

大全能源 (688303.SH)

2022年业绩高速增长，N型料+半导体料带来未来增长

2022年公司业绩充分受益多晶硅量价齐升。2022年公司实现营收309.40亿元，同比+185.64%；归母净利润191.21亿元，同比+234.06%，其中扣非归母净利润191.49亿元，同比+235.55%。**从盈利角度看：①量：**公司三期B阶段项目于年初达产，公司名义产能从2021年初7万吨增长到2022年10.5万吨，新产能释放推动销量达13.29万吨，同比+76.37%，公司多晶硅市占率16.18%，位于行业第一梯队。**②价：**2022年硅料市场持续紧俏、供需紧张，推动硅料价格持续高涨，公司多晶硅售价为231.41万元/吨(不含税)，同比61.62%；而单位成本为58.56元/kg，同比+18.73%，增幅较小。**③利：**公司单位净利达到14.4万元/吨，同比+89.4%，公司毛利率达74.69%，同比+9.14pct。

2023年多晶硅新增产能逐步释放，总产能达30.5万吨，一体化落地助力包头匹配原材料，实现成本优化。公司建有新疆、内蒙两个生产基地，其中新疆基地已有10.5万吨多晶硅产能，内蒙基地规划有20万吨多晶硅产能。2023年公司产能逐步释放，内蒙古包头一期10万吨多晶硅产能预计将于今年4月投产并于6月达产。内蒙古包头二期10万吨多晶硅项目预计于今年年底投产。届时，公司名义产能将达到30.5万吨。考虑到年度检修等因素，预计公司2023年多晶硅产量达19.0-19.5万吨，中值同比+43.87%。2022年7月公司与包头固阳政府签订《投资协议》，建设30万吨/年高纯工业硅项目+20万吨/年有机硅项目；一期15万吨高纯工业硅预计2023Q3建成投产，助力包头10万吨多晶硅项目100%原料供给，按2023年1月工业硅价格计算，公司多晶硅成本可降低7-10元/kg。

聚焦光伏硅料核心业务，在手订单总计129万吨，强化公司市场份额。公司与主要客户均签订锁量不锁价的长期供货协议，约定未来1-5年不等供货量，并收取一定金额预收款。2022年公司总计签订长单合计采购量约129万吨，收到部分长单预付款约11.5亿元。公司集中大规模长单签订，一是公司为提前释放的产能锁定客户，稳定后续产能消化；二是彰显了行业较高景气度。

强化技术，注重N型单晶硅料研发，探索半导体级硅料技术。2023N型电池(Topcon电池和异质结电池)开启规模化元年，随着N型技术成熟，N型单晶硅片将成为市场主流。目前，公司N型硅料已实现批量供给，已获得下游主流客户验证通过。半导体行业国产替代进展加快，而公司凭借高纯多晶硅制造技术沉淀，积极探索半导体级硅料技术，有望把握发展机遇。目前公司在内蒙规划有2.1万吨/年半导体硅，瞄准12英寸区熔级用料。一期1000吨预计2023年Q3投产，后续2万吨产能择机建设。

盈利预测：经历2022年硅料价格高企，我们预计2023年硅料价格向下修复，因此预计公司2023-2025年实现归母净利润167.50/92.08/100.50亿元，对应PE估值6.3/11.5/10.6倍，维持“增持”评级。

风险提示：硅料行业竞争加剧；光伏装机不及预期。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,832	30,940	29,922	25,642	28,491
增长率yoy(%)	132.2	185.6	-3.3	-14.3	11.1
归母净利润(百万元)	5,724	19,121	16,750	9,208	10,050
增长率yoy(%)	448.6	234.1	-12.4	-45.0	9.2
EPS最新摊薄(元/股)	2.68	8.95	7.84	4.31	4.70
净资产收益率(%)	34.8	42.0	30.7	15.0	14.6
P/E(倍)	18.6	5.6	6.3	11.5	10.6
P/B(倍)	6.4	2.3	1.9	1.7	1.5

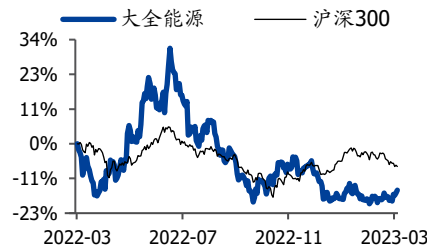
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年3月20日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	其他电源设备
前次评级	增持
3月20日收盘价(元)	49.68
总市值(百万元)	106,185.84
总股本(百万股)	2,137.40
其中自由流通股(%)	23.69
30日日均成交量(百万股)	11.13

股价走势



作者

分析师 杨润思

执业证书编号: S0680520030005

邮箱: yangrunsi@gszq.com

相关研究

- 《大全能源(688303.SH): 半年度业绩亮眼, 供需紧张持续推升盈利》2022-08-05
- 《大全能源(688303.SH): 硅料出货高增, 预期全年供需紧平衡》2022-04-23
- 《大全能源(688303.SH): 业绩符合预期, 2022加速成长可期》2022-03-16



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12348	33656	45473	58372	64384
现金	4586	23803	28898	45364	46028
应收票据及应收账款	3039	1204	6276	2271	7226
其他应收款	3	16	2	13	4
预付账款	21	6	20	2	23
存货	2124	1230	2879	3324	3706
其他流动资产	2575	7398	7398	7398	7398
非流动资产	10124	18609	17327	13105	15293
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	6136	9107	10432	8476	10859
无形资产	257	554	618	698	785
其他非流动资产	3727	8944	6272	3927	3644
资产总计	22472	52265	62800	71477	79677
流动负债	5114	5534	7139	9166	10021
短期借款	185	213	213	213	213
应付票据及应付账款	1451	986	2000	2507	4023
其他流动负债	3478	4336	4926	6446	5785
非流动负债	890	1189	1065	752	853
长期借款	0	0	-124	-437	-336
其他非流动负债	890	1189	1189	1189	1189
负债合计	6004	6723	8204	9918	10874
少数股东权益	3	0	-1	-2	-3
股本	1925	2137	2137	2137	2137
资本公积	6113	17011	17011	17011	17011
留存收益	8427	26393	40612	48081	55759
归属母公司股东权益	16466	45542	54597	61561	68806
负债和股东权益	22472	52265	62800	71477	79677

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2644	15367	11698	14838	5539
净利润	5723	19121	16749	9207	10050
折旧摊销	502	722	554	607	691
财务费用	155	-79	-480	-560	-671
投资损失	-10	-7	-5	-6	-7
营运资金变动	-3680	-4772	-5117	5595	-4518
其他经营现金流	-46	382	-4	-5	-6
投资活动现金流	-3586	-6943	736	3626	-2866
资本支出	1897	8523	-1282	-4222	2188
长期投资	-1700	1700	0	0	0
其他投资现金流	-3390	3280	-546	-596	-678
筹资活动现金流	5105	10650	-7339	-1997	-2008
短期借款	-566	28	0	0	0
长期借款	-804	0	-124	-313	101
普通股增加	300	212	0	0	0
资本公积增加	5777	10898	0	0	0
其他筹资现金流	397	-488	-7215	-1684	-2109
现金净增加额	4162	19074	5095	16466	664

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10832	30940	29922	25642	28491
营业成本	3720	7789	9542	14405	16325
营业税金及附加	98	417	403	320	327
营业费用	4	6	6	5	5
管理费用	105	248	359	295	313
研发费用	42	67	449	372	399
财务费用	155	-79	-480	-560	-671
资产减值损失	0	0	-29	-8	-12
其他收益	11	28	16	18	21
公允价值变动收益	16	0	4	5	6
投资净收益	10	7	5	6	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	6744	22527	19696	10843	11838
营业外收入	8	1	3	4	4
营业外支出	24	69	25	32	38
利润总额	6728	22459	19673	10815	11805
所得税	1004	3339	2925	1608	1755
净利润	5723	19121	16749	9207	10050
少数股东损益	-1	0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	5724	19121	16750	9208	10050
EBITDA	7103	22480	19448	10311	11125
EPS (元)	2.68	8.95	7.84	4.31	4.70

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	132.2	185.6	-3.3	-14.3	11.1
营业利润(%)	449.0	234.0	-12.6	-44.9	9.2
归属于母公司净利润(%)	448.6	234.1	-12.4	-45.0	9.2
获利能力					
毛利率(%)	65.7	74.8	68.1	43.8	42.7
净利率(%)	52.8	61.8	56.0	35.9	35.3
ROE(%)	34.8	42.0	30.7	15.0	14.6
ROIC(%)	32.0	39.5	28.8	13.2	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	26.7	12.9	13.1	13.9	13.6
净负债比率(%)	-21.4	-49.2	-50.6	-72.1	-65.3
流动比率	2.4	6.1	6.4	6.4	6.4
速动比率	1.8	4.5	4.9	5.2	5.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	5.3	14.6	8.0	6.0	6.0
应付账款周转率	3.5	6.4	6.4	6.4	5.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.68	8.95	7.84	4.31	4.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	7.19	5.47	6.94	2.59
每股净资产(最新摊薄)	7.70	21.31	25.54	28.80	32.19
估值比率					
P/E	18.6	5.6	6.3	11.5	10.6
P/B	6.4	2.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	14.2	3.7	4.0	6.0	5.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 3 月 20 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com