

大全能源 (688303.SH)

增持

23Q1 多晶硅料价格下行，23Q2 有望加速去库存

核心观点

多晶硅料销量下滑、价格下行，归母净利润同比下滑。由于销量下滑和多晶硅料大幅降价，公司 2023Q1 实现营收 48.6 亿元，同比-40%，环比-22%；归母净利润 29.1 亿元，同比-32%，环比-28%；扣非归母净利润 29.1 亿元，同比-32%，环比-28%。2023Q1，公司多晶硅销量 2.53 万吨，同比-35%；单位售价 19.0 万元/吨，同比-8%；单位成本 5.3 万元/吨，同比-29%，主要系因原材料工业硅粉降价所致；单位净利 11.5 万元/吨，同比+4%。

2023Q2 加速去库存，2023 年底多晶硅产能有望达到 30.5 万吨。公司预计 2023 年全年产量 19.3-19.8 万吨，其中 2023Q2 产量 4.4-4.6 万吨。公司将持续加大销售力度，计划在 2023Q2 将发货量增加至 5.9-6.1 万吨，2023Q2 末库存水平有望下降至 5000 吨左右。产能方面，2023 年 3 月，公司内蒙古一期 10 万吨高纯多晶硅项目顺利投产，并于 4 月 15 日成功下线首炉产品；内蒙古包头二期 10 万吨高纯多晶硅项目已于 2022 年底启动，计划将于 2023 年底建成投产。该项目实施达产后，公司合计年产能可实现 30.5 万吨。

低能耗+产线自动化，成本优势显著。电耗方面，公司通过优化生产工艺，持续降低单位产量的电耗；电价方面，公司产能集中在新疆石河子、内蒙古包头等低电价地区，同时签署长期电价优惠协议，确保电价成本竞争力。

布局硅材料一体化产能。公司积极布局硅材料上游一体化产能，在包头市拟建 30 万吨高纯工业硅项目、20 万吨有机硅项目，部分工业硅产能可配套公司在包头的 20 万吨高纯多晶硅项目及 2.1 万吨半导体多晶硅项目，成本有望通过硅粉自供进一步下降。竞争格局方面，从短期来看，硅料行业新进入者在 2023 年投产较多，竞争格局将有所分散。长期来看，具备原材料及制造成本优势的头部企业有望获得合理的长期回报。

风险提示：新增产能投产不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

投资建议：考虑多晶硅报价下行，审慎下调公司盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 65.0/36.3/63.4 亿元（原预测 116.6/79.4/52.2 亿元），增速-66%/-44%/+74%（原预测-39%/-32%/-34%），摊薄 EPS 为 3.04/1.70/2.97 元，对应 2023-2025 年动态 PE 为 16/26/15 倍，维持“增持”评级。

公司研究 · 财报点评

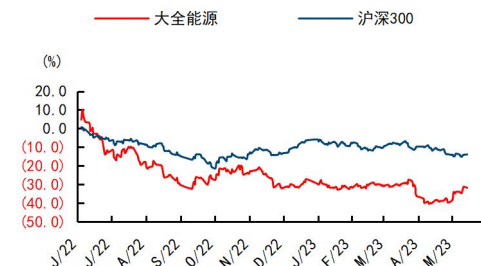
电力设备 · 硅料硅片

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn S0980520080003	证券分析师：李恒源 021-60875174 lihengyuan@guosen.com.cn S0980520080009
证券分析师：王昕宇 021-60375422 wangxinyu6@guosen.com.cn S0980522090002	证券分析师：陈抒扬 0755-81982965 chenshuyang@guosen.com.cn S0980523010001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	44.18 元
总市值/流通市值	94430/22373 百万元
52 周最高价/最低价	77.19/38.23 元
近 3 个月日均成交额	463.10 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《大全能源 (688303.SH) -2022 年业绩大幅增长，2023 年产能快速扩张》——2023-03-18

盈利预测和财务指标

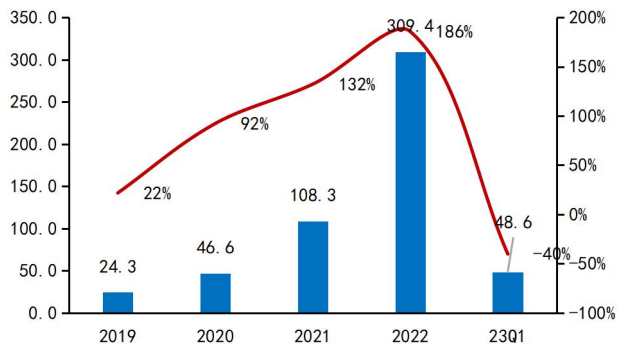
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,832	30,940	17,878	19,397	22,731
(+/-%)	132.2%	185.6%	-42.2%	8.5%	17.2%
净利润(百万元)	5,724	19,121	6,501	3,634	6,340
(+/-%)	448.6%	234.1%	-66.0%	-44.1%	74.5%
每股收益(元)	2.97	8.95	3.04	1.70	2.97
EBIT Margin	63.4%	72.4%	40.0%	19.9%	30.7%
净资产收益率 (ROE)	54.2%	61.7%	14.5%	8.0%	13.0%
市盈率 (PE)	14.9	4.9	14.5	26.0	14.9
EV/EBITDA	12.4	4.4	11.9	18.7	11.6
市净率 (PB)	5.16	2.07	2.13	2.05	1.83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

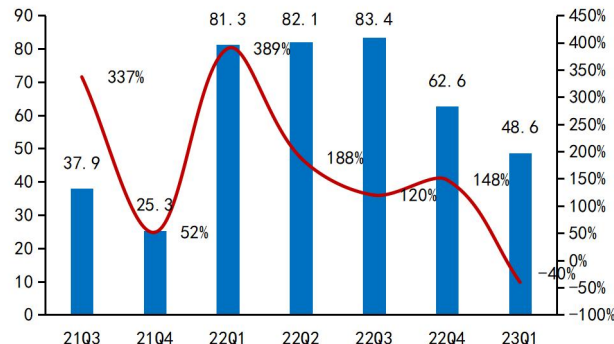
多晶硅料销量下滑、价格下行，归母净利润同比下滑。受到公司销量下滑和多晶硅料价格下行影响，公司 23Q1 实现营收 48.6 亿，同比-40%，环比-22%；归母净利润 29.1 亿，同比-32%，环比-28%；扣非归母净利润 29.1 亿，同比-32%，环比-28%。

图1：公司营业收入及增速（亿元、%）



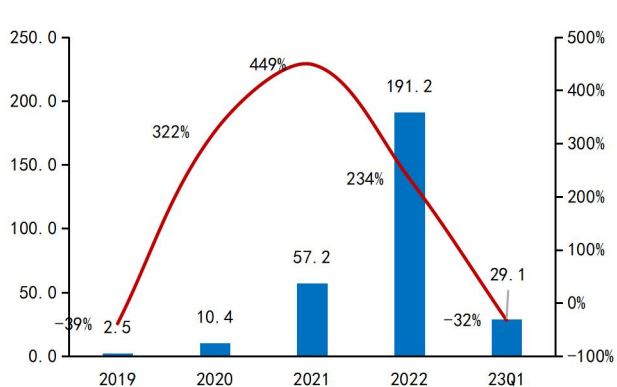
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（亿元、%）



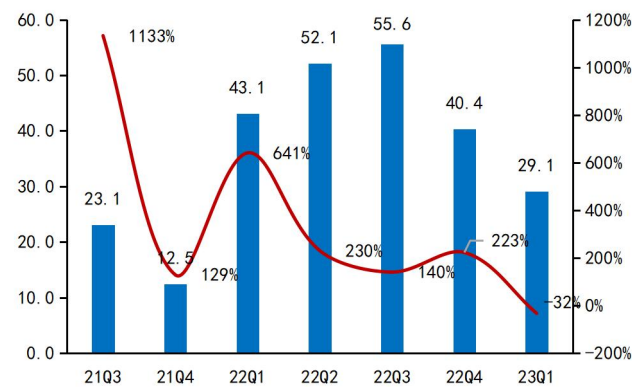
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元、%）



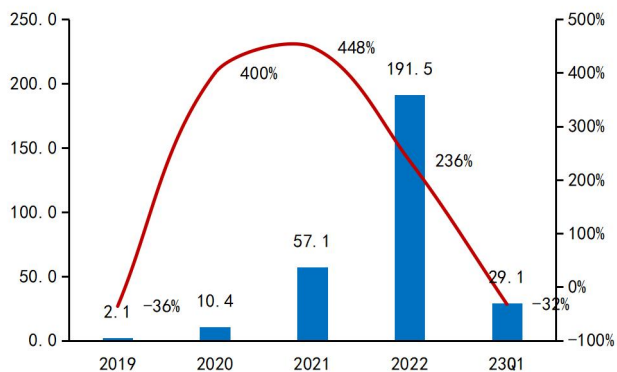
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（亿元、%）



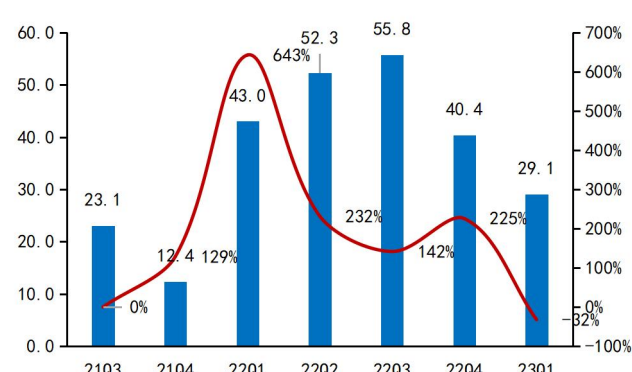
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司扣非归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

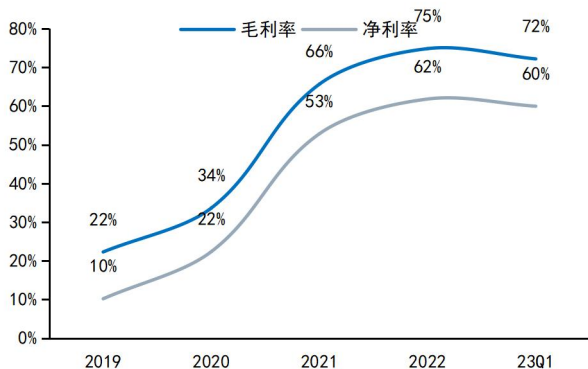
图6：公司单季扣非归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

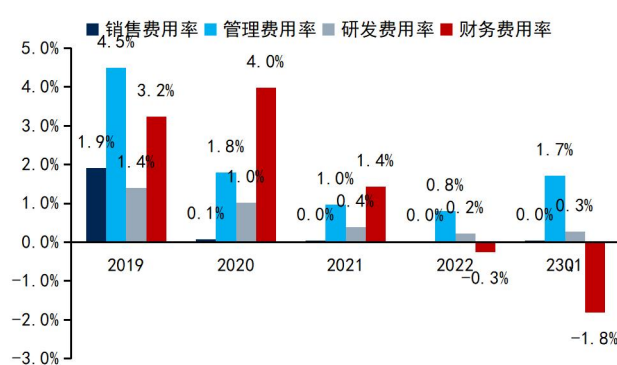
公司期间费用率持续降低，在手现金充足。2023Q1，公司毛利率为 72%，同比+8pcts；净利率为 60%，同比+7pcts；公司期间费用率为 0.2%（-0.6pcts），其中销售/管理/研发/财务费率分别为 0.04%（+0.02pcts）、1.7%（+1.3pcts）、0.3%（+0.1pcts）、-1.8%（-2.0pcts）。

图7：公司毛利率、净利率变化



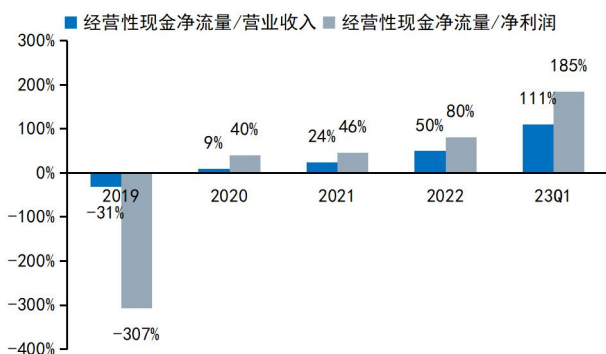
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用占比情况变化



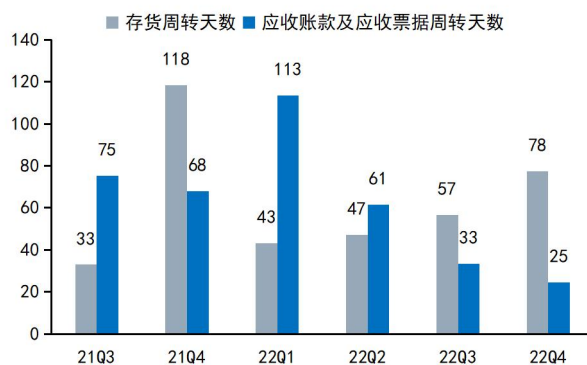
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司经营活动现金流情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

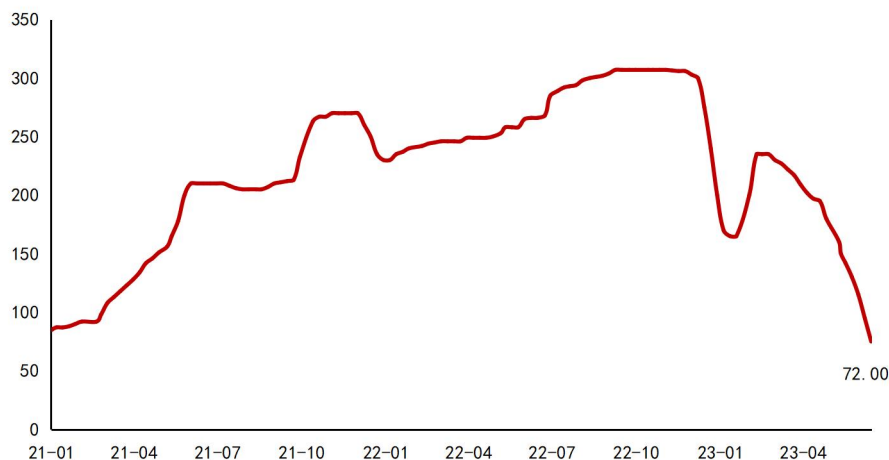
图10：公司营运能力指标变化情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

硅料价格进入下行通道，当前价格已接近硅业行业的平均生产成本线。根据中国有色金属工业协会硅业分会 2023 年 6 月 14 日报价，多晶硅致密料价格下降至 72 元/kg，年初至今已下跌 57%。根据中国有色金属工业协会硅业分会，国内硅料在产企业维持在 15 家，当前致密料价格基本接近硅料行业的平均生产成本。公司成本管理水平行业领先，23Q1 单位成本为 53.3 元/kg，目前硅料价格依然高于公司生产成本。

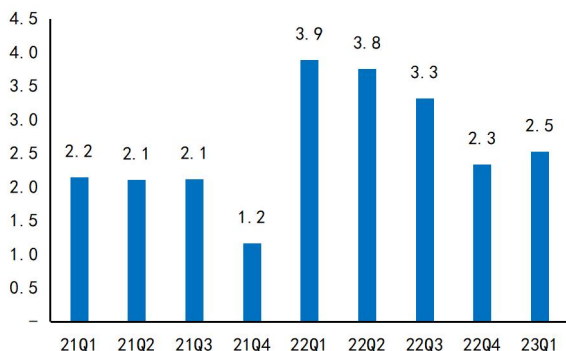
图11: 多晶硅料价格 (元/kg)



资料来源: SolarZoom, 国信证券经济研究所整理

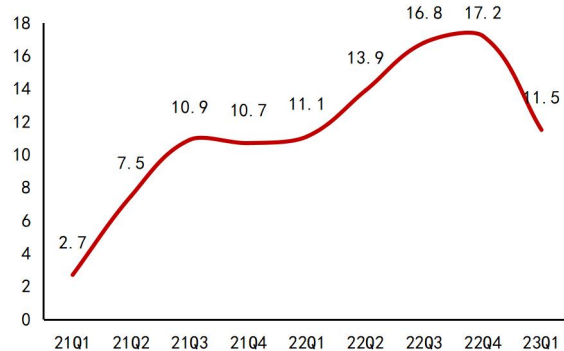
2023Q1 公司实现多晶硅销量 2.53 万吨, 单吨净利 11.5 万元/吨。2023Q1, 公司实现多晶硅销量 2.53 万吨, 同比-35%; 单位售价 19.0 万元/吨, 同比-8%; 单位成本 5.3 万元/吨, 同比-29%, 主要系因原材料工业硅粉降价所致; 单位净利 11.5 万元/吨, 同比+4%。

图12: 公司多晶硅产品销量 (万吨)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司多晶硅产品单位净利 (万元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

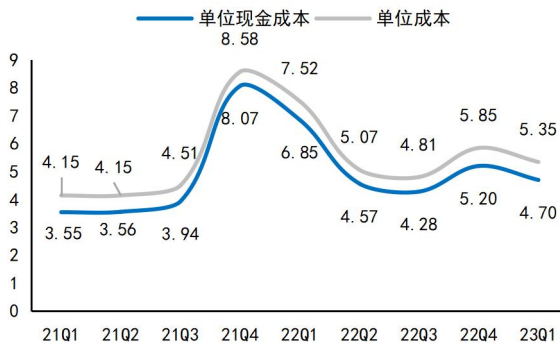
预计 2023 年全年产量 19.3-19.8 万吨, 2023Q2 加速去库存。公司预计 2023 年全年产量 19.3-19.8 万吨, 其中 2023Q2 产量 4.4-4.6 万吨。公司将持续加大销售力度, 计划在 2023Q2 将发货量增加至 5.9-6.1 万吨, 2023Q2 末库存水平有望下降至 5000 吨左右。

2023Q1 内蒙古一期 10 万吨项目投产, 2023 年底产能有望达到 30.5 万吨。2023 年 3 月, 公司内蒙古一期 10 万吨高纯多晶硅项目顺利投产, 并于 4 月 15 日成功下线首炉产品; 内蒙古包头二期 10 万吨高纯多晶硅项目已于 2022 年底启动, 计划将于 2023 年底建成投产。该项目实施达产后, 公司累计年产能可实现 30.5 万吨。

低能耗+产线自动化，成本优势显著。公司多晶硅生产成本具有行业竞争力，其中电力成本上有显著优势。

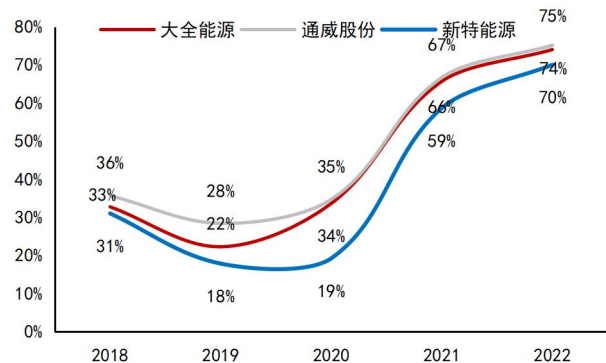
- **电耗：**公司通过优化生产工艺，持续降低单位电耗；
- **电价：**公司产能集中在新疆石河子、内蒙古包头等低电价地区，同时与天富能源等电力供应商签署长期电价优惠协议。

图14：公司多晶硅产品单位成本（万元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15：头部厂商多晶硅毛利率比较（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑多晶硅报价逐步下行，接近上一轮6万元/吨的低点，审慎下调公司盈利预测。我们预计公司2023-2025年多晶硅产品销售均价下移至9.6/7.1/7.8万元/吨，维持2023-2025年销量18.5/27.2/29.2万吨的原假设。

表1：公司多晶硅业务假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销量（万吨）	7.5	13.3	18.5	27.2	29.2
单吨售价（万元/吨，不含税）	14.3	23.1	9.6	7.1	7.8
单吨成本（万元/吨）	4.9	5.9	5.5	5.6	5.3
单吨毛利（万元/吨）	9.4	17.3	4.1	1.6	2.5
单吨净利（万元/吨）	7.6	14.4	3.5	1.3	2.2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

表2：公司盈利预测核心假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	132.23%	185.64%	-42.22%	8.50%	17.19%
营业成本/营业收入	34.35%	25.17%	57.36%	77.86%	67.46%
销售费用/销售收入	0.04%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
管理费用/营业收入	0.97%	0.80%	1.50%	1.10%	0.70%
研发费用/销售收入	0.38%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%
营业税及附加/营业收入	0.91%	1.35%	0.90%	0.90%	0.90%
所得税税率	14.93%	14.87%	14.87%	14.87%	14.87%
股利分配比率	20.18%	40.24%	30.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

我们预计公司2023-2025年归母净利润为65.0/36.3/63.4亿元（原预测116.6/79.4/52.2亿元），增速-66%/-44%/+74%（原预测-39%/-32%/-34%），摊薄EPS为3.04/1.70/2.97元，对应2023-2025年动态PE为16/26/15倍，维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4586	23803	19455	17617	24260	营业收入	10832	30940	17878	19397	22731
应收款项	3039	1204	1225	1329	1557	营业成本	3720	7789	10256	15103	15335
存货净额	2124	1230	2248	3517	3571	营业税金及附加	98	417	161	175	205
其他流动资产	862	7413	3077	3021	3067	销售费用	4	6	3	4	4
流动资产合计	12348	33656	26014	25498	32470	管理费用	105	248	268	213	159
固定资产	9824	16528	21627	24990	23699	研发费用	42	67	39	42	49
无形资产及其他	257	554	531	509	487	财务费用	155	(79)	(535)	(457)	(517)
其他长期资产	39	1523	18	19	23	投资收益	10	7	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	22472	52265	48194	51021	56683	其他收入	26	28	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	185	213	200	200	200	营业利润	6744	22527	7686	4318	7497
应付款项	1451	986	1405	2069	2101	营业外净收支	(16)	(68)	(50)	(50)	(50)
其他流动负债	2188	3494	1053	1532	1550	利润总额	6728	22459	7636	4268	7447
流动负债合计	5114	5534	2658	3801	3850	所得税费用	1004	3339	1135	634	1107
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	(0)	0	0	0
其他长期负债	890	1189	1189	1189	1189	归属于母公司净利润	5724	19121	6501	3634	6340
长期负债合计	890	1189	1189	1189	1189	现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	6004	6723	3847	4990	5040	净利润	5724	19121	6501	3634	6340
少数股东权益	3	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	16466	45542	44348	46031	51644	折旧摊销	502	722	1123	1459	1613
负债和股东权益总计	22472	52265	48194	51021	56683	公允价值变动损失	(16)	0	0	0	0
						财务费用	155	(79)	(535)	(457)	(517)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1467)	(3414)	431	(179)	(279)
每股收益	2.97	8.95	3.04	1.70	2.97	其它	(2099)	(1061)	(535)	(457)	(517)
每股红利	0.60	3.60	0.91	0.34	0.59	经营活动现金流	2644	15367	7520	4456	7156
每股净资产	8.56	21.31	20.75	21.54	24.16	资本开支	(1897)	(8523)	(6200)	(4800)	(300)
ROIC	50%	61%	13%	7%	12%	其它投资现金流	(1690)	1580	1505	(2)	(3)
ROE	54%	62%	14%	8%	13%	投资活动现金流	(3586)	(6943)	(4695)	(4802)	(303)
毛利率	66%	75%	43%	22%	33%	权益性融资	6077	11110	0	0	0
EBIT Margin	63%	72%	40%	20%	31%	负债净变化	(817)	617	(13)	0	0
EBITDA Margin	68%	75%	46%	27%	38%	支付股利、利息	0	(1155)	(7695)	(1950)	(727)
收入增长	132%	186%	-42%	8%	17%	其它融资现金流	(13)	617	(13)	0	0
净利润增长率	449%	234%	-66%	-44%	74%	融资活动现金流	5105	10650	(7173)	(1493)	(209)
资产负债率	27%	13%	8%	10%	9%	现金净变动	4162	19074	(4348)	(1838)	6643
息率	1.4%	8.1%	2.1%	0.8%	1.3%	货币资金的期初余额	696	4586	23803	19455	17617
P/E	14.9	4.9	14.5	26.0	14.9	货币资金的期末余额	4586	23803	19455	17617	24260
P/B	5.2	2.1	2.1	2.1	1.8	企业自由现金流	2976	7866	1442	(233)	6975
EV/EBITDA	12.4	4.4	11.9	18.7	11.6	权益自由现金流	2026	8549	1884	156	7416

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032