

大全能源(688303)

报告日期: 2022年11月06日

## 22Q3 产量超预期, 盈利能力持续提升

### ——大全能源 2022 年三季报点评报告

#### 投资要点

##### □ 多晶硅延续高景气, 盈利能力持续提升

2022Q1-Q3, 公司实现营业总收入 246.77 亿元, 同比增长 197.15%; 实现归母净利润 150.85 亿元, 同比增长 237.23%。2022Q3, 公司实现营业总收入 83.37 亿元, 同比增长 119.81%; 实现归母净利润 55.60 亿元, 同比增长 140.45%, 环比增长 6.66%。公司业绩大幅增长主要系: (1) 多晶硅价格持续上涨; (2) 三期 B 阶段项目新产能释放带动销量增长。

##### □ 22Q3 产量超预期, 多晶硅价格上涨+工业硅价格下降推动盈利进一步提升

2022Q1-Q3, 公司实现多晶硅产量 10.01 万吨, 同比增长 58.98%; 其中 Q3 为 3.34 万吨 (半年报预计 Q3 产量 3.1-3.2 万吨), 环比小幅下降, 主要受部分产线停产检修影响。公司实现销量 10.95 万吨, 同比增长 71.88%, 其中 Q3 为 3.31 万吨。Q3 硅料单晶比例达 99% 以上, 9 月达到 99.9%, 创历史新高。Q4 公司将继续完成例行年度检修, 预计产量 3.0-3.2 万吨, 全年预计产量 13.0-13.2 万吨。价格端, 多晶硅销售延续供不应求, 售价依旧上行。2022Q1-Q3, 公司多晶硅销售均价 (不含税) 224.02 元/kg, 同比提升 72.70%; 其中 Q3 为 249.24 元/kg, 环比提升 14.15%。成本端, 受益于三期 B 阶段项目产能释放带来规模效益, 叠加工业硅粉价格下降, 公司单位成本持续下行。2022Q1-Q3, 单位销售成本 (含运费) 58.58 元/kg, 同比提升 37.35%; 其中 Q3 为 48.07 元/kg, 环比降低 5.09%。单位现金成本 53.28 元/kg, 同比提升 44.78%; 其中 Q3 为 42.84 元/kg, 环比降低 6.24%。

##### □ 光伏及半导体级多晶硅产能有序扩张, 上游布局工业硅保障原料供给

随着三期 B 阶段多晶硅项目在 2022 年 1 月实现达产, 公司已经形成 10.5 万吨/年高纯多晶硅产能, 且全部产能均位于同一厂区, 规模效应显著。包头 10 万吨高纯多晶硅项目已经启动建设中, 预计于 2023Q2 建成。此外, 包头 1000 吨半导体级多晶硅项目也于 2022 年初启动建设。2022 年 7 月, 公司与包头市固阳县政府签订《30 万吨/年高纯工业硅项目+20 万吨/年有机硅项目投资协议书》。一期建设 15 万吨高纯工业硅项目, 预计 2023Q3 投产, 项目建成后, 公司将实现包头 10 万吨多晶硅项目的 100% 原料供给。

##### □ 盈利预测及估值

**上调盈利预测, 维持“买入”评级:** 公司是全球多晶硅龙头, 产能建设顺利推进。考虑下游需求有望持续超预期, 多晶硅供需有望长期偏紧, 我们上调公司 2022-2024 年盈利预测, 预计分别实现归母净利润 204.80、170.67、163.55 亿元 (上调前分别为 181.79、161.32、162.57 亿元), 对应 EPS 分别为 9.58、7.98、7.65 元/股, 对应 PE 分别为 5.74、6.88、7.18 倍。维持“买入”评级。

##### □ 风险提示: 原材料价格上涨; 光伏装机需求不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	10831.9	32569.0	30201.3	33526.3
(+/-) (%)	132.23%	200.68%	-7.27%	11.01%
归母净利润	5723.8	20480.0	17066.7	16355.2
(+/-) (%)	448.56%	257.80%	-16.67%	-4.17%
每股收益(元)	2.68	9.58	7.98	7.65
P/E	20.52	5.74	6.88	7.18

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: 尹仕昕

yinshixin@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 54.96
总市值(百万元)	117,471.30
总股本(百万股)	2,137.40

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《【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: 多晶硅平衡持续, 技术与成本领先打造核心竞争力》 2022.06.19
- 《【浙商电新】大全能源 (688303) 2021 年报及 2022 一季报点评: 多晶硅产能如期释放, 品质与成本全面领先》 2022.04.23

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	12348	39962	51116	63555
现金	4586	27805	39083	49835
交易性金融资产	1716	1716	1716	1716
应收账款	3039	8142	7550	8382
其它应收款	1	0	0	0
预付账款	21	79	99	145
存货	2124	1187	1481	2172
其他	861	1033	1188	1306
<b>非流动资产</b>	10124	17351	23762	29373
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4
固定资产	6136	14026	20945	26938
无形资产	257	317	386	462
在建工程	3677	2941	2353	1883
其他	50	62	73	86
<b>资产总计</b>	22472	57312	74878	92927
<b>流动负债</b>	5114	8358	8653	10168
短期借款	185	203	224	246
应付款项	1451	949	1185	1737
预收账款	0	0	0	0
其他	3478	7205	7245	8185
<b>非流动负债</b>	890	1008	1213	1394
长期借款	0	0	100	200
其他	890	1008	1113	1194
<b>负债合计</b>	6004	9366	9866	11562
少数股东权益	3	1	(1)	(2)
归属母公司股东权益	16466	47946	65012	81368
<b>负债和股东权益</b>	22472	57312	74878	92927

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	2644	20041	18751	18077
净利润	5723	20478	17065	16354
折旧摊销	502	856	1680	2492
财务费用	155	(233)	(488)	(646)
投资损失	(10)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	497	(2106)	693	497
其它	(4223)	1051	(193)	(615)
<b>投资活动现金流</b>	(3586)	(8073)	(8081)	(8094)
资本支出	(3263)	(8008)	(8006)	(8009)
长期投资	0	0	0	0
其他	(324)	(65)	(75)	(85)
<b>筹资活动现金流</b>	5105	11252	608	769
短期借款	(566)	18	20	22
长期借款	(804)	0	100	100
其他	6475	11233	488	646
<b>现金净增加额</b>	4162	23219	11278	10752

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	10832	32569	30201	33526
营业成本	3720	7911	9871	14479
营业税金及附加	98	293	272	168
营业费用	4	16	15	17
管理费用	105	326	302	168
研发费用	42	163	151	101
财务费用	155	(233)	(488)	(646)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	16	0	0	0
投资净收益	10	5	5	5
其他经营收益	11	10	10	10
<b>营业利润</b>	6744	24108	20093	19256
营业外收支	(16)	(16)	(16)	(16)
<b>利润总额</b>	6728	24092	20077	19240
所得税	1004	3614	3011	2886
<b>净利润</b>	5723	20478	17065	16354
少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(2)
<b>归属母公司净利润</b>	5724	20480	17067	16355
EBITDA	7170	24714	21269	21086
EPS (最新摊薄)	2.68	9.58	7.98	7.65

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	132.23%	200.68%	-7.27%	11.01%
营业利润	448.96%	257.47%	-16.66%	-4.17%
归属母公司净利润	448.56%	257.80%	-16.67%	-4.17%
<b>获利能力</b>				
毛利率	65.65%	75.71%	67.32%	56.81%
净利率	52.84%	62.88%	56.50%	48.78%
ROE	54.16%	63.59%	30.22%	22.35%
ROIC	32.62%	41.38%	25.12%	19.08%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.72%	16.34%	13.18%	12.44%
净负债比率	3.08%	2.17%	3.28%	3.86%
流动比率	2.41	4.78	5.91	6.25
速动比率	2.00	4.64	5.74	6.04
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.69	0.82	0.46	0.40
应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	4.10	6.59	9.25	9.91
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.68	9.58	7.98	7.65
每股经营现金	1.24	9.38	8.77	8.46
每股净资产	8.55	22.43	30.42	38.07
<b>估值比率</b>				
P/E	20.52	5.74	6.88	7.18
P/B	6.43	2.45	1.81	1.44
EV/EBITDA	15.89	3.60	3.67	3.20

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>