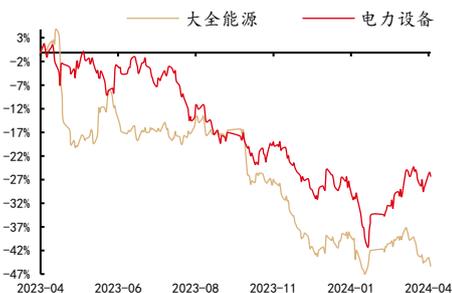


## 股票投资评级

**增持 | 维持**

## 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)	26.53
总股本/流通股本(亿股)	21.45 / 5.20
总市值/流通市值(亿元)	569 / 138
52周内最高/最低价	50.75 / 25.71
资产负债率(%)	13.4%
市盈率	9.83
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)**
**成本优势领先，龙头地位巩固**
**● 投资要点**

公司 2023 年实现营收 163.29 亿 (-47%)，实现归母净利润 57.63 亿 (-70%)，毛利率、净利率分别为 40%、35%，业绩韧性较强。单季度来看，23Q4 实现营收 34.51 亿元，同比-45%，环比-3%，实现归母净利润 6.48 亿元，同比-84%，环比-6%，单位盈利为 10.82 元/kg，与 Q3 基本持平，在硅料价格下降背景下，体现出较强的盈利韧性。

**推动成本优化，成本端逐季下降。**23 年公司实现逐季的成本下降，Q1-Q4 单位成本分别为 53.45、50.34、47.77、46.25 元/kg，成本水平行业领先，其中原材料工业硅含税价格由年初的 19 元/kg 跌至 15 元/kg，贡献一部分降本空间，此外公司年内实施多项降本举措，包括分级能量回收、分级废水回收、还原系统智能控制及对六氯乙硅烷(Si<sub>2</sub>Cl<sub>6</sub>)高沸裂解回收等，进一步带动成本下降。

**产能如期释放，24 年底形成 30 万吨产能规模。**2023 年公司包头一期产能成功点火投产，带动产量逐季增长，Q1-Q4 分别为 3.4、4.5、5.8、6.1 万吨，新产能从 Q3 开始基本实现满产状态，原有新疆基地基本实现满产满销。公司目前产能为 20.5 万吨/年，包头二期产能预计在 24Q2 投产，届时公司产能有望达到 30.5 万吨，预计全年多晶硅产量为 28-30 万吨。

**持续提升产品品质，N 型料占比达到 60%。**公司 99%以上的产品已达到电子三级水平，90%以上的产品达到电子一级水平，位于行业前列。N 型料方面，2023 年销量为 5.3 万吨，其中 12 月份 N 型硅料销售占比达到 59.11%，在 N 型迭代过程中，公司进一步巩固龙头优势。

**● 业绩预测**

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 30.30/37.30/41.55 亿元，对应 2024-26 年公司 PE 分别为 18.78x/15.26x/13.70x，维持“增持”评级。

**● 风险提示：**

光伏装机需求不及预期；产能释放进度不及预期。

**■ 盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16329	16581	20827	23163
增长率(%)	-47.22	1.55	25.60	11.22
EBITDA(百万元)	7629.61	5592.90	7173.57	7987.25
归属母公司净利润(百万元)	5762.70	3030.24	3729.51	4154.81
增长率(%)	-69.86	-47.42	23.08	11.40
EPS(元/股)	2.69	1.41	1.74	1.94
市盈率(P/E)	9.87	18.78	15.26	13.70
市净率(P/B)	1.30	1.21	1.12	1.04
EV/EBITDA	5.74	7.50	5.66	4.74

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	16329	16581	20827	23163	营业收入	-47.2%	1.5%	25.6%	11.2%
营业成本	9741	13340	16200	18000	营业利润	-69.4%	-48.4%	23.1%	11.4%
税金及附加	174	166	208	232	归属于母公司净利润	-69.9%	-47.4%	23.1%	11.4%
销售费用	15	17	21	23	<b>获利能力</b>				
管理费用	332	332	417	463	毛利率	40.3%	19.5%	22.2%	22.3%
研发费用	71	83	83	93	净利率	35.3%	18.3%	17.9%	17.9%
财务费用	-331	-589	-448	-490	ROE	13.1%	6.5%	7.4%	7.6%
资产减值损失	-32	0	0	0	ROIC	12.6%	5.4%	6.6%	6.8%
<b>营业利润</b>	<b>6903</b>	<b>3565</b>	<b>4388</b>	<b>4888</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	13.4%	13.7%	13.8%	12.7%
营业外支出	34	0	0	0	流动比率	3.98	3.10	3.14	3.67
<b>利润总额</b>	<b>6869</b>	<b>3565</b>	<b>4388</b>	<b>4888</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	1107	535	658	733	应收账款周转率	—	—	—	—
<b>净利润</b>	<b>5763</b>	<b>3030</b>	<b>3730</b>	<b>4155</b>	存货周转率	12.73	11.77	12.69	12.19
<b>归母净利润</b>	<b>5763</b>	<b>3030</b>	<b>3730</b>	<b>4155</b>	总资产周转率	0.32	0.32	0.37	0.38
<b>每股收益(元)</b>	<b>2.69</b>	<b>1.41</b>	<b>1.74</b>	<b>1.94</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	2.69	1.41	1.74	1.94
货币资金	19629	14946	16319	19083	每股净资产	20.46	21.85	23.59	25.53
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	12	230	289	322	PE	9.87	18.78	15.26	13.70
预付款项	102	133	162	180	PB	1.30	1.21	1.12	1.04
存货	1336	1482	1800	2000	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>23374</b>	<b>20099</b>	<b>22419</b>	<b>25732</b>	净利润	5763	3030	3730	4155
固定资产	17856	26384	28987	30015	折旧和摊销	1058	2617	3234	3589
在建工程	6985	4889	4122	3586	营运资本变动	1779	-797	-291	-679
无形资产	1083	1533	1763	1983	其他	142	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>27322</b>	<b>34205</b>	<b>36270</b>	<b>36982</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>8741</b>	<b>4850</b>	<b>6672</b>	<b>7064</b>
<b>资产总计</b>	<b>50695</b>	<b>54303</b>	<b>58689</b>	<b>62714</b>	资本开支	-5219	-9500	-5300	-4300
短期借款	0	0	0	0	其他	129	0	0	0
应付票据及应付账款	661	926	1125	1250	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-5090</b>	<b>-9500</b>	<b>-5300</b>	<b>-4300</b>
其他流动负债	5214	5559	6017	5761	股权融资	222	-32	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>5875</b>	<b>6486</b>	<b>7142</b>	<b>7011</b>	债务融资	0	0	0	0
其他	941	941	941	941	其他	-7968	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>941</b>	<b>941</b>	<b>941</b>	<b>941</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-7746</b>	<b>-32</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>6816</b>	<b>7426</b>	<b>8083</b>	<b>7952</b>	<b>现金及现金等价物净增加</b>	<b>-4095</b>	<b>-4683</b>	<b>1372</b>	<b>2764</b>
股本	2145	2145	2145	2145					
资本公积金	17511	17511	17511	17511					
未分配利润	23393	25968	29138	32670					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	831	1253	1812	2436					
<b>所有者权益合计</b>	<b>43879</b>	<b>46877</b>	<b>50606</b>	<b>54761</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>50695</b>	<b>54303</b>	<b>58689</b>	<b>62714</b>					

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
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。 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。	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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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