

2022年10月30日

业绩表现超预期增长，盈利能力达历史高位 ——大全能源（688303.SH）2022年三季度报点评

事件

2022年10月28日，公司发布2022年三季度报告，2022年Q1-Q3公司实现营收246.77亿元，同比+197.15%；实现归母净利润150.85亿元，同比+237.23%。2022年Q3公司实现营收83.37亿元，同比+119.81%，环比+1.53%；实现归母净利润55.60亿元，同比+140.45%，环比+6.66%。

点评

营收业绩同比高增，经营能力表现优异。从营收和业绩来看，2022年Q1-Q3公司实现营收/归母净利润分别为246.77/150.85亿元，分别同比+197.15%/+237.23%；2022年Q3公司营收/归母净利润分别为83.37/55.60亿元，分别同比+119.81%/+140.45%，分别环比+1.53%/+6.66%，受多晶硅行业高景气度延续影响，公司业绩营收表现超预期，实现同步高增。**从资产负债表端来看**，截至2022年Q3末，公司资产负债率为17.17%，同比-6.76pct，公司资产负债率处于低位，经营能力优异，具备未来进一步融资扩大业务规模的潜力。**从现金流量表端来看**，截至2022年Q3末，公司经营性活动产生的现金流量净额为93.85亿元，较去年同期+168.83%，经营性活动现金流净额的快速增长得益于多晶硅价格上涨、销量剧增，公司销售毛利大幅增加。

降本增价再添助力，盈利能力提升至历史高位。从成本及售价来看，2022年Q1-Q3公司多晶硅单位售价/单位成本分别为22.40/5.86万元/吨，分别同比+72.70%/+37.35%；其中Q3单位售价/单位成本分别为24.92/4.81万元/吨，分别同比+39.80%/+6.70%，分别环比+14.15%/-5.09%。Q3多晶硅供需紧俏形势延续，多晶硅价格仍维持高位，公司销售价格迎来进一步上涨。受年初三期B项目投资带来的规模效益、以及工业硅价格下降的影响，公司Q3单位成本显著下降。**从盈利能力来看**，2022年Q1-Q3公司毛利率为73.98%，同比+6.70pct，Q3公司实现毛利率80.88%，同比+6.04pct，环比+4.05pct，创近三年来单季度毛利率最高水平。2022年Q1-Q3公司期间费用率为0.83%，同比-2.13pct，其中公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.02%/0.62%/0.19%/0.002%，分别同比-0.02pct/-0.26pct/-0.21pct/-1.65pct。综合来看，在毛利率及期间费用率的双重影响下，Q1-Q3公司实现净利率61.13%，同比+7.27pct，公司盈利能力持续表现优异。

产销持续两旺，充裕长单保障业绩表现。从产销来看，2022年Q1-Q3公司多晶硅产销量分别达到10.01/10.95万吨，分别同比+58.98%/+71.88%，产销比高达109.39%，同比+8.21pct；其中Q3产销量分别为3.34/3.31万吨，分别同比+54.04%/+56.38%，分别环比-5.45%/-11.77%，环比增速的下降主要受Q3部分产线停产检修影响。公司高品质产品的生产占比持续提升，Q3单晶硅料生产比例达99%以上，9月单晶硅料生产比例达到99.9%，创历史新高，作为目前高纯N型硅料的主要生产商之一，公司的N型硅料也保持着持续稳定的供应。**从订单来看**，10月14/18/26日，公司发布公告，分别与双良节能/某客户/TCL中环签订硅料长单，约定2022-2027/2023-2027/2023-2028年分别采购15.53/4.62/43.20万吨公司多晶硅产品，大额长单的签订有助于公司在硅料环节竞争加剧后形成竞争优势，为未来的业绩表现提供充分保障。

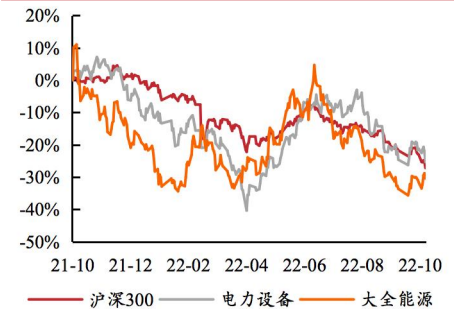
增资推进项目建设，综合竞争优势进一步提升。10月28日公司发布公告，拟以自有或自筹资金24.99亿元人民币向全资子公司内蒙古大全新材料进行增资，用于推进在包头市30万吨/年高纯工业硅项目和20

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 段小虎
资格证书 S1710521080001
电子邮箱 duanxh@easec.com.cn
联系人 柴梦婷
电子邮箱 chaimt@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	2137.40
流通A股/B股(百万股)	287.02/0.00
资产负债率(%)	17.17
每股净资产(元)	19.37
市净率(倍)	2.64
净资产收益率(加权)	55.31
12个月内最高/最低价	77.19/46.73

相关研究

《高纯多晶硅产品领军者，成本+品质构建核心竞争力——大全能源（688303.SH）首次覆盖报告》2022.10.27

万吨/年有机硅项目的投资建设，其中一期 10 万吨/年高纯多晶硅项目与 1000 吨/年半导体多晶硅项目预计将于 2023 年 Q2 建成投产；一期高纯 15 万吨/年高纯工业硅项目预计将于 2023 年 Q3 建成投产。我们认为该项目将进一步巩固和扩大公司的市场份额，同时有利于公司优化主营业务结构，实现多元化的产品结构，公司综合竞争优势和盈利能力有望迎来进一步提升。

投资建议

考虑到公司在硅料行业凭借领先的产能规模、较低的生产成本、优秀的产品质量打造的龙头地位，我们给予公司 2022/23/24 年 EPS 预测分别为 8.36/6.64/6.02 元/股，基于 10 月 28 日收盘价 51.20 元，对应 PE 为 6.13/7.71/8.51X，维持“推荐”评级。

风险提示

上游原材料价格波动超预期；行业产能供给释放超预期；光伏相关政策落地不及预期。

盈利预测

项目(单位: 亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	108.32	287.02	269.90	278.08
增长率 (%)	132.23	164.98	-5.97	3.03
归母净利润	57.24	178.63	142.03	128.61
增长率 (%)	448.56	212.08	-20.49	-9.45
EPS (元/股)	3.25	8.36	6.64	6.02
市盈率 (P/E)	19.06	6.13	7.71	8.51
市净率 (P/B)	7.24	2.48	1.88	1.54

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价 51.20 元

利润表 (亿元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	108.32	287.02	269.90	278.08
%同比增速	132.23%	164.98%	-5.97%	3.03%
营业成本	37.20	71.59	99.56	124.70
毛利	71.11	215.43	170.35	153.38
%营业收入	65.65%	75.06%	63.11%	55.16%
税金及附加	0.98	2.58	2.43	2.50
%营业收入	0.91%	0.90%	0.90%	0.90%
销售费用	0.04	0.06	0.13	0.28
%营业收入	0.04%	0.02%	0.05%	0.10%
管理费用	1.05	2.30	3.24	3.34
%营业收入	0.97%	0.80%	1.20%	1.20%
研发费用	0.42	1.44	1.35	1.39
%营业收入	0.38%	0.50%	0.50%	0.50%
财务费用	1.55	-0.65	-3.41	-4.94
%营业收入	1.43%	-0.23%	-1.26%	-1.78%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	0.11	0.29	0.40	0.42
投资收益	0.10	0.29	0.27	0.28
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.16	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	67.44	210.28	167.28	151.51
%营业收入	62.26%	73.26%	61.98%	54.48%
营业外收支	-0.16	-0.40	-0.40	-0.40
利润总额	67.28	209.88	166.88	151.11
%营业收入	62.11%	73.12%	61.83%	54.34%
所得税费用	10.04	31.27	24.86	22.52
净利润	57.23	178.61	142.01	128.60
%营业收入	52.84%	62.23%	52.62%	46.24%
归属于母公司的净利润	57.24	178.63	142.03	128.61
%同比增速	448.56%	212.08%	-20.49%	-9.45%
少数股东损益	-0.01	-0.02	-0.01	-0.01
EPS (元/股)	3.25	8.36	6.64	6.02

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	3.25	8.36	6.64	6.02
BVPS	8.55	20.64	27.28	33.30
PE	19.06	6.13	7.71	8.51
PEG	0.04	0.03	—	—
PB	7.24	2.48	1.88	1.54
EV/EBITDA	15.57	3.90	4.20	4.04
ROE	35%	40%	24%	18%
ROIC	4%	9%	12%	12%

资产负债表 (亿元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	46	230	339	422
交易性金融资产	17	17	17	17
应收账款及应收票据	30	73	32	69
存货	21	7	32	16
预付账款	0	1	1	1
其他流动资产	9	11	9	9
流动资产合计	123	339	429	535
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	61	160	230	284
无形资产	3	2	3	3
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	37	37	30	25
资产总计	225	538	692	847
短期借款	2	0	2	4
应付票据及应付账款	15	26	28	39
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	1	3	4	4
应交税费	5	13	12	13
其他流动负债	29	47	55	66
流动负债合计	51	88	100	126
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9
负债合计	60	97	109	135
归属于母公司的所有者权益	165	441	583	712
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	165	441	583	712
负债及股东权益	225	538	692	847

现金流量表 (亿元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	26	199	187	152
投资	-17	0	0	0
资本性支出	-19	-110	-81	-71
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-36	-110	-81	-71
债权融资	-16	0	0	0
股权融资	61	109	0	0
银行贷款增加 (减少)	3	-2	2	2
筹资成本	0	-12	0	0
其他	3	0	0	0
筹资活动现金流净额	51	96	2	2
现金净流量	42	184	108	83

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

段小虎，东亚前海证券新兴产业组首席与电新组首席，兼任海外首席。研究所助理总经理/执行董事。复旦大学与巴黎第一大学硕士。曾获2017年新财富第2名，水晶球奖第4名，中国证券业金牛分析师第4名；2018年新财富第4名，2018年Wind金牌分析师第3名。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>