

大全能源 (688303)

2022Q3 业绩点评: 单吨盈利再创新高, 业绩略超市场预期

买入 (维持)

2022年10月28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
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	10,832	32,284	29,454	24,024
同比	132%	198%	-9%	-18%
归属母公司净利润 (百万元)	5,724	20,012	16,598	12,083
同比	449%	250%	-17%	-27%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.68	9.36	7.77	5.65
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.56	5.60	6.75	9.27

#业绩超预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 246.77 亿元, 同比增长 197.15%; 实现归属母公司净利润 150.85 亿元, 同比增长 237.23%。其中 2022Q3, 实现营业收入 83.37 亿元, 同比增长 119.81%, 环比增长 1.53%; 实现归属母公司净利润 55.6 亿元, 同比增长 140.45%, 环比增长 6.66%。Q1-3 毛利率为 73.98%, 同比上升 6.71pct, Q3 毛利率 80.88%, 同比上升 6.04pct, 环比上升 4.05pct; Q1-3 归母净利率为 61.13%, 同比上升 7.27pct, Q3 归母净利率 66.69%, 同比上升 5.73pct, 环比上升 3.20pct。业绩略超市场预期。
- **停产检修下销量环比略降, 单吨净利创新高:** 2022Q1-3 年公司硅料产 10.01 万吨, 销 10.95 万吨, 同比+72%, 受停产检修影响下 2022Q3 硅料产 3.34 万吨, 销 3.31 万吨, 销量同环比+56%/-12%, 盈利方面, 单吨净利再创新高, 2022Q3 单吨净利达 16 万元+/吨, 主要系: 1) 停产检修影响下硅料供需持续紧张, 硅价持续高涨, 2022Q3 硅料价格高达 249 元/kg (不含税), 同环增 40%/14%; 2) 产能释放规模效应逐步凸显+工业硅价格下降, 公司成本进一步降低, 2022Q3 单位成本 48 元/kg, 同环比+6.5%/-5.2%。全年看, 公司产能充分利用, 考虑库存, 我们预计 2022 全年销 14 万吨+, 同增 86%+; 我们预计硅料均价 220-230 万元/吨 (不含税), 测算单吨净利约 14+万元/吨, 2022 全年净利 200+亿元!
- **新产能陆续加码, 布局上游巩固供应链:** 公司内蒙古 10 万吨项目已启建, 预计 2023Q2 建成。公司硅料品质优秀, 现有产能单晶用料占比 99%+, 并已实现 N 型料稳定供应。电子级 1000 吨已启建, 后续瞄准电子级高温价市场。2022 年 7 月, 公司与包头市固阳县政府签订 30 万吨/年工业硅+20 万吨/年有机硅投资协议, 一期建设年产 15 万吨工业硅预计 2023Q3 建成, 并将实现包头 10 万吨硅料的 100%原料供给, 实现原料供应安全和质量保障, 提升综合盈利能力。
- **上市首次股权激励, 彰显发展信心。** 2022 年 8 月 12 日, 公司发布股权激励草案, 授予 789 人共计 2371.5 万股, 占总股本 1.11%, 授予价格 33 元, 公司业绩考核目标为以 2021 年为基数, 2022-2024 年营收增长率不低于 136%/151%/170%或 2022-2024 年多晶硅产量不低于 12/17/22 万吨, 公司业绩考核目标易实现, 有利于提升公司员工积极性。
- **盈利预测与投资评级:** 基于硅料价格持续维持高位, 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 200/166/121 亿元 (前值 165/147/121 亿元), 同比+250%/-17%/-27%。基于公司硅料龙头地位, 并不断加码扩产巩固行业地位, 我们给予公司 2023 年 9xPE, 目标价 69.9 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 原材料供给不确定等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.39
一年最低/最高价	46.73/83.92
市净率(倍)	2.70
流通 A 股市值(百万元)	15,036.98
总市值(百万元)	111,978.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.37
资产负债率(% ,LF)	17.17
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 年中报点评: 销量高增, 单吨盈利创新高》

2022-08-04

《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

图表目录

图 1:	2022Q1-3 收入 246.77 亿元, 同比+197.15% (亿元, %)	3
图 2:	2022Q1-3 归母净利润 150.85 亿元, 同比+237.23% (亿元, %)	3
图 3:	2022Q3 收入 83.37 亿元, 同比+119.81% (亿元, %)	3
图 4:	2022Q3 归母净利润 55.6 亿元, 同比+140.45% (亿元, %)	3
图 5:	2022Q1-3 毛利率、净利率同比+6.71、+7.27pct (%)	4
图 6:	2022Q3 毛利率、净利率同比+6.04、+5.73pct (%)	4
图 7:	2022Q3 硅料产 3.34 万吨, 同环比+56%/-12% (左轴: 吨, 右轴: 万元)	5
图 8:	2022Q1-3 期间费用 2.04 亿元, 同比+24.41%(亿元, %)	6
图 9:	2022Q3 期间费用率 1.01%, 同比-1.19pct (%)	6
图 10:	2022Q3 现金净流入 25.62 亿元, 同比+34.44%(亿元, %)	6
图 11:	2022Q3 期末合同负债 29.89 亿元, 同比+157.63% (亿元, %)	6
表 1:	2022Q1-3 收入 246.77 亿元, 同比增长 197.15%; 盈利 150.85 亿元, 同比增长 237.23% (单位: 亿元)	3
表 2:	新产能陆续加码, 布局上游巩固供应链	5

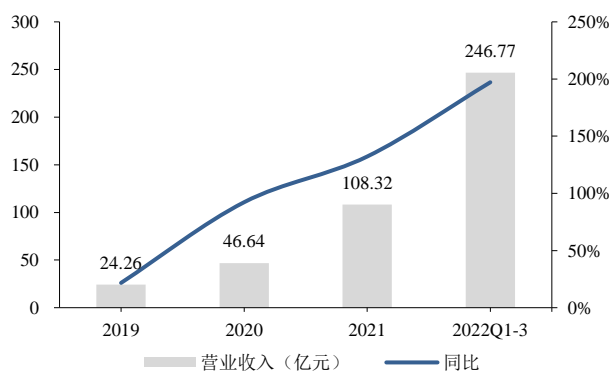
事件: 公司发布 2022 年三季度报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 246.77 亿元, 同比增长 197.15%; 实现归属母公司净利润 150.85 亿元, 同比增长 237.23%。其中 2022Q3, 实现营业收入 83.37 亿元, 同比增长 119.81%, 环比增长 1.53%; 实现归属母公司净利润 55.6 亿元, 同比增长 140.45%, 环比增长 6.66%。Q1-3 毛利率为 73.98%, 同比上升 6.71pct, Q3 毛利率 80.88%, 同比上升 6.04pct, 环比上升 4.05pct; Q1-3 归母净利率为 61.13%, 同比上升 7.27pct, Q3 归母净利率 66.69%, 同比上升 5.73pct, 环比上升 3.20pct。业绩略超市场预期。

表1: 2022Q1-3 收入 246.77 亿元, 同比增长 197.15%; 盈利 150.85 亿元, 同比增长 237.23% (单位: 亿元)

大全能源	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	同比	2022Q2	环比
营业收入	246.77	83.05	197.1%	83.37	37.93	119.8%	82.11	1.5%
毛利率	74.0%	67.3%	6.7pct	80.9%	74.8%	6.0pct	76.8%	4.0pct
营业利润	177.58	52.59	237.7%	65.73	27.25	141.2%	61.12	7.5%
利润总额	177.07	52.57	236.8%	65.44	27.20	140.6%	60.92	7.4%
归属母公司净利润	150.85	44.73	237.2%	55.60	23.12	140.4%	52.13	6.7%
扣非归母净利润	0.02	44.65	-100.0%	-95.28	23.10	-512.5%	52.26	-282.3%
归母净利率	61.1%	53.9%	7.3pct	66.7%	61.0%	5.7pct	63.5%	3.2pct
股本 (亿股)	21.37	19.25	-	21.37	19.25	-	21.37	-
EPS (元/股)	7.06	2.32	203.7%	2.60	1.20	116.6%	2.44	6.7%

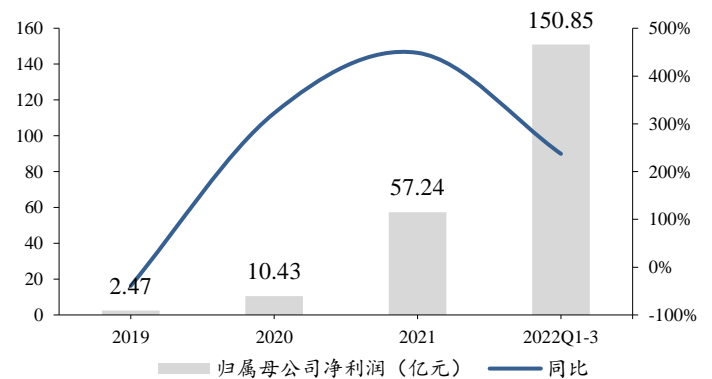
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022Q1-3 收入 246.77 亿元, 同比+197.15% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

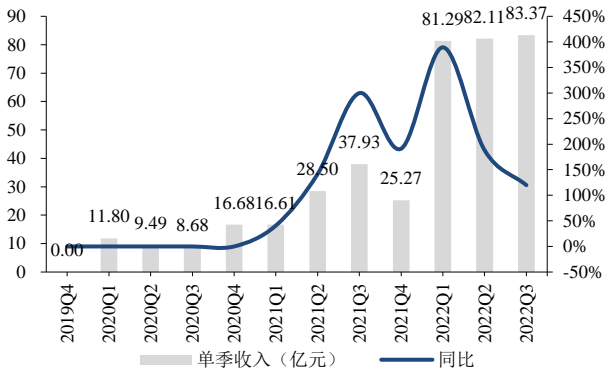
图2: 2022Q1-3 归母净利润 150.85 亿元, 同比+237.23% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

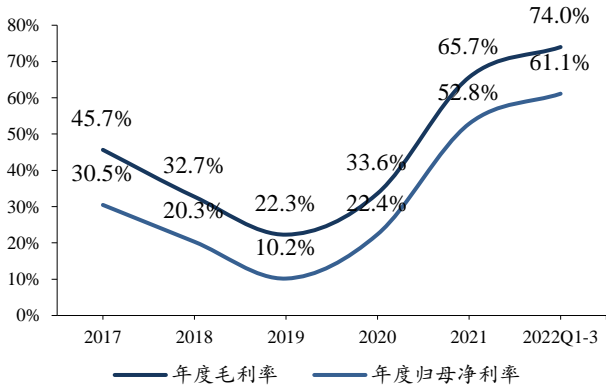
图3: 2022Q3 收入 83.37 亿元, 同比+119.81% (亿元, %)

图4: 2022Q3 归母净利润 55.6 亿元, 同比+140.45% (亿元, %)

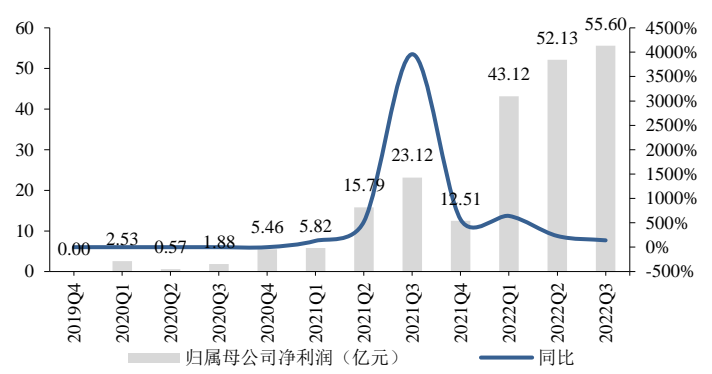


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比+6.71%、+7.27pct (%)

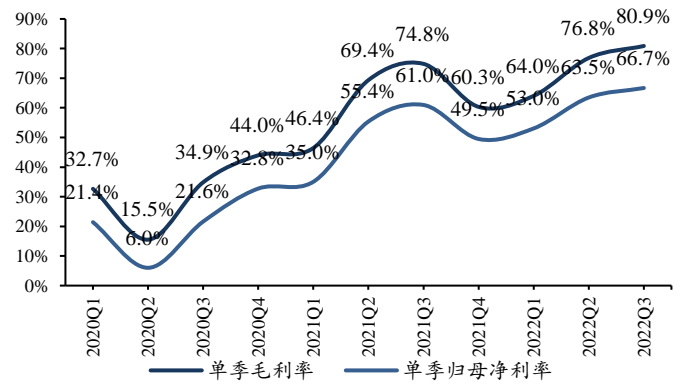


数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

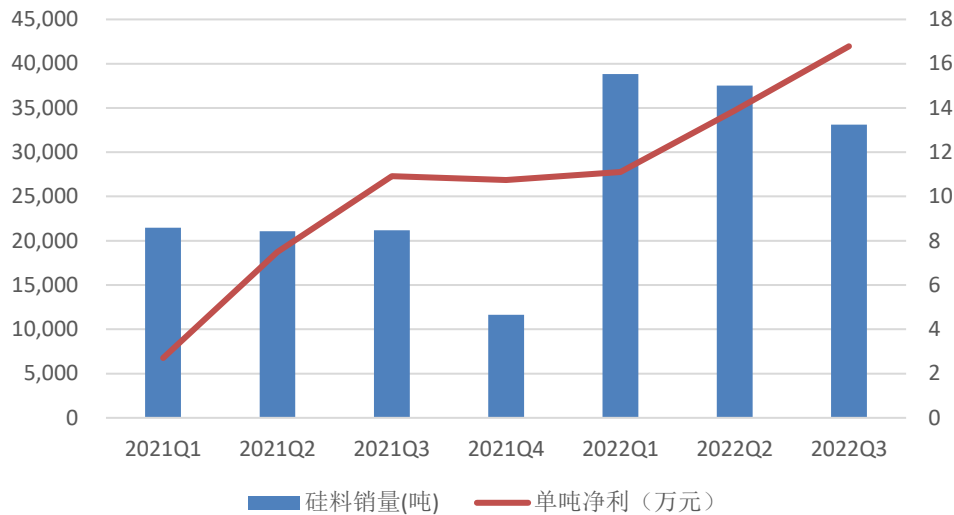
图6: 2022Q3 毛利率、净利率同比+6.04%、+5.73pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

停产检修下销量环比略降，单吨净利创新高：2022Q1-3 年公司硅料产 10.01 万吨，销 10.95 万吨，同比+72%，受停产检修影响下 2022Q3 硅料产 3.34 万吨，销 3.31 万吨，销量同环比+56%/-12%，盈利方面，单吨净利再创新高，2022Q3 单吨净利达 16 万元+/吨，主要系：1) 停产检修影响下硅料供需持续紧张，硅价持续高涨，2022Q3 硅料价格高达 249 元/kg (不含税)，同环增 40%/14%；2) 产能释放规模效应逐步凸显+工业硅价格下降，公司成本进一步降低，2022Q3 单位成本 48 元/kg，同环比+6.5%/-5.2%。全年看，公司产能充分利用，考虑库存，我们预计 2022 全年销 14 万吨+，同增 86%+；我们预计硅料均价 220-230 万元/吨 (不含税)，测算单吨净利约 14+万元/吨，2022 全年净利 200+亿元！

图7: 2022Q3 硅料产 3.34 万吨, 同环比+56%/-12% (左轴: 吨, 右轴: 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 万吨项目已启建, 预计 2023Q2 建成。公司硅料品质优秀, 现有产能单晶用料占比 99%+, 并已实现 N 型料稳定供应。电子级 1000 吨已启建, 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政府签订 30 万吨/年工业硅+20 万吨/年有机硅投资协议, 一期建设年产 15 万吨工业硅预计 2023Q3 建成, 并将实现包头 10 万吨硅料的 100%原料供给, 实现原料供应安全和质量保障, 提升综合盈利能力。

表2: 新产能陆续加码, 布局上游巩固供应链

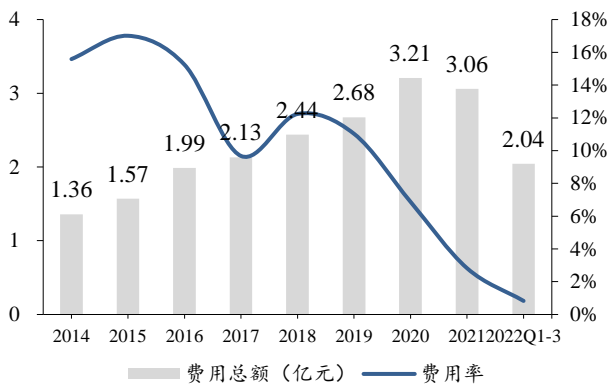
产地	产线	产能(万吨)	建设情况
内蒙古包头	多晶硅	10	预计 2023Q2 建成投产
内蒙古包头	电子级	0.1	已启建
内蒙古包头	工业硅	15	预计 2023Q3 建成投产

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

上市首次股权激励, 彰显发展信心。 2022 年 8 月 12 日, 公司发布股权激励草案, 授予 789 人共计 2371.5 万股, 占总股本 1.11%, 授予价格 33 元, 公司业绩考核目标为以 2021 年为基数, 2022-2024 年营收增长率不低于 136%/151%/170%或 2022-2024 年多晶硅产量不低于 12/17/22 万吨, 公司业绩考核目标易实现, 有利于提升公司员工积极性。

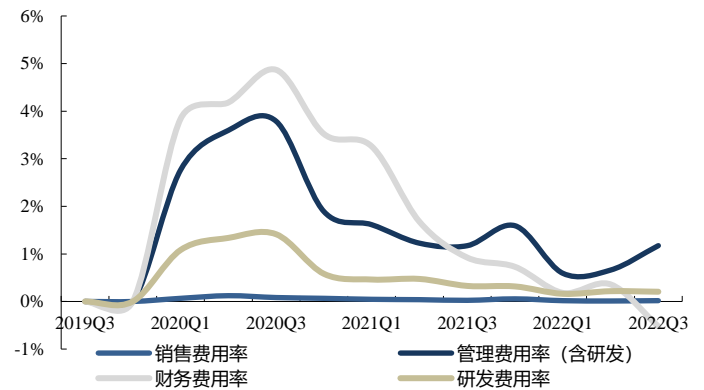
控费能力优秀，2022Q1-3 期间费用率同比小幅下降：公司 2022Q1-3 期间费用同比增长 24.41%至 2.04 亿元，期间费用率下降 2.13 个百分点至 0.83%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 33.75%、上升 88.51%、上升 42.79%、下降 99.61%至 0.04 亿元、2 亿元、0.48 亿元、0.01 亿元；费用率分别下降 0.02、下降 0.47、下降 0.21、下降 1.65 个百分点至 0.01%、0.81%、0.19%、0.00%。Q3，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+59.97%/+119.97%/+37.76%/-224.61%，费用率分别为 0.02%/1.17%/0.20%/-0.52%。

图8：2022Q1-3 期间费用 2.04 亿元，同比+24.41%(亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022Q3 期间费用率 1.01%，同比-1.19pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

现金流同比大幅增长：公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流入 93.85 亿元，同比增长 168.87%，其中 2022Q3 经营活动现金流量净额 25.62 亿元；2022Q1-3 销售商品取得现金 180.14 亿元，同比增长 165.37%。期末合同负债 29.89 亿元，同比+157.63%。期末存货 5.73 亿元，较期初下降 15.51 亿元；存货周转天数下降 61.61 天至 56.72 天。

图10：2022Q3 现金净流入 25.62 亿元，同比+34.44%(亿元，%)

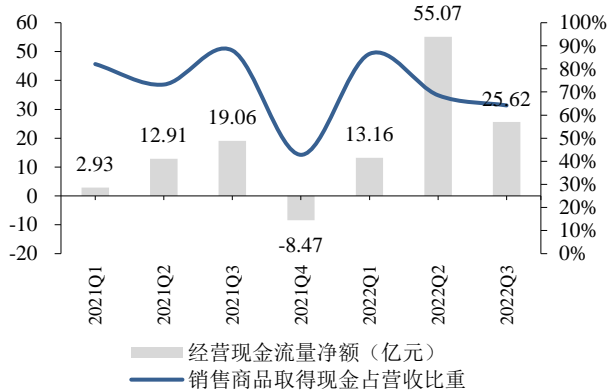
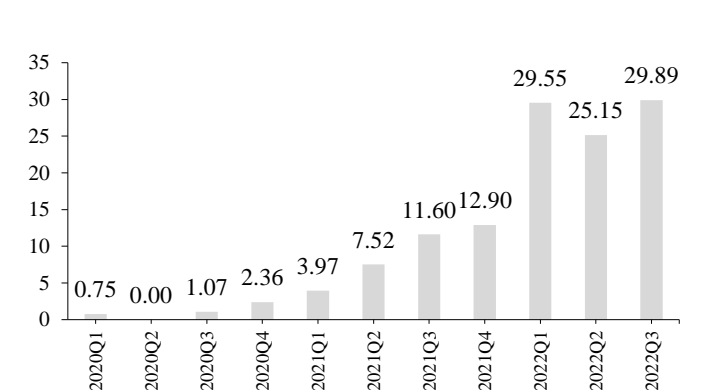


图11：2022Q3 期末合同负债 29.89 亿元，同比+157.63% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于硅料价格持续维持高位，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 200/166/121 亿元（前值 165/147/121 亿元），同比 +250%/-17%/-27%。基于公司硅料龙头地位，并不断加码扩产巩固行业地位，我们给予公司 2023 年 9xPE，目标价 69.9 元，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，原材料供给不确定等。

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	38,673	57,045	69,191	营业总收入	10,832	32,284	29,454	24,024
货币资金及交易性金融资产	6,302	24,571	43,104	56,736	营业成本(含金融类)	3,720	7,924	9,000	9,100
经营性应收款项	3,701	9,131	8,358	6,817	税金及附加	98	420	383	312
存货	2,124	4,525	5,139	5,196	销售费用	4	16	12	10
合同资产	0	0	0	0	管理费用	105	307	383	360
其他流动资产	221	447	445	442	研发费用	42	71	74	84
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	32	29	36
固定资产及使用权资产	6,136	8,417	9,947	11,000	投资净收益	10	32	29	24
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	23,545	19,525	14,046
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	51,945	70,940	83,631	利润总额	6,728	23,543	19,527	14,050
流动负债	5,114	13,374	15,271	15,380	减:所得税	1,004	3,532	2,929	1,967
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	20,012	16,598	12,083
经营性应付款项	1,451	6,056	6,878	6,954	减:少数股东损益	-1	0	0	0
合同负债	1,290	1,169	1,328	1,342	归属母公司净利润	5,724	20,012	16,598	12,083
其他流动负债	2,188	5,164	5,821	5,638	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.68	9.36	7.77	5.65
非流动负债	890	2,090	2,590	3,090	EBIT	6,874	23,546	19,602	14,158
长期借款	0	1,200	1,700	2,200	EBITDA	7,376	24,248	20,390	15,023
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	65.65	75.45	69.44	62.12
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	52.84	61.99	56.35	50.29
其他非流动负债	890	890	890	890	收入增长率(%)	132.23	198.04	-8.77	-18.43
负债合计	6,004	15,464	17,861	18,470	归母净利润增长率(%)	448.56	249.62	-17.06	-27.20
归属母公司股东权益	16,466	36,478	53,076	65,159					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	16,469	36,480	53,079	65,161					
负债和股东权益	22,472	51,945	70,940	83,631					

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	20,154	19,288	14,488	每股净资产(元)	8.55	18.95	27.57	33.85
投资活动现金流	-3,586	-5,535	-1,379	-1,383	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	72.36	35.19	19.51
现金净增加额	4,162	16,554	18,532	13,633	ROE-摊薄(%)	34.76	54.86	31.27	18.54
折旧和摊销	502	702	788	865	资产负债率(%)	26.72	29.77	25.18	22.08
资本开支	-1,897	-3,851	-1,409	-1,407	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.56	5.60	6.75	9.27
营运资本变动	-3,680	-3,346	1,139	1,575	P/B(现价)	6.12	2.76	1.90	1.55

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>

