

## 大全能源（688303.SH）

## N型料出货占比提升，降本增效持续推进

增持

## 核心观点

2023年公司实现归母净利润57.6亿元，同比-70%。2023年公司实现营业收入163.3亿元，同比-47%；归母净利润57.6亿元，同比-70%；扣非归母净利润57.8亿元，同比-70%。对应23Q4实现营业收入34.5亿元，同比-45%，环比-3%；归母净利润6.5亿元，同比-84%，环比-6%；扣非归母净利润9.3亿元，同比-77%，环比+124%。

公司期间费用率持续下降，存货周转天数维持低位。2023年公司毛利率为40%，同比-35pcts；净利率为35%，同比-27pcts；公司期间费用率为0.5%（-0.2pcts），其中销售/管理/研发/财务费率分别为0.1%（+0.1pcts）、2.0%（+1.2pcts）、0.4%（+0.2pcts）、-2.0%（-1.7pcts）。23Q4公司存货周转天数47天，维持较低水平。

2023年公司实现多晶硅销量20万吨，单吨净利2.9万元。2023年公司实现多晶硅销量20万吨，同比+51%；单吨净利2.9万元，同比-11.5万元。对应23Q4公司多晶硅销量6万吨，同比+156%，环比-5%；单吨净利1.1万元，同比-16.1万元，环比持平；单吨扣非净利1.6万元，同比-15.7万元，环比+0.9万元。公司内蒙古包头二期10万吨多晶硅新增产能预计将于24Q2投产，项目实施达产后公司累计年产能可达到30.5万吨。考虑年度检修等因素，公司预计2024年全年产量28-30万吨，其中24Q1产量6-6.2万吨。

持续推进硅料品质提升，有望受益于N型需求高增。当前P型料含税价5.2万元/吨，N型料含税价6.25万元/吨，P型料含税价较2023年3月初累计下跌77%；当前N/P型硅料价差为1.05万元/吨。公司2023年末N型出货占比已达到60%；内蒙产能可100%生产N型料，新疆产能可60%-70%生产N型料，未来通过技术改造后，N型料产能水平将进一步提升。2023年公司成功实施了分级能量回收、分级废水回收、还原系统智能控制及对六氯乙硅烷高沸裂解回收等多项措施，降本增效显著，单吨生产成本从2022年底的5.85万元降至2023年底的4.63万元，同比下降1.22万元。

**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：**当前P型料含税价5.2万元/吨，较2023年3月初下跌77%，基于审慎性原则，我们将2024-2025年多晶硅单吨不含税价格假设由7.1/7.8万元下调至5.7/5.6万元，下调2024-2025年公司盈利预测，我们预计公司2024-2026年归母净利润为30.5/34.1/34.2亿元（原预测2024-2025年36.3/63.4亿元），同比-47%/+12%/+0.2%，摊薄EPS为1.42/1.59/1.59元，对应2024-2026年动态PE为19/17/17倍，维持“增持”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,940	16,329	15,549	17,232	16,931
(+/-%)	185.6%	-47.2%	-4.8%	10.8%	-1.7%
净利润(百万元)	19,121	5,763	3,053	3,408	3,415
(+/-%)	234.1%	-69.9%	-47.0%	11.6%	0.2%
每股收益(元)	8.95	2.69	1.42	1.59	1.59
EBIT Margin	72.4%	36.7%	20.1%	21.0%	21.3%
净资产收益率(ROE)	61.7%	12.9%	6.8%	7.2%	6.8%
市盈率(PE)	3.0	10.0	19.0	17.0	17.0
EV/EBITDA	2.8	9.2	12.6	11.1	10.6
市净率(PB)	1.27	1.32	1.26	1.19	1.12

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

## 公司研究·财报点评

## 电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：陈抒扬

0755-81982965

chenchuyang@guosen.com.cn

S0980523010001

## 基础数据

投资评级

增持(维持)

合理估值

收盘价

27.40元

总市值/流通市值

58771/14246百万元

52周最高价/最低价

52.20/24.69元

近3个月日均成交额

161.64百万元

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

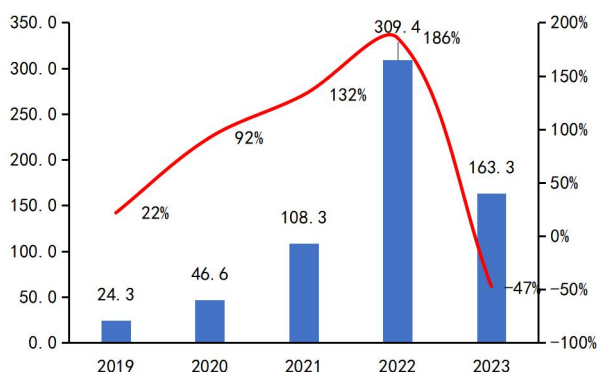
## 相关研究报告

《大全能源（688303.SH）-产能扩张稳步推进，有望受益于N型硅料需求高增》——2023-08-10

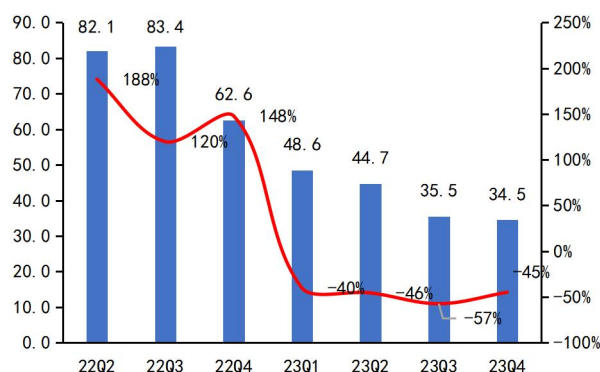
《大全能源（688303.SH）-23Q1多晶硅料价格下行，23Q2有望加速去库存》——2023-06-21

《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

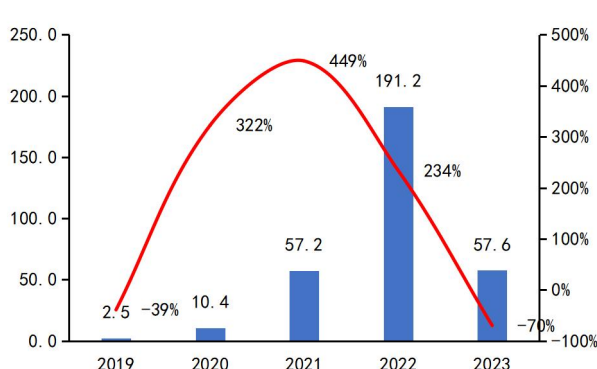
**2023 年公司实现归母净利润 57.6 亿元，同比-70%。**2023 年公司实现营业收入 163.3 亿元，同比-47%；归母净利润 57.6 亿元，同比-70%；扣非归母净利润 57.8 亿元，同比-70%。对应 23Q4 实现营业收入 34.5 亿元，同比-45%，环比-3%；归母净利润 6.5 亿元，同比-84%，环比-6%；扣非归母净利润 9.3 亿元，同比-77%，环比+124%。

**图1：公司营业收入及增速（亿元、%）**


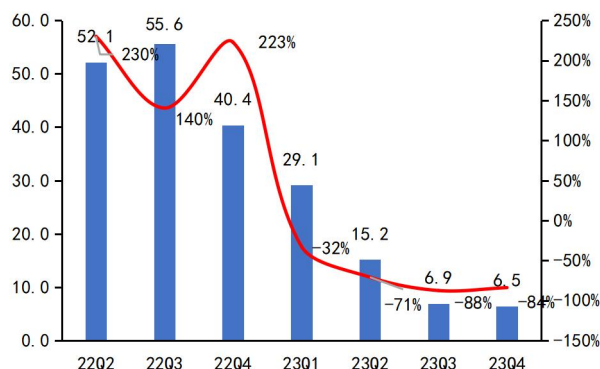
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图2：公司单季营业收入及增速（亿元、%）**


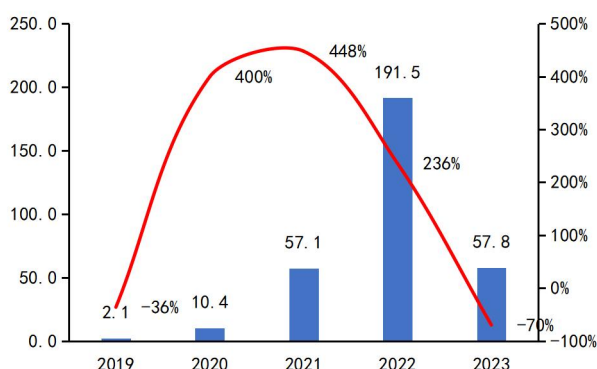
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图3：公司归母净利润及增速（亿元、%）**


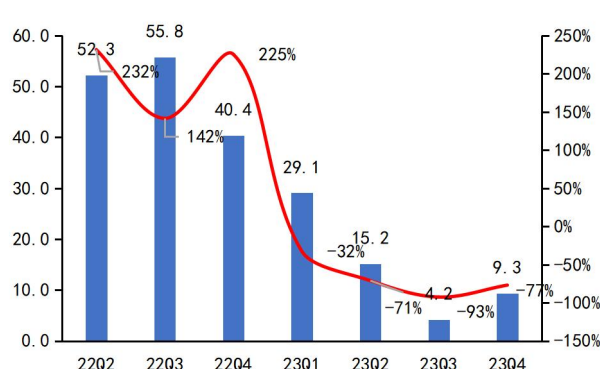
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**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、%）**


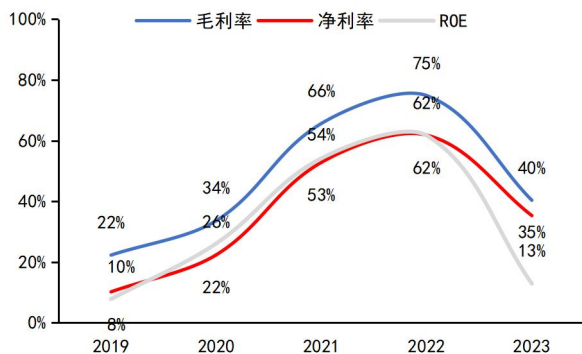
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**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

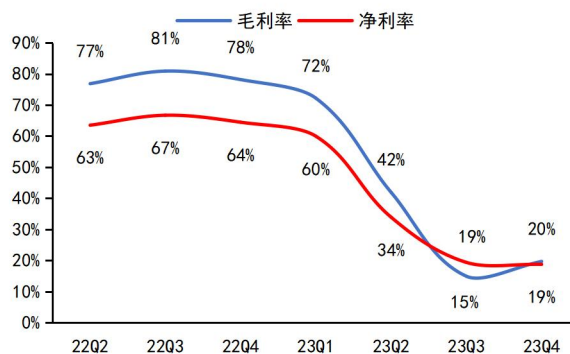
公司期间费用率持续下降，存货周转天数维持低位。2023 年公司毛利率为 40%，同比-35pcts；净利率为 35%，同比-27pcts；公司期间费用率为 0.5%（-0.2pcts），其中销售/管理/研发/财务费率分别为 0.1%（+0.1pcts）、2.0%（+1.2pcts）、0.4%（+0.2pcts）、-2.0%（-1.7pcts）。23Q4 公司存货周转天数 47 天，维持较低水平。

图7：公司毛利率、净利率及 ROE 变化（%）



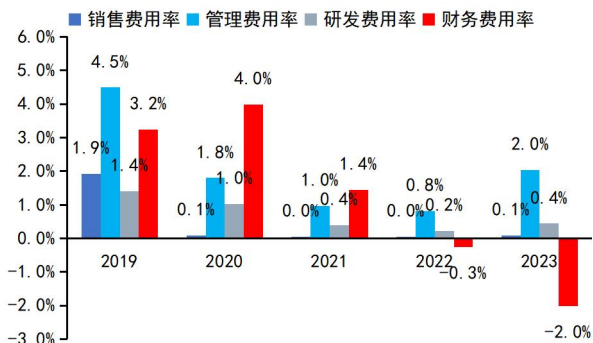
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司季度毛利率及净利率变化（%）



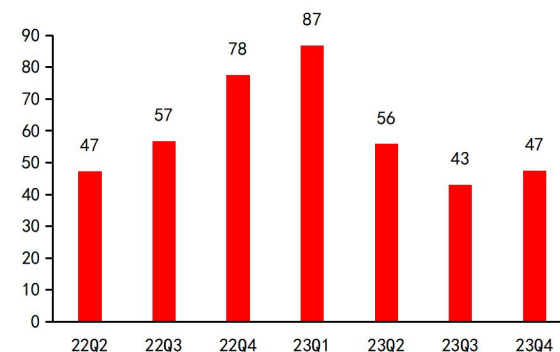
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：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10：公司存货周转天数

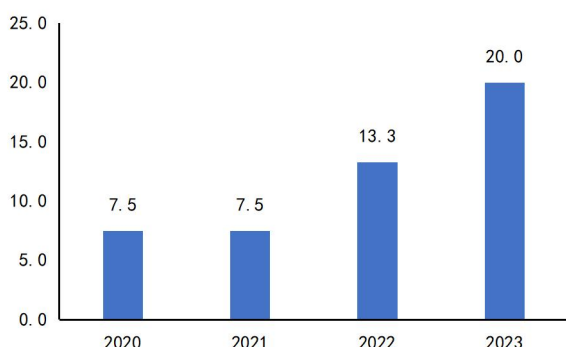


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023 年公司实现多晶硅销量 20 万吨，单吨净利 2.9 万元。2023 年公司实现多晶硅销量 20 万吨，同比+51%；单吨净利 2.9 万元，同比-11.5 万元。对应 23Q4 公司多晶硅销量 6 万吨，同比+156%，环比-5%；单吨净利 1.1 万元，同比-16.1 万元，环比持平；单吨扣非净利 1.6 万元，同比-15.7 万元，环比+0.9 万元。

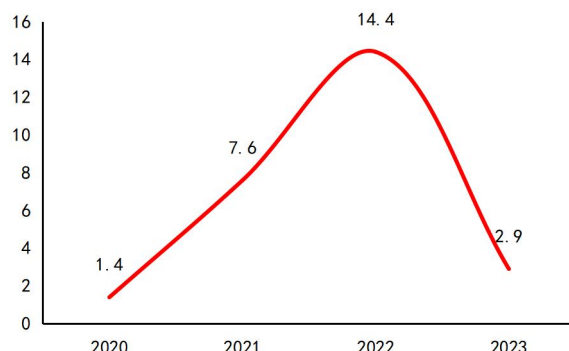
包头二期 10 万吨扩产稳步推进，2024 年底产能达 30.5 万吨。公司内蒙古包头二期 10 万吨多晶硅新增产能预计将于 24Q2 投产，项目实施达产后公司累计年产能可达到 30.5 万吨。考虑年度检修等因素，公司预计 2024 年全年产量 28-30 万吨，其中 24Q1 产量 6-6.2 万吨。

图11: 公司多晶硅产品销量（万吨）



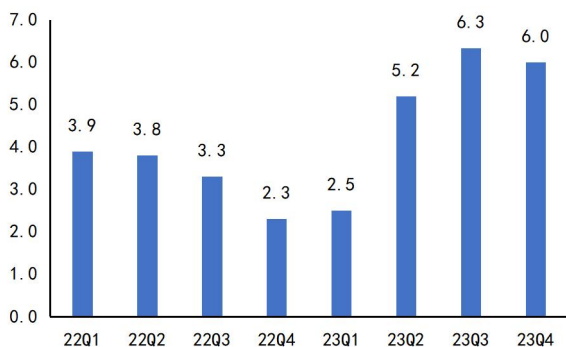
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司多晶硅产品单位净利（万元/吨）



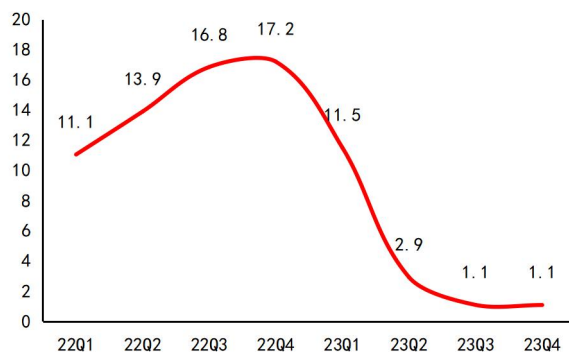
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 公司季度多晶硅产品销量（万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 公司季度多晶硅产品单位净利（万元/吨）



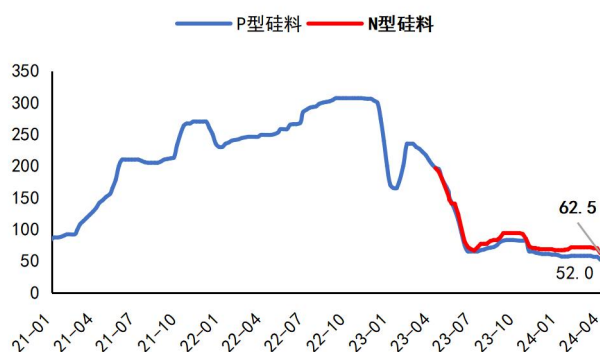
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

当前 P 型料含税价 5.2 万元/吨, N 型料含税价 6.25 万元/吨, P 型料含税价较 2023 年 3 月初累计下跌 77%; 当前 N/P 型硅料价差为 1.05 万元/吨。

**公司硅料品质不断提升, 2023 年末 N 型出货占比约 60%。**公司内蒙产能可 100% 生产 N 型料, 新疆产能可 60%-70% 生产 N 型料, 未来通过技术改造后, N 型料产能水平将进一步提升。

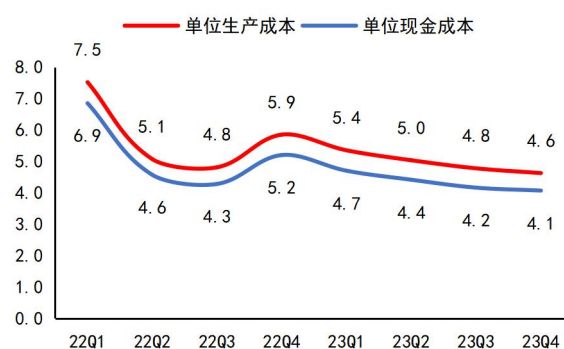
2023 年公司成功实施了分级能量回收、分级废水回收、还原系统智能控制及对六氯乙硅烷高沸裂解回收等多项措施, 降本增效显著, 单吨生产成本从 2022 年底的 5.85 万元降至 2023 年底的 4.63 万元, 同比下降 1.22 万元。

图15: 多晶硅价格走势 (元/kg, 含税)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 公司多晶硅产品成本 (万元/吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 当前 P 型料含税价 5.2 万元/吨, 较 2023 年 3 月初累计下跌 77%, 基于审慎性原则, 我们将 2024-2025 年多晶硅单吨不含税价格假设由 7.1/7.8 万元下调至 5.7/5.6 万元, 下调 2024-2025 年公司盈利预测, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 30.5/34.1/34.2 亿元 (原预测 2024-2025 年 36.3/63.4 亿元), 同比-47%/+12%/+0.2%, 摊薄 EPS 为 1.42/1.59/1.59 元, 对应 2024-2026 年动态 PE 为 19/17/17 倍, 维持“增持”评级。

表1: 公司经营假设变动

	2024E	2025E	2026E
<b>原假设</b>			
硅料销量 (万吨)	27.2	29.2	/
硅料单位售价 (万元/吨, 不含税)	7.1	7.8	/
硅料单位成本 (万元/吨)	5.6	5.3	/
硅料单位毛利 (万元/吨)	1.6	2.5	/
硅料单位净利 (万元/吨)	1.3	2.2	/
公司归母净利润 (亿元)	36.3	63.4	/
<b>当前假设</b>			
硅料销量 (万吨)	27.0	30.0	30.0
硅料单位售价 (万元/吨, 不含税)	5.7	5.7	5.6
硅料单位成本 (万元/吨)	4.4	4.3	4.2
硅料单位毛利 (万元/吨)	1.4	1.4	1.4
硅料单位净利 (万元/吨)	1.1	1.1	1.1
公司归母净利润 (亿元)	30.5	34.1	34.2

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测



# 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	23803	19629	17168	18519	19554	营业收入	30940	16329	15549	17232	16931
应收款项	1204	12	554	614	603	营业成本	7789	9741	11786	12928	12627
存货净额	1230	1336	1614	1771	1730	营业税金及附加	417	174	166	184	180
其他流动资产	7413	2295	3536	3878	3788	销售费用	6	15	14	15	15
<b>流动资产合计</b>	<b>33656</b>	<b>23374</b>	<b>22883</b>	<b>24795</b>	<b>25688</b>	管理费用	248	332	358	379	389
固定资产	16528	24840	29065	31261	32987	研发费用	67	71	93	103	119
无形资产及其他	554	1083	1040	997	953	财务费用	(79)	(331)	(457)	(440)	(470)
其他长期资产	1523	1393	16	17	17	投资收益	7	0	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	(32)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>52265</b>	<b>50695</b>	<b>53008</b>	<b>57074</b>	<b>59649</b>	其他收入	28	640	50	0	0
短期借款及交易性金融负债	213	0	200	200	200	营业利润	22527	6903	3639	4063	4070
应付款项	986	661	969	1771	1730	营业外净收支	(68)	(34)	0	0	0
其他流动负债	3494	4156	4863	5329	5213	<b>利润总额</b>	<b>22459</b>	<b>6869</b>	<b>3639</b>	<b>4063</b>	<b>4070</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5534</b>	<b>5875</b>	<b>6032</b>	<b>7300</b>	<b>7142</b>	所得税费用	3339	1107	586	655	656
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
其他长期负债	1189	941	941	941	941	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>19121</b>	<b>5763</b>	<b>3053</b>	<b>3408</b>	<b>3415</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1189</b>	<b>941</b>	<b>941</b>	<b>941</b>	<b>941</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6723</b>	<b>6816</b>	<b>6972</b>	<b>8241</b>	<b>8083</b>	净利润	19121	5763	3053	3408	3415
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	(32)	0	0	0
股东权益	45542	43879	46036	48833	51566	折旧摊销	722	1053	2019	2347	2617
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>52265</b>	<b>50695</b>	<b>53008</b>	<b>57074</b>	<b>59649</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(79)	(331)	(457)	(440)	(470)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(3414)	6663	(2015)	708	(15)
每股收益	8.95	2.69	1.42	1.59	1.59	其它	(1061)	(4705)	(457)	(440)	(470)
每股红利	3.60	0.42	0.28	0.32	0.32	<b>经营活动现金流</b>	<b>15367</b>	<b>8741</b>	<b>2600</b>	<b>6023</b>	<b>5547</b>
每股净资产	21.31	20.46	21.46	22.77	24.04	资本开支	(8523)	(5219)	(6200)	(4500)	(4300)
ROIC	61%	12%	6%	6%	6%	其它投资现金流	1580	129	1378	(2)	0
ROE	62%	13%	7%	7%	7%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(6943)</b>	<b>(5090)</b>	<b>(4822)</b>	<b>(4502)</b>	<b>(4300)</b>
毛利率	75%	40%	24%	25%	25%	权益性融资	11110	270	0	0	0
EBIT Margin	72%	37%	20%	21%	21%	负债净变化	617	(652)	200	0	0
EBITDA Margin	75%	43%	33%	35%	37%	支付股利、利息	(1155)	(7695)	(897)	(611)	(682)
收入增长	186%	-47%	-5%	11%	-2%	其它融资现金流	617	(652)	200	0	0
净利润增长率	234%	-70%	-47%	12%	0%	<b>融资活动现金流</b>	<b>10650</b>	<b>(7746)</b>	<b>(240)</b>	<b>(171)</b>	<b>(212)</b>
资产负债率	13%	13%	13%	14%	14%	<b>现金净变动</b>	<b>19074</b>	<b>(4095)</b>	<b>(2461)</b>	<b>1351</b>	<b>1035</b>
息率	13.3%	1.5%	1.1%	1.2%	1.2%	货币资金的期初余额	4586	23803	19629	17168	18519
P/E	3.0	10.0	19.0	17.0	17.0	货币资金的期末余额	23803	19629	17168	18519	19554
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	7866	7526	(3568)	1594	1323
EV/EBITDA	2.8	9.2	12.6	11.1	10.6	权益自由现金流	8549	7152	(2984)	1963	1717

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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