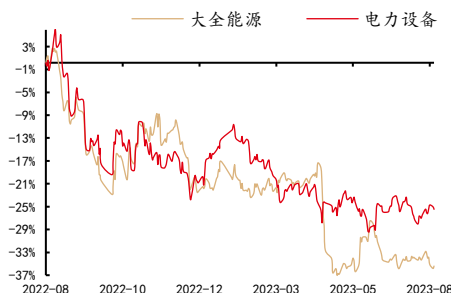


股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	39.65
总股本/流通股本(亿股)	21.37 / 5.12
总市值/流通市值(亿元)	847 / 203
52 周内最高/最低价	63.09 / 38.67
资产负债率(%)	12.9%
市盈率	4.22
第一大股东	Daqo New Energy Corp.

研究所

分析师:王磊
SAC 登记编号:S1340523010001
Email:wanglei03@cnpsec.com
分析师:贾佳宇
SAC 登记编号:S1340523070002
Email:jiajiayu@cnpsec.com

大全能源(688303)

盈利符合预期，硅料龙头持续推动扩产

● 投资要点

2023H1 公司硅料盈利维持高位。根据公司发布的 2023 年半年度报告，公司上半年实现营业收入 93.25 亿元（-42.93%），归母净利润 44.26 亿元（-53.53%），受硅料大幅下跌影响，业绩同比有所回落，但毛利率、净利率分别为 57.67%、47.47%，仍然维持高位。

包头一期顺利爬坡，助力公司产能突破 20 万吨。上半年公司内蒙古一期 10 万吨高纯多晶硅项目爬产顺利，带动总产能提升至 20.5 万吨。公司上半年完成多晶硅产量 7.9 万吨，Q1、Q2 分别为 3.4、4.5 万吨。成本方面，受益春节后工业硅价格回落，公司 Q1、Q2 单位成本分别为 53.45、50.34 元/kg。展望 Q3，公司预计三季度完成产量 5.5-5.7 万吨，全年产量达到 19.3-19.8 万吨。未来伴随包头一期稳定满产运行，全成本有望降至 50 元/kg 以下，即使考虑硅料含税均价跌至 70 元/kg，仍能维持超过 15%的净利率水平。

硅料龙头持续推动扩产，包头二期加速建设。目前公司扩产计划主要集中在包头，一期项目（10 万吨多晶硅+1000 吨半导体多晶硅）于 2022 年一季度启动，分别于 2023 年二、三季度投产，二期（10 万吨多晶硅）于 2022 年底正式启动，预计将于 2023 年底建成投产，即到 2024 年公司多晶硅产能将超过 30 万吨，稳固龙头地位。

● 盈利预测

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 55.28/37.18/44.29 亿元，对应 2023-25 年公司 PE 分别为 15.33x/22.79x/19.13x，首次覆盖，予以“增持”评级。

● 风险提示：

光伏装机需求不及预期；竞争格局超预期恶化。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30940	16523	19704	22938
增长率(%)	185.64	-46.60	19.25	16.42
EBITDA(百万元)	23163.25	7601.69	5646.23	6618.18
归属母公司净利润(百万元)	19120.87	5528.45	3718.17	4429.15
增长率(%)	234.06	-71.09	-32.74	19.12
EPS(元/股)	8.95	2.59	1.74	2.07
市盈率(P/E)	4.43	15.33	22.79	19.13
市净率(P/B)	1.86	1.94	1.79	1.64
EV/EBITDA	3.38	8.15	10.39	8.16

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	30940	16523	19704	22938	营业收入	185.6%	-46.6%	19.2%	16.4%
营业成本	7789	9713	14945	17280	营业利润	234.0%	-71.1%	-32.7%	19.1%
税金及附加	417	149	177	206	归属于母公司净利润	234.1%	-71.1%	-32.7%	19.1%
销售费用	6	8	10	11	获利能力				
管理费用	248	99	138	161	毛利率	74.8%	41.2%	24.2%	24.7%
研发费用	67	50	59	69	净利率	61.8%	33.5%	18.9%	19.3%
财务费用	-79	0	0	0	ROE	42.0%	12.7%	7.9%	8.6%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	41.8%	12.6%	7.8%	8.5%
营业利润	22527	6504	4374	5211	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	12.9%	11.4%	13.8%	14.2%
营业外支出	69	0	0	0	流动比率	6.08	6.36	5.15	5.24
利润总额	22459	6504	4374	5211	营运能力				
所得税	3339	976	656	782	应收账款周转率	—	—	—	—
净利润	19121	5528	3718	4429	存货周转率	18.45	16.21	19.18	17.08
归母净利润	19121	5528	3718	4429	总资产周转率	0.83	0.33	0.38	0.40
每股收益(元)	8.95	2.59	1.74	2.07	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	8.95	2.59	1.74	2.07
货币资金	23803	23023	26294	30983	每股净资产	21.31	20.40	22.14	24.21
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1204	2754	3284	3823	PE	4.43	15.33	22.79	19.13
预付款项	6	97	149	173	PB	1.86	1.94	1.79	1.64
存货	1230	809	1245	1440	现金流量表				
流动资产合计	33656	28952	33624	39458	净利润	19121	5528	3718	4429
固定资产	9107	10836	12142	12839	折旧和摊销	722	1098	1272	1407
在建工程	7421	6594	6016	4911	营运资本变动	-4632	2940	582	-148
无形资产	554	854	1154	1154	其他	156	-34	0	0
非流动资产合计	18609	20268	21296	20889	经营活动现金流净额	15367	9532	5572	5688
资产总计	52265	49220	54920	60346	资本开支	-8523	-2300	-2300	-1000
短期借款	213	213	213	213	其他	1580	-423	0	0
应付票据及应付账款	986	1079	1661	1920	投资活动现金流净额	-6943	-2723	-2300	-1000
其他流动负债	4336	3259	4659	5397	股权融资	10945	208	0	0
流动负债合计	5534	4551	6532	7529	债务融资	0	0	0	0
其他	1189	1065	1065	1065	其他	-295	-7797	0	0
非流动负债合计	1189	1065	1065	1065	筹资活动现金流净额	10650	-7589	0	0
负债合计	6723	5616	7598	8595	现金及现金等价物净增加额	19074	-780	3272	4688
股本	2137	2137	2137	2137					
资本公积金	17011	17219	17219	17219					
未分配利润	25324	22329	25489	29254					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	1069	1919	2477	3141					
所有者权益合计	45542	43604	47323	51752					
负债和所有者权益总计	52265	49220	54920	60346					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048