少数股东净利润	116	775	786	677
<b>总资产</b>	3,344	10,159	13,739	17,104	<b>归母净利润</b>	749	2,454	1,988	1,712
<b>流动负债</b>	550	2,222	2,908	3,741	股份补偿	10	10	10	10
短期银行借款与长期银行借款即期	0	0	0	0	<b>归母净利润 (Non-GAAP)</b>	759	2,464	1,998	1,723
应付账款	81	162	237	316					
应付票据	0	377	751	1,330					
客户垫款 - 短期部分	203	456	408	414					
购买不动产、厂房和设备的应付款项	143	934	1,167	1,268					
应计费用和其他流动负债	41	123	110	112					
应付关联方款项 - 短期部分	11	21	21	31					
应缴所得税	71	148	214	271					
<b>非流动负债</b>	129	336	435	553					
长期银行借款	0	85	102	122					
客户预付款 - 长期部分	91	65	64	94					
递延政府补助	22	63	62	91					
递延所得税负债	17	108	193	225					
<b>总负债</b>	680	2,558	3,343	4,294					
<b>归母净资产</b>	2,162	4,631	6,640	8,376					
股本	0	0	0	0					
资本公积	1,017	1,027	1,037	1,047					
保留盈利	1,079	3,538	5,537	7,263					
累计其他综合收益	68	68	68	68					
<b>总权益</b>	2,664	7,601	10,396	12,809					
<b>负债及权益合计</b>	3,344	10,159	13,739	17,104					

现金流量表				
单位:百万美元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动产生现金流量	639	3,755	2,937	2,608
投资活动产生现金流量	-782	-986	-956	-991
融资活动产生现金流量	736	1,803	16	37
汇率影响	12	0	0	0
<b>现金净变动</b>	606	4,572	1,997	1,654
现金的期初余额	118	724	5,296	7,293
<b>现金的期末余额</b>	724	5,296	7,293	8,947

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	148.5%	200.8%	-10.6%	1.5%
毛利增长率	368.9%	255.9%	-13.1%	-13.4%
净利润增长率	546.3%	273.4%	-14.1%	-13.9%
归母净利润增长率	479.7%	227.7%	-19.0%	-13.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	65.4%	77.3%	75.2%	64.1%
归属股东净利率	44.6%	48.6%	44.0%	37.4%
ROA	32.7%	36.4%	16.6%	11.1%
ROE	51.1%	72.3%	35.3%	22.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	20.3%	25.2%	24.3%	25.1%
流动比率	3.17	3.10	3.25	3.18
<b>运营能力(次)</b>				
资产周转率	0.73	0.75	0.38	0.30
存货周转率	3.14	2.45	1.52	1.53
<b>每 ADR 资料(美元)</b>				
EPADS (Non-GAAP)-基本	10.28	32.98	26.74	23.06
每 ADR 归母净资产	29.27	61.99	88.88	112.12
每 ADR 经营性现金流	8.65	50.26	39.31	34.90
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	6.1	1.9	2.3	2.7
PB	2.1	1.0	0.7	0.6

\*注:表中估值倍数按2022年8月3日收盘价计算

## 分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyqz.com.cn](http://www.xyqz.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 China Great Wall International Holdings VI Limited、Coastal Emerald Limited、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、China Shandong Hi-Speed Financial Group Limited、山东黄金集团有限公司、广发控股（香港）有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、东航海外（香港）有限公司、兰溪市交通投资建设集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波旷世智源工业设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县鑫鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、远东宏信有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、Linyi City Development International Co., Limited、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd.、信银（香港）投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、香港国际（青岛）有限公司、HONGKONG INTERNATIONAL (QINGDAO) COMPANY LIMITED、晋江市路桥建设开发有限公司、Jinjiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、朗诗绿色生活服务有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、烟台市蓬莱区城市建设投资集团有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、恒博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮南建设发展控股（集团）有限公司、湖州吴兴经开建设发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Huzhou Gas Co., Ltd.、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、ENN Natural Gas Co., Ltd.、新奥能源控股有限公司、ENN Energy Holdings Limited、溧源国际有限公司、LIYUAN INTERNATIONAL CO., LIMITED、漳州市交通发展集团有限公司、

潍坊滨海投资发展有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司有投资银行业务关系。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：（852）35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk