

中信证券研究部



弓永峰
首席电新分析师
S1010517070002



林劫
电新分析师
S1010519040001

核心观点

公司 Q3 盈利能力显著修复，业绩基本符合预期，随着 4A 项目提前达产，以及行业供需格局边际改善，有望进一步迎来量利齐升高速增长。调整 2019-2021 年每 ADS 收益预测至 1.78/8.19/9.28 美元，对应 PE 为 21/5/4 倍，给予目标价 57.34 美元，维持“买入”评级。

■ 盈利能力明显修复，业绩基本符合预期。公司 2019 年 Q1-3 实现营业收入 231.1 百万美元（同比-1.09%），归母净利润 9.44 百万美元（同比-64.7%）；其中，Q3 实现营业收入 83.9 百万美元（同比+24.5%，环比+27.2%），归母净利润 4.98 百万美元（同比+127.2%，环比扭亏为盈），业绩基本符合预期，利润显著修复，并成为目前极少数几家仍然盈利的硅料企业。

■ 4A 项目提前投产，产销规模再创新高。公司 Q3 多晶硅产量 9437 吨（同比+99.3%，环比+32.0%），销量 9238 吨（同比+49.0%，环比+29.6%），其中单晶级硅料占比 86%。公司于 9 月中旬完成 4A 项目建设并试产，有望于 2019 年底达产，较原计划提前约 1 个季度，届时名义产能将达 7 万吨，且单晶级硅料占比有望进一步提升至 90%左右。随着新产能逐步释放，预计公司 Q4 产量有望达 1.4-1.5 万吨（对应全年产量 3.93-4.03 万吨），销量有望达 1.25-1.35 万吨。

■ 成本快速下降，盈利持续修复。公司 Q3 多晶硅现金成本\$5.85/kg（同比-17.8%，环比-12.0%），生产成本\$6.97/kg（同比-22.0%，环比-14.2%），成本降幅超预期，在 Q3 硅料 ASP 探至\$8.99/kg（同比-16.7%，环比-1.2%）的情况下，EBITDA 利润率回升至 23.5%（同比+1.5pcts，环比+8.0pcts），毛利率回升至 21.5%（同比+2.4pcts，环比+8.5pcts）。预计公司 4A 项目达产后，生产成本或进一步降至约\$6.5/kg，在硅料价格企稳的情况下盈利能力有望持续修复。

■ 硅料扩产潮告一段落，供需格局迎来改善。至 2019 年底硅料行业扩产潮将暂告一段落，在下游需求稳步增长的预期下，未来一两年硅料行业供需格局有望改善，支撑价格企稳。在公司产能翻倍增长、成本加速下降的情况下，有望迎来市场份额快速提升和盈利能力进一步修复，预计 2020 年业绩望迎来大幅增长。

■ 风险因素：光伏增长不及预期，多晶硅价格承压，公司成本下降不及预期。

■ 投资建议：公司盈利能力持续回升，但考虑国内光伏装机推后，硅料价格修复略低于预期，且公司新产能爬坡尚需时日，预计 2019 年业绩仍承压，增长高峰或在 2020 年。下调 2019-2021 年净利润预测至 23/105/119 百万美元（原预测为 36/107/123 百万美元），对应每 ADS 收益 1.78/8.19/9.28 美元，对应 PE 为 21/5/4 倍，给予目标价 57.34 美元（对应 2020 年 7 倍 PE），维持“买入”评级。

大全新能源	DQ.N
评级	买入（维持）
当前价	38.18 美元
目标价	57.34 美元
ADS 股本	12.86 百万股
52 周最高/最低价	42.00/20.84 美元
近 1 月绝对涨幅	-12.35%
近 6 月绝对涨幅	17.84%
近 12 月绝对涨幅	87.62%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万美元)	352.85	301.60	363.09	701.66	766.66
营业收入增长率	54%	-15%	20%	93%	9%
净利润(百万美元)	92.84	38.13	22.95	105.38	119.39
净利润增长率	113%	-59%	-40%	359%	13%
每 ADS 收益(基本)(美元)	8.50	2.93	1.78	8.19	9.28
毛利率%	41%	33%	21%	28%	28%
净资产收益率 ROE%	23.70%	7.26%	4.19%	16.13%	15.45%
每 ADS 净资产(美元)	26.56	35.61	37.16	44.31	52.40
PE	4	13	21	5	4
PB	1.4	1.1	1.0	0.9	0.7

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 11 月 13 日收盘价

利润表 (百万美元)						资产负债表 (百万美元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	353	302	363	702	767	货币资金	61	65	56	127	141
营业成本	209	203	287	507	553	存货	20	15	24	43	45
毛利率	40.66%	32.53%	20.88%	27.78%	27.84%	应收账款	30	9	24	42	40
营业税金及附加	0	0	0	0	0	其他流动资产	32	70	73	86	90
销售费用	0	0	0	0	0	流动资产	142	160	176	298	316
营业费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	固定资产	579	612	773	784	785
管理费用	18	27	33	49	54	长期股权投资	1	1	1	1	1
管理费用率	5.01%	8.98%	9.00%	7.00%	7.00%	无形资产	0	0	0	0	0
财务费用	18	10	11	13	9	其他长期资产	27	83	83	83	93
财务费用率	4.96%	3.16%	3.05%	1.83%	1.19%	非流动资产	606	695	856	867	879
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	749	855	1,033	1,165	1,195
营业利润	111	74	28	127	144	短期借款	99	38	163	135	32
营业利润率	31.51%	24.47%	7.61%	18.09%	18.78%	应付账款	39	38	65	102	113
营业外收入	0	0	0	0	0	其他流动负债	78	73	76	94	93
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	217	150	304	330	238
利润总额	111	74	28	127	144	长期借款	114	133	133	133	133
所得税	17	12	4	20	23	其他长期负债	24	47	47	47	47
所得税率	15.59%	15.88%	15.88%	15.88%	15.88%	非流动性负债	138	180	180	180	180
少数股东损益	1	1	0	1	2	负债合计	354	330	484	510	418
归属于母公司股东的净利润	93	38	23	105	119	储备	247	369	369	369	369
净利率	26.31%	12.64%	6.32%	15.02%	15.57%	归属于母公司所有者权益合计	392	525	548	653	773
						少数股东权益	3	0	0	2	3
						股东权益合计	395	525	548	655	776
						负债股东权益总计	749	855	1,033	1,165	1,195

现金流量表 (百万美元)						主要财务指标					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	111	74	28	127	144	营业收入增长率	54.02%	-14.53%	20.39%	93.25%	9.26%
所得税支出	-17	-12	-4	-20	-23	营业利润增长率	116.82%	-33.63%	-62.56%	359.50%	13.39%
折旧和摊销	39	27	39	39	39	净利润增长率	113.46%	-58.94%	-39.80%	359.10%	13.30%
营运资金的变化	-71	26	3	4	7	毛利率	40.66%	32.53%	20.88%	27.78%	27.84%
其他经营现金流	81	-20	11	13	9	EBITDA Margin	0.00%	0.00%	21.24%	25.24%	24.80%
经营现金流合计	143	96	76	162	176	净利率	26.31%	12.64%	6.32%	15.02%	15.57%
资本支出	-68	-143	-200	-50	-50	净资产收益率	23.70%	7.26%	4.19%	16.13%	15.45%
投资收益	0	0	0	0	0	总资产收益率	12.40%	4.46%	2.22%	9.04%	9.99%
其他投资现金流	5	-22	0	0	0	资产负债率	0.00%	0.00%	46.89%	43.78%	35.02%
投资现金流合计	-63	-165	-200	-50	-50	所得税率	15.59%	15.88%	15.88%	15.88%	15.88%
发行股票	2	107	0	0	0	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债变化	-103	-39	125	-28	-103						
股息支出	0	0	0	0	0						
其他融资现金流	63	18	-11	-13	-9						
融资现金流合计	-37	87	114	-41	-112						
现金及现金等价物净增加额	42	18	-10	71	14						

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。