

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

周期低谷公司业绩承压，关注行业去产能情况

——大全能源(688303)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

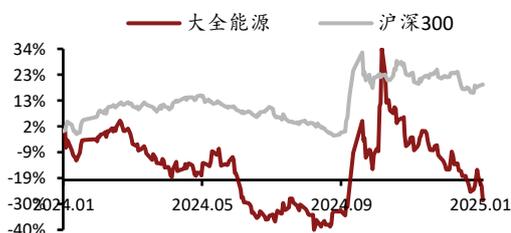
市场数据(2025-01-21)

收盘价(元)	20.59
一年内最高/最低(元)	38.44/17.14
沪深 300 指数	3,832.61
市净率(倍)	1.05
流通市值(亿元)	441.70

基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	19.54
每股经营现金流(元)	-2.05
毛利率(%)	4.18
净资产收益率_摊薄(%)	-2.62
资产负债率(%)	10.68
总股本/流通股(万股)	214,520.57/214,520.57
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)年报点评：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》 2024-05-08

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期：2025 年 01 月 22 日

事件：

公司发布 2024 年业绩预亏公告，实现归属于上市公司股东的净利润-26 亿到-31 亿元，扣非后归属于上市公司股东的净利润亏损 25.5 亿元到 30.5 亿元。同时，公司控股股东和实际控制人分别出具的《关于自愿延长所持限售股份锁定期限的承诺函》，所持公司首次公开发行自愿延长 6 个月。

点评：

- **多晶硅行业低迷导致公司业绩大幅亏损。**从公司发布的年度业绩预告来看，公司四季度亏损 15.01 亿-20.01 亿元。2024 年公司净利润出现大幅亏损主要受两方面的影响：一是多晶硅行业供给过剩，产品价格大幅下滑，阶段跌破行业现金成本；二是公司对存货和固定资产计提了减值准备。其中，2024 年前三季度，公司资产减值损失达-13.67 亿元，预计四季度对资产进一步计提减值。
- **多晶硅行业进入去产能周期，预计 2025 年行业处于缓慢磨底小幅回暖阶段。**根据硅业分会披露的数据，2024 年，多晶硅料月度产量从峰值的 18.95 万吨压减到 12 月份的 10.38 万吨，产量减少幅度达 45.22%。低迷的产品价格导致部分大厂在内的大部分产能处于降负荷运行状态，行业开工率不足 50%。多晶硅企业停工检修再度重启成本较高，且连续两年停工生产设备存在报废风险。考虑到下游新增光伏装机需求增速放缓以及供给端出清过程，预计 2025 年多晶硅行业仍将处于低开工率状态，行业去库存和落后产能淘汰将优化供给结构，逐步改善行业过剩局面。
- **公司成本控制能力位于行业第一梯队，资金实力雄厚保证公司渡过行业寒冬。**公司作为多晶硅行业头部企业，不断通过优化生产流程、提高生产效率、降低能耗等手段，有效控制生产成本，缓解市场价格波动对公司盈利能力的负面影响。2024 年第一季度、第二季度和第三季度，公司单位成本分别为 45.99、45.94、48.83 元/公斤，对应的现金成本分别为 40.50、40.16 和 38.93 元/公斤。产量的压减对公司单位固定成本的分摊起到拉动作用，进而提高了公司单位成本，但公司现金成本保持降低趋势。截止 2024 年三季度末，公司账面货币资金 35.89 亿元，交易性金融资产 16.50 亿元，其他流动资产 100.42 亿元。公司现金类资产合计近 150 亿元。公司无短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债、应付债券等债务。这反映公司经营稳健、流动性充裕、资金实力雄厚的财务特征。公司前期多晶硅扩产项目均完工，资本开支高峰过去，公司充沛的现

金储备助力公司渡过行业低谷。

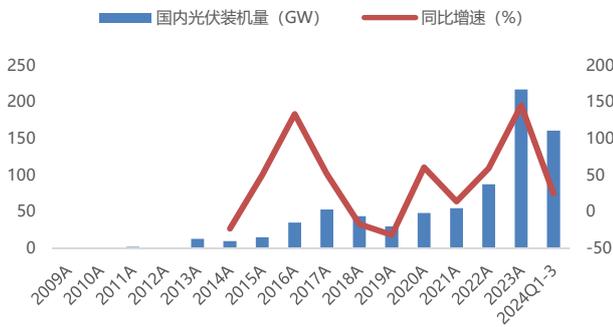
- **维持公司“增持”投资评级。**预计公司 2024 年、2025 年和 2026 年归属于上市公司股东的净利润为-27.01、14.13 和 32.27 亿元，对应的全面摊薄 EPS 分别为-1.26、0.66 和 1.50 元/股，按照 1 月 21 日 20.59 元/股收盘价计算，对应 2025、2026 年 PE 分别为 31.26 倍和 13.69 倍。目前多晶硅行业处于周期低谷，公司持续推动硅料生产降本增效，保持低成本优势，同时，公司现金储备充裕降低经营风险，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：多晶硅行业产能出清不及预期，价格持续低迷风险；全球新增光伏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	7,872	10,026	13,338
增长比率（%）	185.64	-47.22	-51.79	27.36	33.04
净利润（百万元）	19,121	5,763	-2,701	1,413	3,227
增长比率（%）	234.06	-69.86	-146.87	152.32	128.38
每股收益(元)	8.91	2.69	-1.26	0.66	1.50
市盈率(倍)	2.31	7.66	—	31.26	13.69

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



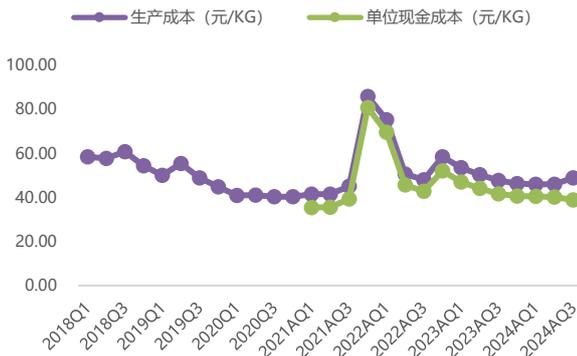
资料来源：CPIA，中原证券研究所

图 2：公司多晶硅销量和同比增速



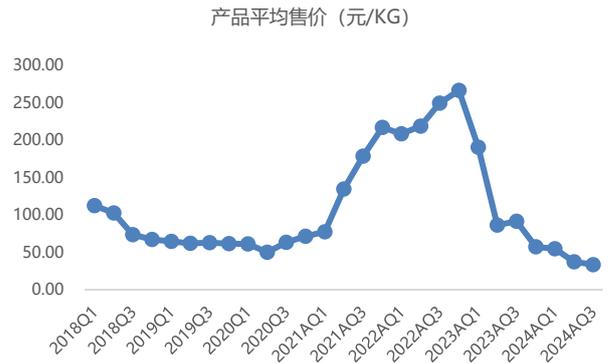
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 3：公司多晶硅平均成本



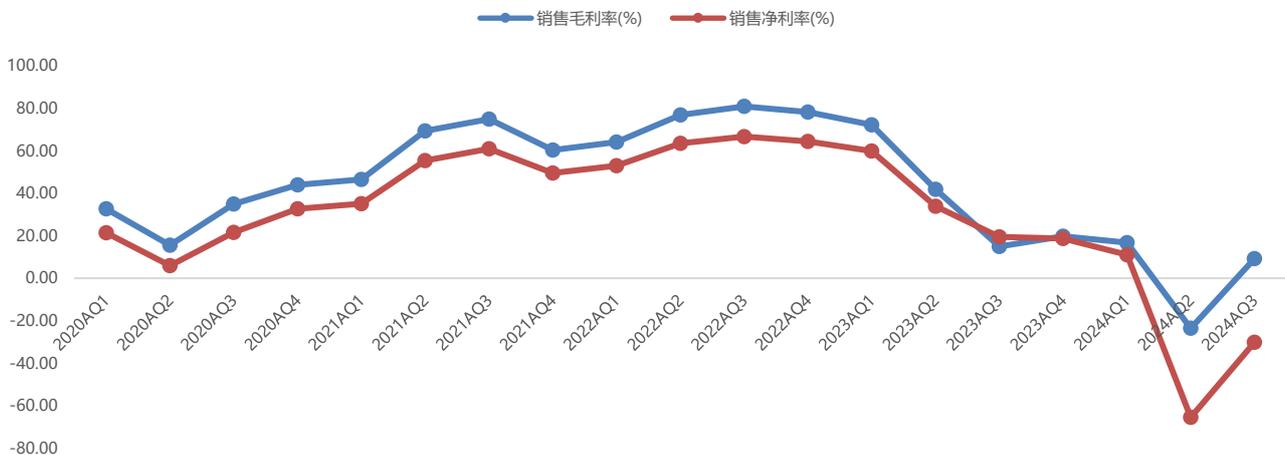
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 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	17,488	19,774	25,490
现金	23,803	19,629	4,319	6,685	11,591
应收票据及应收账款	1,204	12	22	28	37
其他应收款	16	293	197	251	333
预付账款	6	102	90	82	95
存货	1,230	1,336	1,867	1,420	1,694
其他流动资产	7,398	2,002	10,994	11,309	11,740
非流动资产	18,609	27,322	29,299	27,662	25,958
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	9,107	17,856	25,590	25,298	23,813
无形资产	554	1,083	1,063	1,043	1,023
其他非流动资产	8,944	8,378	2,641	1,316	1,117
资产总计	52,265	50,695	46,787	47,436	51,448
流动负债	5,534	5,875	5,765	5,201	6,186
短期借款	213	0	0	0	0
应付票据及应付账款	986	661	623	571	659
其他流动负债	4,336	5,214	5,141	4,630	5,527
非流动负债	1,189	941	664	664	664
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,189	941	664	664	664
负债合计	6,723	6,816	6,429	5,865	6,850
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	17,592	17,592	17,592
留存收益	26,393	24,461	20,860	22,073	25,100
归属母公司股东权益	45,542	43,879	40,357	41,570	44,597
负债和股东权益	52,265	50,695	46,787	47,436	51,448

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	-9,942	3,415	5,906
净利润	19,121	5,763	-2,701	1,413	3,227
折旧摊销	722	1,058	2,623	2,637	2,704
财务费用	126	88	0	0	0
投资损失	-7	0	-118	-150	-200
营运资金变动	-4,632	1,779	-11,016	-534	125
其他经营现金流	37	54	1,269	50	50
投资活动现金流	-6,943	-5,090	-4,274	-850	-800
资本支出	-8,523	-5,219	-5,000	-1,000	-1,000
长期投资	1,700	0	-19	0	0
其他投资现金流	-120	129	745	150	200
筹资活动现金流	10,650	-7,746	-1,093	-200	-200
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	81	0	0
其他筹资现金流	-488	-8,041	-1,174	-200	-200
现金净增加额	19,074	-4,095	-15,310	2,366	4,906

资料来源：中原证券研究所，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	7,872	10,026	13,338
营业成本	7,789	9,741	8,978	8,224	9,486
营业税金及附加	417	174	79	100	133
营业费用	6	15	20	25	33
管理费用	248	332	394	401	467
研发费用	67	71	63	80	107
财务费用	-79	-331	-196	-216	-334
资产减值损失	0	-32	-1,500	-50	-50
其他收益	28	608	118	150	200
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	0	118	150	200
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	22,527	6,903	-2,728	1,662	3,797
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	-2,728	1,662	3,797
所得税	3,339	1,107	-27	249	569
净利润	19,121	5,763	-2,701	1,413	3,227
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	19,121	5,763	-2,701	1,413	3,227
EBITDA	23,163	7,630	-302	4,083	6,167
EPS (元)	8.91	2.69	-1.26	0.66	1.50

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	-51.79	27.36	33.04
营业利润 (%)	234.03	-69.36	-139.52	160.93	128.38
归属母公司净利润 (%)	234.06	-69.86	-146.87	152.32	128.38
获利能力					
毛利率 (%)	74.83	40.35	-14.04	17.98	28.88
净利率 (%)	61.80	35.29	-34.31	14.09	24.19
ROE (%)	41.99	13.13	-6.69	3.40	7.24
ROIC (%)	41.76	12.56	-7.17	2.96	6.60
偿债能力					
资产负债率 (%)	12.86	13.44	13.74	12.36	13.31
净负债比率 (%)	14.76	15.53	15.93	14.11	15.36
流动比率	6.08	3.98	3.03	3.80	4.12
速动比率	5.81	3.53	0.93	1.54	2.15
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.32	0.16	0.21	0.27
应收账款周转率	—	—	—	—	—
应付账款周转率	6.79	12.95	13.98	13.77	15.43
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	8.91	2.69	-1.26	0.66	1.50
每股经营现金流 (最新摊薄)	7.16	4.07	-4.63	1.59	2.75
每股净资产 (最新摊薄)	21.23	20.45	18.81	19.38	20.79
估值比率					
P/E	2.31	7.66	—	31.26	13.69
P/B	0.97	1.01	1.09	1.06	0.99
EV/EBITDA	3.38	5.74	-132.12	9.18	5.28

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、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。