增持

N 型料出货占比提升，降本增效持续推进

核心观点

2023 年公司实现归母净利润 57.6 亿元，同比-70%。2023 年公司实现营业收入 163.3 亿元，同比-47%；归母净利润 57.6 亿元，同比-70%；扣非归母净利润 57.8 亿元，同比-70%。对应 23Q4 实现营业收入 34.5 亿元，同比-45%，环比-3%；归母净利润 6.5 亿元，同比-84%，环比-6%；扣非归母净利润 9.3 亿元，同比-77%，环比+124%。

公司期间费用率持续下降，存货周转天数维持低位。2023 年公司毛利率为 40%，同比-35pcts；净利率为 35%，同比-27pcts；公司期间费用率为 0.5%（-0.2pcts），其中销售/管理/研发/财务费率分别为 0.1%（+0.1pcts）、2.0%（+1.2pcts）、0.4%（+0.2pcts）、-2.0%（-1.7pcts）。23Q4 公司存货周转天数 47 天，维持较低水平。

2023 年公司实现多晶硅销量 20 万吨，单吨净利 2.9 万元。2023 年公司实现多晶硅销量 20 万吨，同比+51%；单吨净利 2.9 万元，同比-11.5 万元。对应 23Q4 公司多晶硅销量 6 万吨，同比+156%，环比-5%；单吨净利 1.1 万元，同比-16.1 万元，环比持平；单吨扣非净利 1.6 万元，同比-15.7 万元，环比+0.9 万元。公司内蒙古包头二期 10 万吨多晶硅新增产能预计将于 24Q2 投产，项目实施达产后公司累计年产能可达到 30.5 万吨。考虑年度检修等因素，公司预计 2024 年全年产量 28-30 万吨，其中 24Q1 产量 6-6.2 万吨。

持续推进硅料品质提升，有望受益于 N 型需求高增。当前 P 型料含税价 5.2 万元/吨，N 型料含税价 6.25 万元/吨，P 型料含税价较 2023 年 3 月初累计下跌 77%；当前 N/P 型硅料价差为 1.05 万元/吨。公司 2023 年末 N 型出货占比已达到 60%；内蒙产能可 100%生产 N 型料，新疆产能可 60%-70%生产 N 型料，未来通过技术改造后，N 型料产能水平将进一步提升。2023 年公司成功实施了分级能量回收、分级废水回收、还原系统智能控制及对六氯乙硅烷高沸裂解回收等多项措施，降本增效显著，单吨生产成本从 2022 年底的 5.85 万元降至 2023 年底的 4.63 万元，同比下降 1.22 万元。

风险提示：新增产能投产不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

投资建议：当前 P 型料含税价 5.2 万元/吨，较 2023 年 3 月初下跌 77%，基于审慎性原则，我们将 2024-2025 年多晶硅单吨不含税价格假设由 7.1/7.8 万元下调至 5.7/5.6 万元，下调 2024-2025 年公司盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 30.5/34.1/34.2 亿元（原预测 2024-2025 年 36.3/63.4 亿元），同比-47%/+12%/+0.2%，摊薄 EPS 为 1.42/1.59/1.59 元，对应 2024-2026 年动态 PE 为 19/17/17 倍，维持“增持” 评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,940	16,329	15,549	17,232	16,931
(+/-%)	185.6%	-47.2%	-4.8%	10.8%	-1.7%
净利润(百万元)	19,121	5,763	3,053	3,408	3,415
(+/-%)	234.1%	-69.9%	-47.0%	11.6%	0.2%
每股收益（元）	8.95	2.69	1.42	1.59	1.59
EBIT Margin	72.4%	36.7%	20.1%	21.0%	21.3%
净资产收益率（ROE）	61.7%	12.9%	6.8%	7.2%	6.8%
市盈率（PE）	3.0	10.0	19.0	17.0	17.0
EV/EBITDA	2.8	9.2	12.6	11.1	10.6
市净率（PB）	1.27	1.32	1.26	1.19	1.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

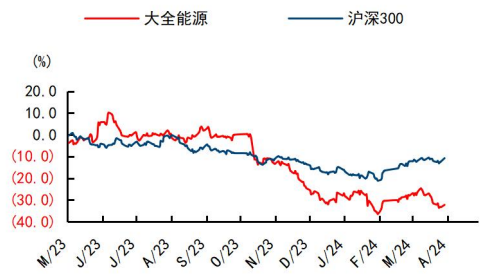
公司研究・财报点评

电力设备・光伏设备

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	27.40 元
总市值/流通市值	58771/14246 百万元
52 周最高价/最低价	52.20/24.69 元
近 3 个月日均成交额	161.64 百万元

市场走势



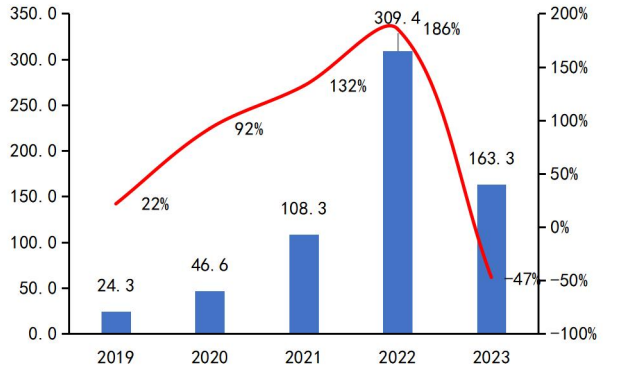
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《大全能源（688303.SH）-产能扩张稳步推进，有望受益于 N 型硅料需求高增》 ——2023-08-10
《大全能源（688303.SH）-23Q1 多晶硅料价格下行，23Q2 有望加速去库存》 ——2023-06-21
《大全能源（688303.SH）-2022 年业绩大幅增长，2023 年产能快速扩张》 ——2023-03-18

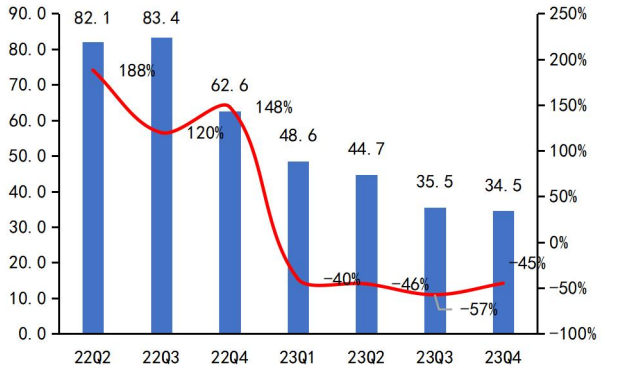
2023 年公司实现归母净利润 57.6 亿元，同比-70%。2023 年公司实现营业收入 163.3 亿元，同比-47%；归母净利润 57.6 亿元，同比-70%；扣非归母净利润 57.8 亿元，同比-70%。对应 23Q4 实现营业收入 34.5 亿元，同比-45%，环比-3%；归母净利润 6.5 亿元，同比-84%，环比-6%；扣非归母净利润 9.3 亿元，同比-77%，环比+124%。

图1：公司营业收入及增速（亿元、%）



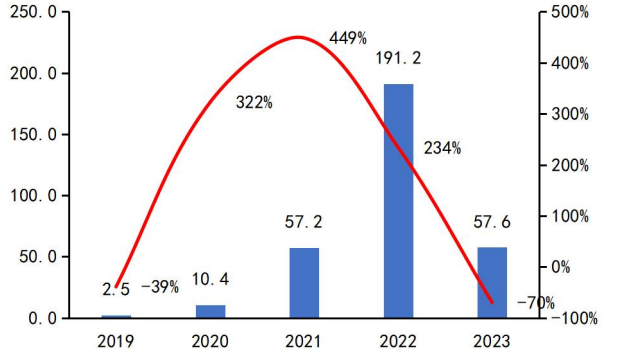
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（亿元、%）



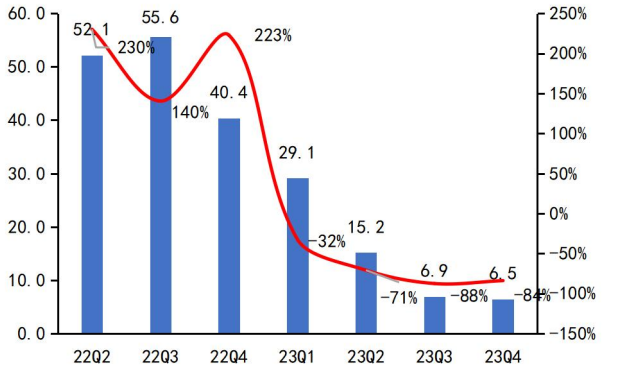
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元、%）



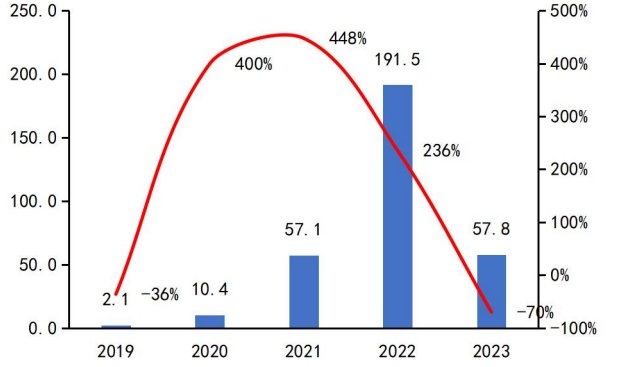
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（亿元、%）



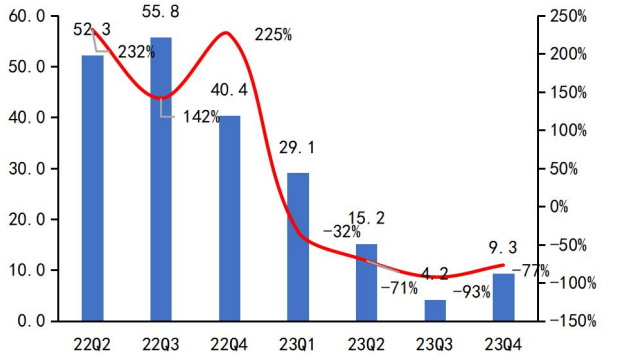
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司扣非归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

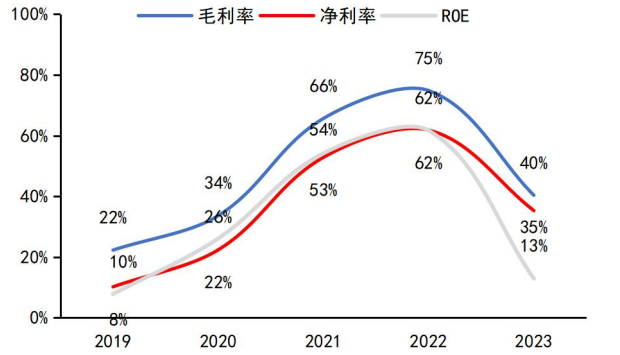
图6：公司单季扣非归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

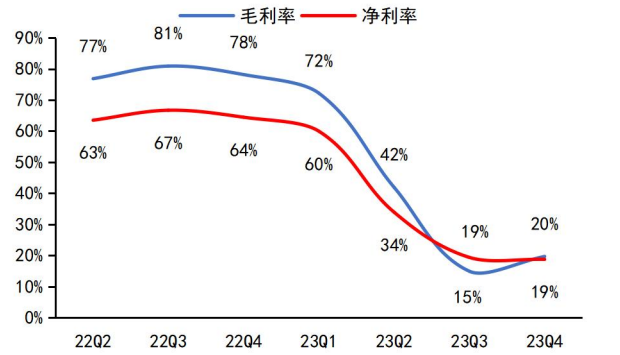
公司期间费用率持续下降，存货周转天数维持低位。2023 年公司毛利率为 40%，同比-35pcts；净利率为 35%，同比-27pcts；公司期间费用率为 0.5%（-0.2pcts），其中销售/管理/研发/财务费率分别为 0.1%（+0.1pcts）、2.0%（+1.2pcts）、0.4%（+0.2pcts）、-2.0%（-1.7pcts）。23Q4 公司存货周转天数 47 天，维持较低水平。

图7：公司毛利率、净利率及 ROE 变化（%）



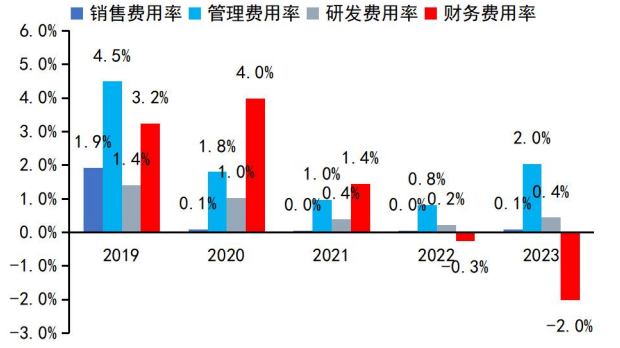
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司季度毛利率及净利率变化（%）



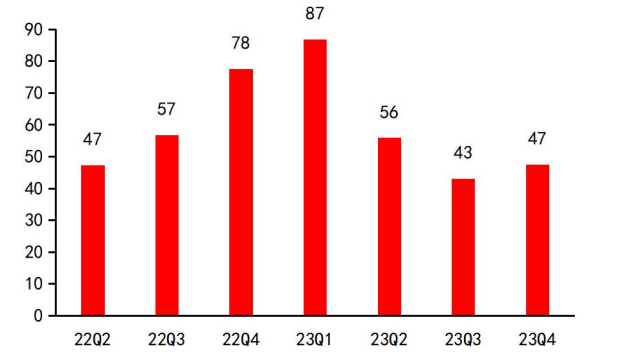
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司期间费用占比情况变化（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司存货周转天数

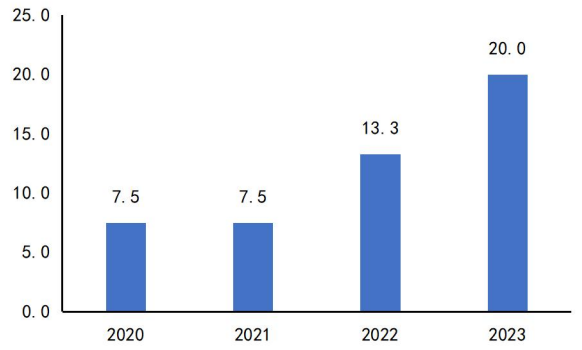


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023 年公司实现多晶硅销量 20 万吨，单吨净利 2.9 万元。2023 年公司实现多晶硅销量 20 万吨，同比+51%；单吨净利 2.9 万元，同比-11.5 万元。对应 23Q4 公司多晶硅销量 6 万吨，同比+156%，环比-5%；单吨净利 1.1 万元，同比-16.1 万元，环比持平；单吨扣非净利 1.6 万元，同比-15.7 万元，环比+0.9 万元。

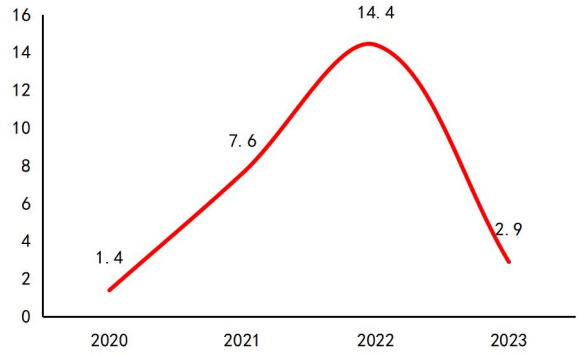
包头二期 10 万吨扩产稳步推进，2024 年底产能达 30.5 万吨。公司内蒙古包头二期 10 万吨多晶硅新增产能预计将于 24Q2 投产，项目实施达产后公司累计年产能可达到 30.5 万吨。考虑年度检修等因素，公司预计 2024 年全年产量 28-30 万吨，其中 24Q1 产量 6-6.2 万吨。

图11：公司多晶硅产品销量（万吨）



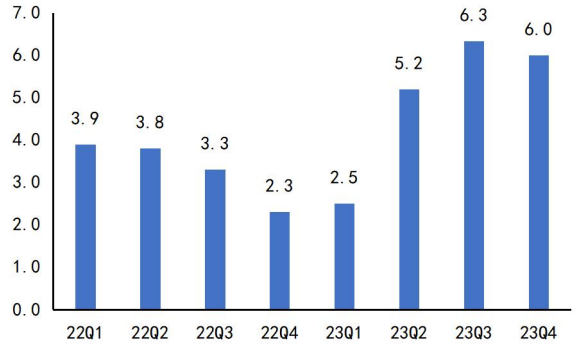
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司多晶硅产品单位净利（万元/吨）



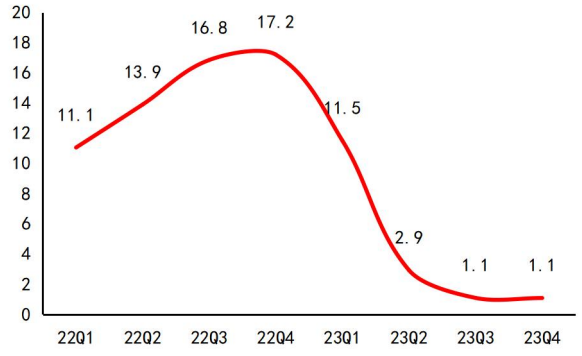
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：公司季度多晶硅产品销量（万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14：公司季度多晶硅产品单位净利（万元/吨）



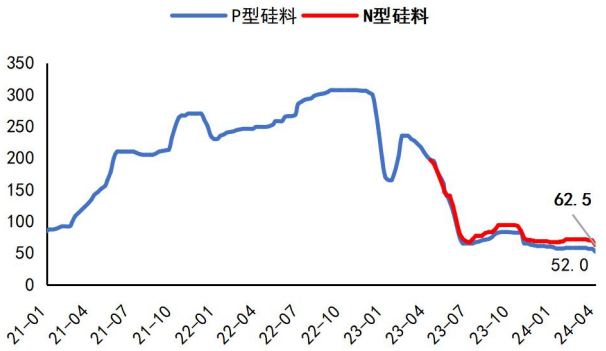
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

当前 P 型料含税价 5.2 万元/吨,N 型料含税价 6.25 万元/吨,P 型料含税价较 2023 年 3 月初累计下跌 77%；当前 N/P 型硅料价差为 1.05 万元/吨。

公司硅料品质不断提升，2023 年末 N 型出货占比约 60%。公司内蒙产能可 100%生产 N 型料，新疆产能可 60%-70%生产 N 型料，未来通过技术改造后，N 型料产能水平将进一步提升。

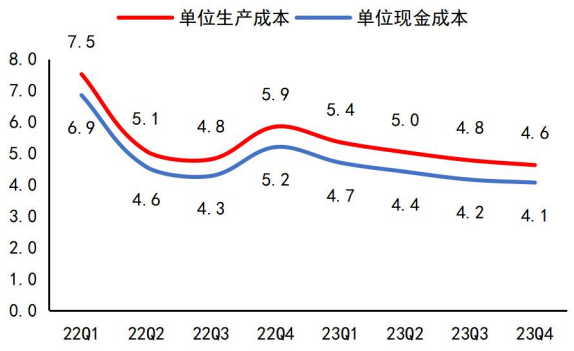
2023 年公司成功实施了分级能量回收、分级废水回收、还原系统智能控制及对六氯乙硅烷高沸裂解回收等多项措施，降本增效显著，单吨生产成本从 2022 年底的 5.85 万元降至 2023 年底的 4.63 万元，同比下降 1.22 万元。

图15：多晶硅价格走势（元/kg，含税）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16：公司多晶硅产品成本（万元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：当前 P 型料含税价 5.2 万元/吨，较 2023 年 3 月初累计下跌 77%，基于审慎性原则，我们将 2024-2025 年多晶硅单吨不含税价格假设由 7.1/7.8 万元下调至 5.7/5.6 万元，下调 2024-2025 年公司盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 30.5/34.1/34.2 亿元（原预测 2024-2025 年 36.3/63.4 亿元），同比-47%/+12%/+0.2%，摊薄 EPS 为 1.42/1.59/1.59 元，对应 2024-2026 年动态 PE 为 19/17/17 倍，维持“增持” 评级。

表1：公司经营假设变动

	2024E	2025E	2026E
原假设			
硅料销量（万吨）	**27.2**	**29.2**	**/**
硅料单位售价（万元/吨，不含税）	7.1	7.8	/
硅料单位成本（万元/吨）	5.6	5.3	/
硅料单位毛利（万元/吨）	1.6	2.5	/
硅料单位净利（万元/吨）	**1.3**	**2.2**	**/**
公司归母净利润（亿元）	**36.3**	**63.4**	**/**
当前假设			
硅料销量（万吨）	**27.0**	**30.0**	**30.0**
硅料单位售价（万元/吨，不含税）	5.7	5.7	5.6
硅料单位成本（万元/吨）	4.4	4.3	4.2
硅料单位毛利（万元/吨）	1.4	1.4	1.4
硅料单位净利（万元/吨）	**1.1**	**1.1**	**1.1**
公司归母净利润（亿元）	**30.5**	**34.1**	**34.2**

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	23803	19629	17168	18519	19554
应收款项	1204	12	554	614	603
存货净额	1230	1336	1614	1771	1730
其他流动资产	7413	2295	3536	3878	3788
流动资产合计	**33656**	**23374**	**22883**	**24795**	**25688**
固定资产	16528	24840	29065	31261	32987
无形资产及其他	554	1083	1040	997	953
其他长期资产	1523	1393	16	17	17
长期股权投资	4	4	4	4	4
资产总计	**52265**	**50695**	**53008**	**57074**	**59649**
短期借款及交易性金融负债	213	0	200	200	200
应付款项	986	661	969	1771	1730
其他流动负债	3494	4156	4863	5329	5213
流动负债合计	**5534**	**5875**	**6032**	**7300**	**7142**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	1189	941	941	941	941
长期负债合计	**1189**	**941**	**941**	**941**	**941**
负债合计	**6723**	**6816**	**6972**	**8241**	**8083**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	45542	43879	46036	48833	51566
负债和股东权益总计	**52265**	**50695**	**53008**	**57074**	**59649**

关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	8.95	2.69	1.42	1.59	1.59
每股红利	3.60	0.42	0.28	0.32	0.32
每股净资产	21.31	20.46	21.46	22.77	24.04
ROIC	61%	12%	6%	6%	6%
ROE	62%	13%	7%	7%	7%
毛利率	75%	40%	24%	25%	25%
EBIT Margin	72%	37%	20%	21%	21%
EBITDA Margin	75%	43%	33%	35%	37%
收入增长	186%	-47%	-5%	11%	-2%
净利润增长率	234%	-70%	-47%	12%	0%
资产负债率	13%	13%	13%	14%	14%
息率	13.3%	1.5%	1.1%	1.2%	1.2%
P/E	3.0	10.0	19.0	17.0	17.0
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	2.8	9.2	12.6	11.1	10.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**30940**	**16329**	**15549**	**17232**	**16931**
营业成本	7789	9741	11786	12928	12627
营业税金及附加	417	174	166	184	180
销售费用	6	15	14	15	15
管理费用	248	332	358	379	389
研发费用	67	71	93	103	119
财务费用	(79)	(331)	(457)	(440)	(470)
投资收益	7	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	(32)	0	0	0
其他收入	28	640	50	0	0
营业利润	22527	6903	3639	4063	4070
营业外净收支	(68)	(34)	0	0	0
利润总额	**22459**	**6869**	**3639**	**4063**	**4070**
所得税费用	3339	1107	586	655	656
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**19121**	**5763**	**3053**	**3408**	**3415**

现金流量表（百万元）	2020	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	19121	5763	3053	3408	3415
资产减值准备	0	(32)	0	0	0
折旧摊销	722	1053	2019	2347	2617
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	(79)	(331)	(457)	(440)	(470)
营运资本变动	(3414)	6663	(2015)	708	(15)
其它	(1061)	(4705)	(457)	(440)	(470)
经营活动现金流	**15367**	**8741**	**2600**	**6023**	**5547**
资本开支	(8523)	(5219)	(6200)	(4500)	(4300)
其它投资现金流	1580	129	1378	(2)	0
投资活动现金流	**(6943)**	**(5090)**	**(4822)**	**(4502)**	**(4300)**
权益性融资	11110	270	0	0	0
负债净变化	617	(652)	200	0	0
支付股利、利息	(1155)	(7695)	(897)	(611)	(682)
其它融资现金流	617	(652)	200	0	0
融资活动现金流	**10650**	**(7746)**	**(240)**	**(171)**	**(212)**
现金净变动	**19074**	**(4095)**	**(2461)**	**1351**	**1035**
货币资金的期初余额	4586	23803	19629	17168	18519
货币资金的期末余额	23803	19629	17168	18519	19554
企业自由现金流	7866	7526	(3568)	1594	1323
权益自由现金流	8549	7152	(2984)	1963	1717