

分析师：唐俊男
登记编码：S0730519050003
tangjn@ccnew.com 021-50586738

多晶硅价格低迷拖累业绩表现，周期低谷 考验成本控制能力和资金实力

——大全能源(688303)2023 年年报和 2024 年一季 度报告点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2024-05-08)

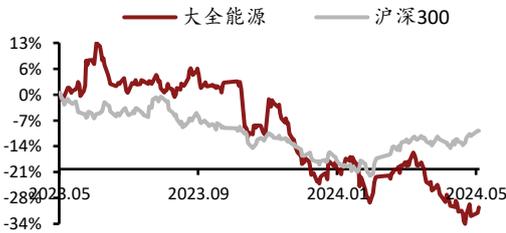
收盘价(元)	24.79
一年内最高/最低(元)	44.53/23.70
沪深 300 指数	3,659.01
市净率(倍)	1.22
流通市值(亿元)	541.81

基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	20.62
每股经营现金流(元)	-0.78
毛利率(%)	16.71
净资产收益率_摊薄(%)	0.75
资产负债率(%)	12.09
总股本/流通股(万股)	214,493.77/214,493.77

B 股/H 股(万股) 0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《大全能源(688303)季报点评：2023Q3 硅料盈利重回周期低位，N 型和低成本产能助推公司穿越周期》 2023-10-31

《大全能源(688303)中报点评：行业供需扭转影响公司业绩表现，龙头扩产巩固市场地位》 2023-08-09

《大全能源(688303)中报点评：硅料生产量利齐升，产业链延伸巩固领先地位》 2022-08-04

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

事件：

公司公布 2023 年年报和 2024 年第一季度报告。

2023 年公司实现营业总收入 163.29 亿元，同比下滑 47.22%；归属于上市公司股东的净利润 57.63 亿元，同比下滑 69.86%；经营活动产生的现金流量净额 87.41 亿元，同比下滑 43.12%；加权平均净资产收益率 13.30%，同比下滑 48.38 个百分点。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 4.18 元（含税），公司不送红股、不以资本公积转增股本。

2024 年第一季度，公司实现营业总收入 29.82 亿元，同比下滑 38.60%；归属于上市公司股东的净利润 3.31 亿元，同比下滑 88.64%；加权平均净资产收益率 0.75%，同比下滑 5.44 个百分点。

点评：

● **硅料供需扭转，公司 2023 年业绩承压。**2023 年，公司主要受多晶硅料行业供给过剩，产品价格大幅下跌影响，公司营业收入和净利润均同比大幅下滑。分拆数据来看，2023 年公司多晶硅销量 20 万吨，同比增长 50.48%；平均销售价格（不含税）81.12 元/千克，同比下滑 64.95%；单位成本 48.70 元/千克，同比下滑 16.84%；高纯多晶硅业务毛利率 39.97%，同比下滑 34.72 个百分点。公司全年管理费用 3.32 亿元，同比增长 33.57%，主要受运营规模扩大和员工工资普调影响；公司货币资金充裕，全年财务费用-3.31 亿元，同比增长 320.34%。

● **公司 2024 年一季度业绩继续受行业价格低迷拖累。**2024 年第一季度，多晶硅料价格仍处于探底阶段，公司业绩继续呈现下滑态势。公司一季度销售多晶硅 53987 吨，同比增长 113.5%；单位销售价格（不含税）54.92 元/千克，同比下降 71.16%；单位成本 45.99 元/千克，同比下降 13.96%。值得一提的是，公司单位成本保持下降趋势，部分缓解产品价格下降压力。

● **公司优化产品结构提升 N 型多晶硅料占比，降本增效缓解盈利压力。**太阳能电池的升级迭代带动 N 型硅料的市场需求。公司是较早实现批量供应 N 型多晶硅的企业之一，2024 年第一季度，公司 N 型多晶硅料产量、销量分别达 4.3 万吨、3.7 万吨，占比 69%和 68.6%。公司内蒙产线具备 100%的 N 型硅料生产能力，新疆产线具备 60-70%的 N 型占比，并通过技改进一步提升 N 型产能。在提升 N 型产能占比的同时，公司通过分级能量回收、分级废水回收、还原系统智能控制及对六氯乙硅烷(Si₂Cl₆)高沸裂解回收等措施，降本增效。2023Q1、2023Q2、2023Q3、2023Q4、2024Q1 公司多

晶硅生产成本分别为 53.45、50.34、47.77、46.25 和 45.99 元/千克，呈持续降低趋势。

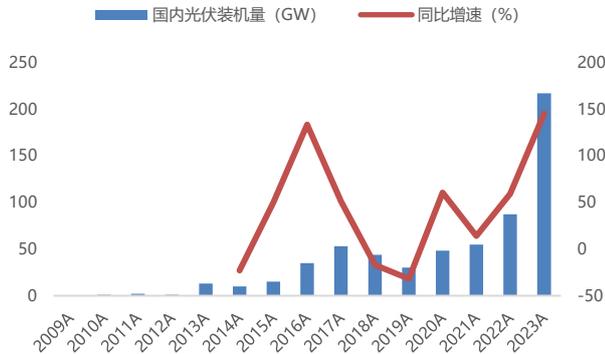
- **多晶硅供需偏松短期难言改观，价格跌入行业现金成本减缓行业供给。**2021、2022 年多晶硅高盈利吸引行业大规模扩大产能，行业供给迅速增长。根据中国有色金属协会硅业分会披露的数据，2023 年我国多晶硅产量 143 万吨，同比增长 76.33%。2024 年，仅考虑头部上市公司就有通威股份的云南 20 万吨及内蒙古 20 万吨高纯晶硅项目、公司的内蒙古包头二期 10 万吨多晶硅将陆续投产，进一步增加行业供给。在中国、欧洲光伏装机需求增速趋于稳健，全球光伏装机容量增速放缓的趋势下，短期多晶硅料供需偏松预计难有改观。目前，多晶硅料价格下跌至大部分企业现金成本，行业进入非理性竞争状态。预计行业普遍亏损将减缓新增产能投放进度，高成本产能将加速退出，具备成本优势企业拥有更高抗风险能力。
- **公司无有息负债，资金实力雄厚助推企业渡过行业低谷。**截止 2024 年一季度末，公司账面货币资金 174.11 亿元，无短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债、应付债券等债务。2023 年和 2024 年第一季度，公司利息收入分别达 4.25 亿、0.91 亿元，反映公司财务稳健、资金充沛特征。短期多晶硅生产行业盈利将持续存压，公司充沛的现金储备保证项目建设进度和企业的持续健康运行。
- **维持公司“增持”投资评级。**预计公司 2024 年、2025 年和 2026 年归属于上市公司股东的净利润为 12.53、16.69 和 26.05 亿元，对应的全面摊薄 EPS 分别为 0.58、0.78 和 1.21 元/股，按照 5 月 8 日 24.79 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 42.44、31.85 和 20.41 倍。目前多晶硅行业处于周期低谷，公司持续推动硅料生产降本增效，扩充硅料产能提升市场份额，提升 N 型号硅料占比，增加工业硅产能保证原材料供应，公司行业地位较为领先，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：行业扩产较快，竞争趋于激烈，产品价格持续低迷，企业盈利能力大幅下滑风险；全球装机需求不及预期风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	30,940	16,329	12,594	14,526	16,138
增长比率（%）	185.64	-47.22	-22.87	15.34	11.10
净利润（百万元）	19,121	5,763	1,253	1,669	2,605
增长比率（%）	234.06	-69.86	-78.26	33.22	56.05
每股收益(元)	8.91	2.69	0.58	0.78	1.21
市盈率(倍)	2.78	9.23	42.44	31.85	20.41

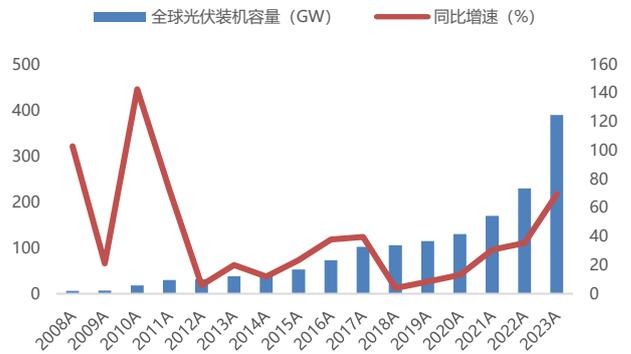
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：我国光伏装机容量和同比增长



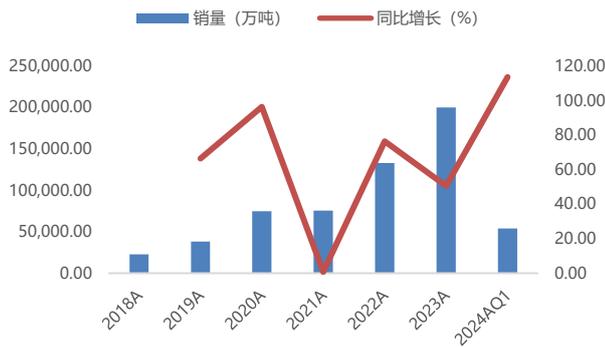
资料来源：CPIA，中原证券研究所

图 2：全球光伏装机容量和同比增长



资料来源：CPIA，中原证券研究所

图 3：公司多晶硅销量和同比增速



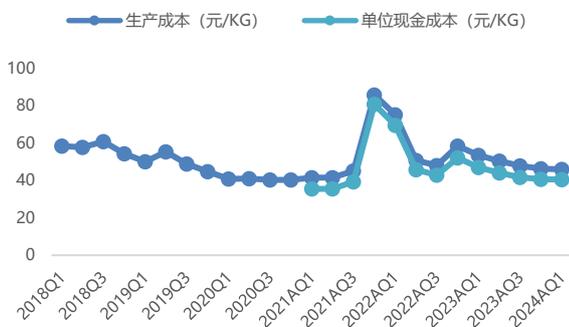
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 4：公司多晶硅平均售价



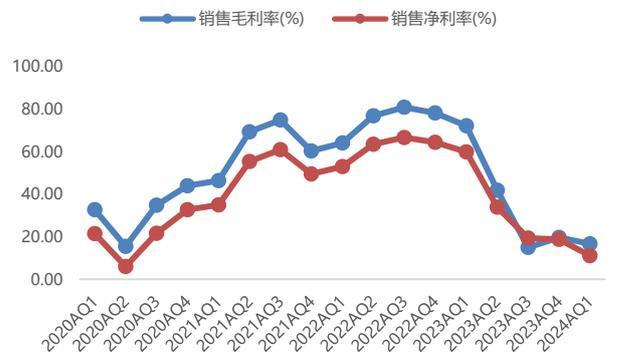
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 5：公司多晶硅平均成本



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 6：公司主营业务销售毛利率和销售净利率



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	33,656	23,374	22,613	25,374	28,910
现金	23,803	19,629	18,151	20,408	23,560
应收票据及应收账款	1,204	12	35	40	45
其他应收款	16	293	315	363	403
预付账款	6	102	112	126	131
存货	1,230	1,336	1,503	1,646	1,669
其他流动资产	7,398	2,002	2,497	2,790	3,102
非流动资产	18,609	27,322	29,033	27,290	25,293
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	9,107	17,856	22,475	22,729	21,730
无形资产	554	1,083	1,083	1,083	1,083
其他非流动资产	8,944	8,378	5,470	3,473	2,475
资产总计	52,265	50,695	51,646	52,664	54,203
流动负债	5,534	5,875	6,439	7,288	7,722
短期借款	213	0	0	0	0
应付票据及应付账款	986	661	777	873	909
其他流动负债	4,336	5,214	5,663	6,415	6,813
非流动负债	1,189	941	951	951	951
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,189	941	951	951	951
负债合计	6,723	6,816	7,391	8,239	8,673
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	2,137	2,145	2,145	2,145	2,145
资本公积	17,011	17,511	17,542	17,542	17,542
留存收益	26,393	24,461	24,814	24,983	26,088
归属母公司股东权益	45,542	43,879	44,255	44,425	45,530
负债和股东权益	52,265	50,695	51,646	52,664	54,203

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	15,367	8,741	3,977	5,256	6,152
净利润	19,121	5,763	1,253	1,669	2,605
折旧摊销	722	1,058	2,873	3,242	3,497
财务费用	126	88	0	0	0
投资损失	-7	0	0	0	0
营运资金变动	-4,632	1,779	-203	295	0
其他经营现金流	37	54	55	50	50
投资活动现金流	-6,943	-5,090	-4,590	-1,500	-1,500
资本支出	-8,523	-5,219	-5,000	-1,500	-1,500
长期投资	1,700	0	0	0	0
其他投资现金流	-120	129	410	0	0
筹资活动现金流	10,650	-7,746	-865	-1,500	-1,500
短期借款	28	-213	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	212	8	0	0	0
资本公积增加	10,898	500	31	0	0
其他筹资现金流	-488	-8,041	-897	-1,500	-1,500
现金净增加额	19,074	-4,095	-1,478	2,256	3,152

资料来源：中原证券，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,940	16,329	12,594	14,526	16,138
营业成本	7,789	9,741	11,182	12,574	13,096
营业税金及附加	417	174	126	145	161
营业费用	6	15	19	22	24
管理费用	248	332	378	436	484
研发费用	67	71	101	116	129
财务费用	-79	-331	-294	-272	-306
资产减值损失	0	-32	-50	-50	-50
其他收益	28	608	441	508	565
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	22,527	6,903	1,474	1,964	3,065
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	69	34	0	0	0
利润总额	22,459	6,869	1,474	1,964	3,065
所得税	3,339	1,107	221	295	460
净利润	19,121	5,763	1,253	1,669	2,605
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	19,121	5,763	1,253	1,669	2,605
EBITDA	23,163	7,630	4,053	4,934	6,256
EPS (元)	8.91	2.69	0.58	0.78	1.21

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	185.64	-47.22	-22.87	15.34	11.10
营业利润 (%)	234.03	-69.36	-78.64	33.22	56.05
归属母公司净利润 (%)	234.06	-69.86	-78.26	33.22	56.05
获利能力					
毛利率 (%)	74.83	40.35	11.21	13.44	18.85
净利率 (%)	61.80	35.29	9.95	11.49	16.14
ROE (%)	41.99	13.13	2.83	3.76	5.72
ROIC (%)	41.76	12.56	2.27	3.24	5.15
偿债能力					
资产负债率 (%)	12.86	13.44	14.31	15.64	16.00
净负债比率 (%)	14.76	15.53	16.70	18.55	19.05
流动比率	6.08	3.98	3.51	3.48	3.74
速动比率	5.81	3.53	3.07	3.05	3.32
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.32	0.25	0.28	0.30
应收账款周转率	—	—	—	—	—
应付账款周转率	6.79	12.95	15.55	15.24	14.69
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	8.91	2.69	0.58	0.78	1.21
每股经营现金流 (最新摊薄)	7.16	4.08	1.85	2.45	2.87
每股净资产 (最新摊薄)	21.23	20.46	20.63	20.71	21.23
估值比率					
P/E	2.78	9.23	42.44	31.85	20.41
P/B	1.17	1.21	1.20	1.20	1.17
EV/EBITDA	3.38	5.74	8.64	6.64	4.73

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。