

硅料龙头量利齐升，产能布局彰显前瞻性视野

2022 年 08 月 08 日

► **事件：**2022 年 8 月 4 日，公司发布 2022 年半年度报告，2022 年 H1 公司实现营收 163.40 亿元，同比+262.16%；归母净利润为 95.25 亿元，同比+340.81%；扣非归母净利润为 95.29 亿元，同比+342.13%。

分季度来看，22 年 Q2 公司实现营收 82.11 亿元，同比+188.08%，实现归母净利润 52.1 亿元，同比+230.19%。公司业绩亮眼主要系硅料市场供应紧缺带动公司硅料价格大幅上涨以及三期 B 项目产能逐步释放带动销量增长所致。

► **硅料量利齐升，订单交付能力强劲。**公司 22 年 H1 销售情况良好，产销率达 114.50%，同比+61.58%，业绩亮眼同时维持产品高水平，其中单晶硅片用料占比为 99%以上。未来随着下游电池技术路线转变，N 型电池有望获得更大市场份额，届时对于纯度更高的 N 型硅料需求将大幅提升，公司目前已实现 N 型高纯硅料的批发销售，获得多家主流的下企业验证通过。量：据 CPIA 统计，2022 年上半年国内多晶硅产量约为 36.5 万吨，上半年公司产量为 6.67 万吨，占国内多晶硅产量 18.3%，Q2 单季度出货量达到 3.75 万吨，同比+79.59%。**利：**22 年 H1 公司成本管理优势凸显，毛利上涨至 70.37%，公司通过改良多晶硅生产工艺技术、数字化精细管理降低单位产品电耗、硅耗，成功将单位成本压低于 CPIA 统计的行业平均水平。受益于规模效应，二季度公司所有产线实现满产高速运行，Q2 公司盈利能力显著提升，单吨净利约为 13 万元/吨，环比+25%。

► **产品结构持续优化，向上布局夯实竞争力。**目前，公司已实现产能 10.5 万吨/年，内蒙古包头的 10 万吨高纯多晶硅项目已经启动建设中，预计于 2023 年二季度建成。同时下半年公司将分段完成例行年度检修，预计三季度产量 3.1-3.2 万吨。公司于 2022 年 7 月公司与包头市固阳县政府签订了《30 万吨/年高纯工业硅项目+20 万吨/年有机硅项目投资协议书》，一期建设年产 15 万吨高纯工业硅项目，预计于 2023 年第三季度建成投产，一期项目建设后，将实现包头 10 万吨多晶硅项目的 100%原料供给，提升公司综合盈利能力，实现在原材料方面的供应安全和质量保障。公司在持续加码光伏硅的同时，拓展布局工业硅、有机硅及半导体硅等领域，丰富产品结构，打造多元硅材料平台，有望提升盈利水平，稳固硅料行业领先地位。

► **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年实现营收 292/200/221 亿元，归母净利润分别为 182/104/83 亿元，现价对应 PE 倍数 7x/12x/16x。公司是光伏硅料领先企业，有望受益光伏行业高景气 and 硅料环节的高毛利，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期；硅料价格波动等。

推荐

维持评级

当前价格：

60.23 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

相关研究

1.大全能源 (688303.SH) 2021 年年报点评：量利齐升，持续加码硅料产能布局-2022/03/18

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10832	29166	19968	22097
增长率 (%)	132.2	169.3	-31.5	10.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	5724	18210	10375	8265
增长率 (%)	448.6	218.1	-43.0	-20.3
每股收益 (元)	2.68	8.52	4.85	3.87
PE	22	7	12	16
PB	7.8	4.1	3.2	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 05 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10832	29166	19968	22097
营业成本	3720	7145	7386	12006
营业税金及附加	98	262	180	199
销售费用	4	11	8	9
管理费用	105	254	191	221
研发费用	42	102	80	77
EBIT	6874	21391	12123	9585
财务费用	155	-37	-88	-131
资产减值损失	0	-20	-15	-10
投资收益	10	15	10	11
营业利润	6744	21447	12222	9735
营业外收支	-16	-21	-16	-11
利润总额	6728	21426	12207	9725
所得税	1004	3214	1831	1459
净利润	5723	18212	10376	8266
归属于母公司净利润	5724	18210	10375	8265
EBITDA	7376	22047	12869	10418

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4586	18592	29450	39211
应收账款及票据	3039	7192	4978	5527
预付款项	21	71	74	120
存货	2124	3504	3223	4595
其他流动资产	2578	1950	1945	1946
流动资产合计	12348	31309	39670	51399
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	6136	7187	8025	8691
无形资产	257	257	257	257
非流动资产合计	10124	10768	11322	11789
资产合计	22472	42077	50992	63188
短期借款	185	100	150	150
应付账款及票据	1451	2741	2833	4605
其他流动负债	3478	6666	6463	10071
流动负债合计	5114	9507	9446	14826
长期借款	0	0	100	150
其他长期负债	890	890	890	890
非流动负债合计	890	890	990	1040
负债合计	6004	10397	10436	15866
股本	1925	2137	2137	2137
少数股东权益	3	5	6	7
股东权益合计	16469	31681	40556	47322
负债和股东权益合计	22472	42077	50992	63188

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	132.23	169.26	-31.54	10.66
EBIT 增长率	385.94	211.21	-43.33	-20.94
净利润增长率	448.56	218.15	-43.03	-20.33
盈利能力 (%)				
毛利率	65.65	75.50	63.01	45.67
净利润率	52.84	62.44	51.96	37.41
总资产收益率 ROA	25.47	43.28	20.35	13.08
净资产收益率 ROE	34.76	57.49	25.58	17.47
偿债能力				
流动比率	2.41	3.29	4.20	3.47
速动比率	2.00	2.92	3.85	3.15
现金比率	0.90	1.96	3.12	2.64
资产负债率 (%)	26.72	24.71	20.47	25.11
经营效率				
应收账款周转天数	0.00	0.00	1.00	1.30
存货周转天数	208.40	180.00	160.00	140.00
总资产周转率	0.48	0.69	0.39	0.35
每股指标 (元)				
每股收益	2.68	8.52	4.85	3.87
每股净资产	7.70	14.82	18.97	22.14
每股经营现金流	1.24	8.61	6.33	5.86
每股股利	0.60	1.40	0.70	0.70
估值分析				
PE	22	7	12	16
PB	7.8	4.1	3.2	2.7
EV/EBITDA	16.86	5.00	7.73	8.62
股息收益率 (%)	1.00	2.33	1.17	1.17

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	5723	18212	10376	8266
折旧和摊销	502	656	746	833
营运资金变动	-3670	-497	2371	3401
经营活动现金流	2644	18404	13522	12523
资本开支	-1897	-1321	-1316	-1311
投资	-1700	0	0	0
投资活动现金流	-3586	-1306	-1306	-1300
股权募资	6104	0	0	0
债务募资	-1264	-85	150	50
筹资活动现金流	5105	-3092	-1359	-1463
现金净流量	4162	14006	10858	9760

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026