

大全能源(688303)

报告日期: 2023年03月21日

## N型硅料优势显著, 半导体产能引领国产化进程

### ——大全能源 2022 年年报点评报告

#### 投资要点

##### □ 硅料价格上涨叠加新增产能持续释放, 全年业绩高速增长

2022年公司全年实现营收309.40亿元, 同比增长185.64%; 归母净利润191.21亿元, 同比增长234.06%。公司业绩大幅增长主要系: 1) 硅料市场供应紧缺, 公司硅料价格和毛利大幅上涨; 2) 三期B阶段扩建项目达产, 产能释放推动销量增加。

##### □ 产销保持快速增长, 降本增效+多晶硅供不应求驱动盈利提升

2022年公司实现多晶硅产量13.38万吨, 同比增长54.54%, 占国内多晶硅产量的16.18%; 实现销量13.29万吨, 同比增长76.37%。价格端, 2022年公司多晶硅平均销售价格为231.41元/公斤(不含税), 同比增长61.62%, 其中Q4销售价格为266.01元/kg, 环比上涨6.73%。成本端, 2022年公司多晶硅平均销售成本为58.56元/公斤, 其中Q4销售成本为58.48元/kg, 环比提升21.66%。得益于多晶硅供不应求, 价格维持高位, 2022年公司毛利率达74.83%, 同比提升9.18pct, 其中Q4毛利率为78.15%, 环比下降2.73pct; 2022年公司销售净利率为61.80%, 同比提升8.96pct, 其中Q4销售净利率为64.44%, 环比下降2.25pct。

##### □ 光伏+半导体多晶硅产能同步扩张, 拓展工业硅上游布局保障原料自供

2022年公司产能提升至10.5万吨, 同比增长50%。包头一期10万吨多晶硅产能计划将于2023年4月投产并于2023Q2达产, 二期10万吨多晶硅项目预计于2023Q4达产。预计公司2023年底名义产能达30.5万吨, 考虑年度产线检修影响, 2023年多晶硅产能将达19.0-19.5万吨。此外, 一期1000吨半导体级硅料项目及一期年产15万吨高纯工业硅项目均预计于2023年Q3投产。项目建成后, 公司进一步提高原材料自供比例, 实现原材料方面供应安全和质量保障, 并拓展公司业务领域, 完善产业链业务布局。

##### □ 盈利预测及估值

**下调盈利预测, 维持“买入”评级。**公司是全球光伏多晶硅生产龙头, 产能扩建持续推进, N型硅料、半导体硅料逐步落地。考虑到硅料行业新增产能投放, 多晶硅供给紧张格局得到缓解, 我们下调2023-2024年盈利预测, 新增2025年盈利预测, 预计分别实现归母净利润128.38、96.36、100.14亿元(下调前2023-2024年预测为170.67、163.55亿元), 对应EPS为6.01、4.51、4.68元/股, 对应PE分别为8.27、11.02、10.60倍, 维持“买入”评级。

##### □ 风险提示: 产能扩产不及预期; 原材料价格上涨; 下游需求不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	30940.3	25440.0	25076.8	29966.3
(+/-) (%)	185.64%	-17.78%	-1.43%	19.50%
归母净利润	19120.9	12837.5	9635.5	10013.6
(+/-) (%)	234.06%	-32.86%	-24.94%	3.92%
每股收益(元)	8.95	6.01	4.51	4.68
P/E	5.55	8.27	11.02	10.60
ROE	61.67%	24.71%	15.25%	13.71%

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 张雷  
执业证书号: S1230521120004  
zhanglei02@stocke.com.cn

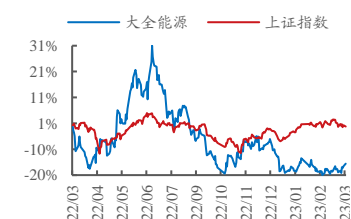
分析师: 陈明雨  
执业证书号: S1230522040003  
chenmingyu@stocke.com.cn

研究助理: 谢金翰  
xiejinhan@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥49.68
总市值(百万元)	106,185.84
总股本(百万股)	2,137.40

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《22Q3产量超预期, 盈利能力持续提升——大全能源2022年三季度报点评报告》2022.11.06
- 《【浙商电新】大全能源(688303)2022年半年报点评报告: Q2实现量利齐增, 多晶硅及工业硅产能有序扩张》2022.08.04
- 《【浙商电新】大全能源(688303)深度报告: 多晶硅紧平衡持续, 技术与成本领先打造核心竞争力》2022.06.19

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	33656	40494	45340	51645
现金	23803	23741	26796	30176
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1204	6360	6269	7492
其它应收款	16	0	0	0
预付账款	6	95	129	172
存货	1230	1421	1937	2576
其他	7398	8877	10209	11230
<b>非流动资产</b>	18609	25857	32287	37933
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4
固定资产	9107	17444	24618	30709
无形资产	554	610	674	745
在建工程	7075	5660	4528	3623
其他	1868	2138	2462	2852
<b>资产总计</b>	52265	66351	77627	89579
<b>流动负债</b>	5534	6565	7914	9607
短期借款	213	234	258	283
应付款项	986	1310	1786	2376
预收账款	0	0	0	0
其他	4336	5020	5871	6948
<b>非流动负债</b>	1189	1408	1698	1944
长期借款	0	0	100	200
其他	1189	1408	1598	1744
<b>负债合计</b>	6723	7972	9612	11551
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)
归属母公司股东权益	45542	58379	68015	78028
<b>负债和股东权益</b>	52265	66351	77627	89579

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	15367	7756	10800	11142
净利润	19121	12837	9635	10014
折旧摊销	722	1091	1974	2834
财务费用	(79)	(345)	(364)	(405)
投资损失	(7)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(4481)	(5692)	51	(619)
其它	91	(131)	(492)	(676)
<b>投资活动现金流</b>	(6943)	(8184)	(8233)	(8292)
资本支出	(6704)	(8119)	(8158)	(8207)
长期投资	0	0	0	0
其他	(239)	(65)	(75)	(85)
<b>筹资活动现金流</b>	10650	367	487	531
短期借款	28	21	23	26
长期借款	0	0	100	100
其他	10622	345	364	405
<b>现金净增加额</b>	19074	(61)	3054	3380

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	30940	25440	25077	29966
营业成本	7789	9472	12911	17174
营业税金及附加	417	509	502	599
营业费用	6	13	13	15
管理费用	248	509	502	599
研发费用	67	127	125	150
财务费用	(79)	(345)	(364)	(405)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	7	5	5	5
其他经营收益	28	10	10	10
<b>营业利润</b>	22527	15171	11404	11848
营业外收支	(68)	(68)	(68)	(68)
<b>利润总额</b>	22459	15103	11336	11781
所得税	3339	2265	1700	1767
<b>净利润</b>	19121	12837	9635	10014
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属母公司净利润</b>	19121	12837	9635	10014
EBITDA	22835	15849	12946	14210
EPS (最新摊薄)	8.95	6.01	4.51	4.68

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	185.64%	-17.78%	-1.43%	19.50%
营业利润	234.03%	-32.66%	-24.83%	3.90%
归属母公司净利润	234.06%	-32.86%	-24.94%	3.92%
<b>获利能力</b>				
毛利率	74.83%	62.77%	48.51%	42.69%
净利率	61.80%	50.46%	38.42%	33.42%
ROE	61.67%	24.71%	15.25%	13.71%
ROIC	40.22%	20.95%	13.36%	12.07%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	12.86%	12.02%	12.38%	12.89%
净负债比率	3.17%	2.94%	3.72%	4.18%
流动比率	6.08	6.17	5.73	5.38
速动比率	5.86	5.95	5.48	5.11
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.83	0.43	0.35	0.36
应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	6.79	9.57	9.61	9.51
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	8.95	6.01	4.51	4.68
每股经营现金	7.19	3.63	5.05	5.21
每股净资产	21.31	27.31	31.82	36.51
<b>估值比率</b>				
P/E	5.55	8.27	11.02	10.60
P/B	2.33	1.82	1.56	1.36
EV/EBITDA	3.48	5.30	6.27	5.50

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>