



中信证券研究部



弓永峰  
首席电新分析师  
S1010517070002



联系人：林劼

核心观点

公司 2018 年业绩触底，而随着生产成本持续下降，产能规模稳步扩大，有望迎来利润回升。预计公司 2019-2021 年每 ADS 收益为 3.80/8.42/9.98 美元，给予目标价 38 美元（对应 2019 年 10 倍 PE），下调评级至“增持”。

■ **受国内光伏政策波动影响，2018 年业绩下滑。**公司公布 2018 年业绩，实现营业收入 301.6 百万美元，同比减少 14.5%；实现归母净利润 38.1 百万美元，同比减少 58.9%，基本符合预期。公司 2018 年 EBITDA 利润率为 37.2%，同比下降 10.4pcts，综合毛利率为 32.5%，同比下降 8.2pcts，盈利能力出现明显下滑，主要受国内“531”政策后光伏产品价格断崖式下跌影响。公司 2018 年经营性现金流净值为 95.6 百万美元，同比下滑 33.0%，主要是由于盈利能力下降及回款能力变差影响；公司净利润现金比率达 2.5，盈利质量较高。

■ **多晶硅产销创新高，2019 年有望持续增长。**公司 2018 年多晶硅产量达 2.34 万吨，同比增长 15.6%，略超此前 2.2-2.3 万吨的产量预期，持续保持满产；销量达 2.25 万吨，同比增长 25.5%。其中 Q4 销量达 7030 吨，同比增长 48.6%，环比增长 13.4%，创下季度销量新高。公司有望在 2019Q1 继续保持满产状态，预计 Q1 多晶硅产量将达 8500-8700 吨，外销量将达 8400-8600 吨；此外，考虑技改及检修影响，预计公司 2019 年多晶硅产量有望达 3.7-4 万吨。

■ **成本持续下降，产能稳步提升。**公司 2018Q4 多晶硅现金成本为 \$6.64/kg，同比下降 13.1%，环比下降 6.7%；生产成本为 \$7.94/kg，同比下降 15.5%，环比下降 11.2%，双双达到历史最低水平。公司 3B 产能项目于 2018 年 11 月提前达产，产能增至 3 万吨，且随着产能持续释放，预计 2019Q1 生产成本有望降至 \$7.5/kg 左右。同时，公司 4A 新项目持续推进，预计将于 2020Q1 达产，届时公司总产能将增至 7 万吨，生产成本有望进一步降至约 \$6.8/kg。

■ **风险因素：**光伏发展不及预期，多晶硅价格持续下降，公司产能释放不及预期。

■ **投资建议。**考虑硅料价格承压，下调公司 2019-2021 年净利润预测至 49/108/128 百万美元（原 2019/2020 年预测值为 122/198 百万美元），对应每 ADS 收益为 3.80/8.42/9.98 美元，对应 PE 为 9/4/3 倍。考虑行业产能集中释放所带来的短期降价压力，给予目标价 38 美元（对应 2019 年 10 倍 PE），下调至“增持”评级。

大全新能源	DQ.N
评级	增持（下调）
当前价	32.98 美元
目标价	38 美元
ADS 股本	12.86 百万股
52 周最高/最低价	71.5/20.4 美元
近 1 月绝对涨幅	9.90%
近 6 月绝对涨幅	6.26%
近 12 月绝对涨幅	-25.28%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万美元)	353	302	377	669	749
营业收入增长率	54.02%	-14.53%	25.10%	77.43%	11.92%
净利润(百万美元)	93	38	49	108	128
净利润增长率	113.46%	-58.94%	28.14%	121.82%	18.48%
每 ADS 收益(基本)(美元)	8.50	2.93	3.80	8.42	9.98
毛利率%	40.66%	32.53%	23.47%	26.09%	26.74%
净资产收益率 ROE%	23.70%	7.26%	8.71%	16.47%	16.95%
每 ADS 净资产(美元)	30.67	40.82	43.66	51.35	59.25
PE	4	11	9	4	3
PB	1.1	0.8	0.8	0.6	0.6

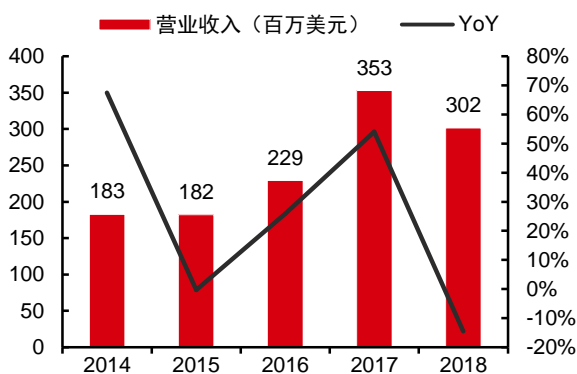
资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价

## 2018 年业绩触底，2019 年有望回升

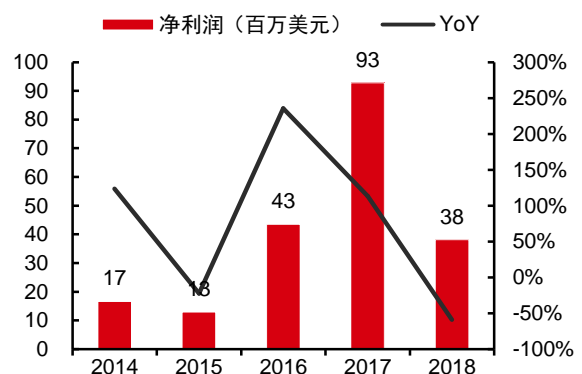
受国内光伏政策影响，2018 年盈利回落。公司 2018 年实现营业收入 301.6 百万美元，同比下滑 14.5%；实现归母净利润 38.1 百万美元，同比下滑 58.9%，对应每股基本 ADS 盈利为 3.06 美元。其中，公司 2018Q4 营业收入为 75.6 百万美元，同比下滑 27.1%，环比增长 12.2%；单季度净利润为 17.1 百万美元，同比下滑 70.4%，环比增长 307.1%。公司 2018 年 EBITDA 利润率为 37.2%，同比下降 10.4pcts，综合毛利率为 32.5%，同比下降 8.2pcts，盈利能力出现明显下滑，主要受国内“531”政策后光伏产品价格断崖式下跌影响。公司 2018 年经营性现金流净值为 95.6 百万美元，同比下滑 33.0%，主要是由于盈利能力下降及回款能力变差影响；公司净利润现金比率达 2.5，盈利质量较高。

图 1：公司近年营业收入情况



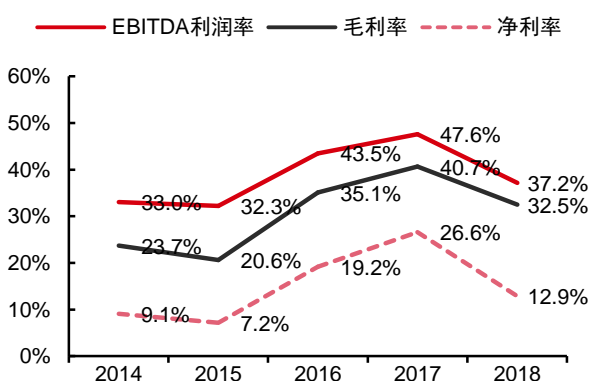
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：公司近年归母净利润情况



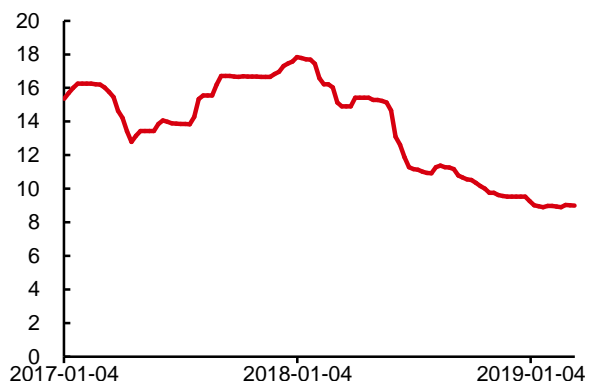
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：公司近年盈利能力情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：光伏多晶硅价格走势 (\$/kg)



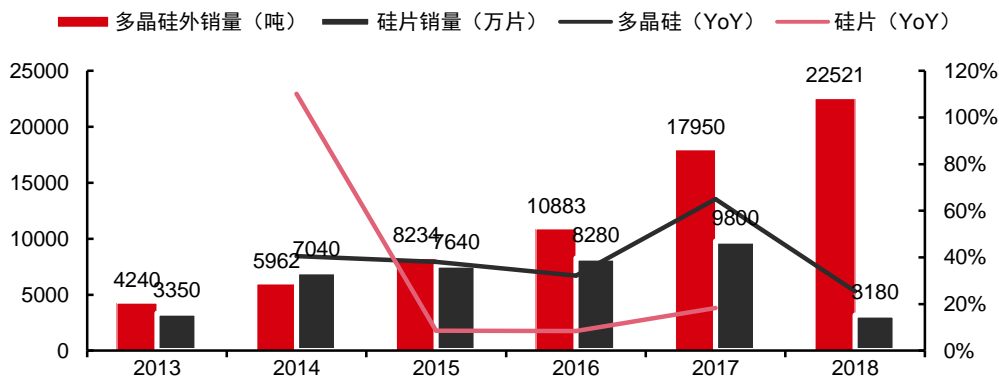
资料来源：Wind，中信证券研究部

多晶硅产销创新高，2019 年有望持续增长。公司 2018 年多晶硅产量达 2.34 万吨，同比增长 15.6%，略超此前 2.2-2.3 万吨的产量预期，持续保持满产；销量达 2.25 万吨，同比增长 25.5%。其中 2018Q4 销量达 7030 吨，同比增长 48.6%，环比增长 13.4%，创下季度销量新高。公司有望在 2019Q1 继续保持满产状态，预计 Q1 多晶硅产量将达

8500-8700 吨，外销量将达 8400-8600 吨；此外，考虑技改及检修影响，预计公司 2019 年多晶硅产量有望达 3.7-4 万吨。

**专注硅料主业，硅片产能关停。**2018 年前三季度，公司硅片销量达 3180 万片，同比减少 58%。基于公司聚焦多晶硅主业战略，及多晶硅片业务利润下滑影响，公司于 2018 年 9 月关停了重庆硅片生产基地，造成年内共计提 23.3 百万美元非持续经营业务损失。

图 5：公司近年多晶硅及硅片外销情况

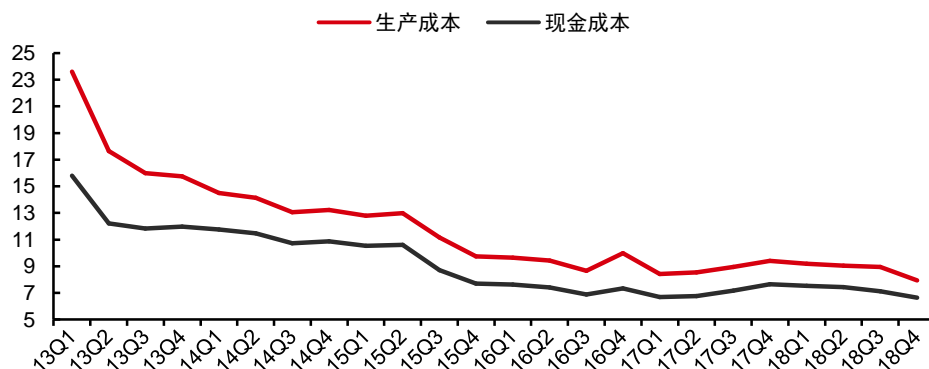


资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：2018 年硅片销量为前三季度销量

## ■ 生产成本不断下降，产品品质备受认可

**技术水平提升，硅料成本有望持续下降。**得益于公司生产技术工艺提升，电耗、原材料成本、运营均摊费用和其他成本持续下降。公司 2018Q4 多晶硅现金成本为 \$6.64/kg，同比下降 13.1%，环比下降 6.7%；生产成本为 \$7.94/kg，同比下降 15.5%，环比下降 11.2%，双双达到历史最低水平。

图 6：公司多晶硅成本持续下降 (\$/kg)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**绑定硅片龙头客户，享受单晶用硅料产品溢价。**公司多晶硅技术水平处于行业领先地位，目前约有 60% 产品可供应单晶客户，产品性能不断提升。公司 4 月与隆基股份签订

3.96 万吨高质量单晶用硅料供应合同，自 2018 年 4 月起执行，至 2020 年底结束，体现了下游客户对于公司高质量产品和稳定供应能力的认可。

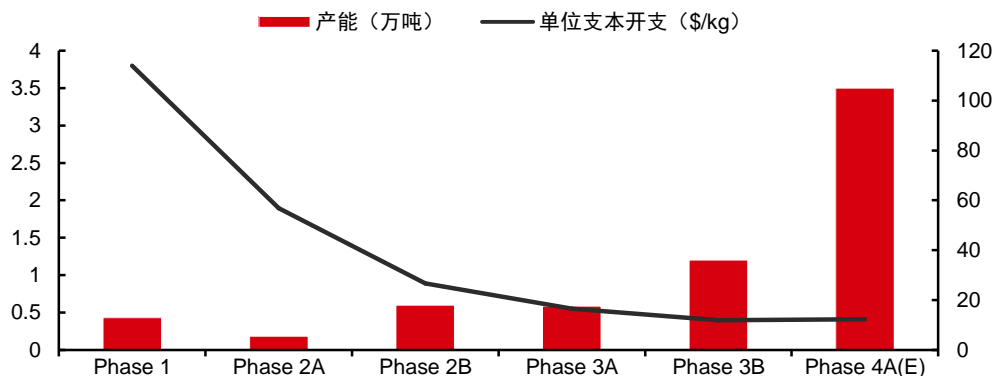
## ■ 新产能稳步推进，竞争优势持续提升

**Phase 3B 项目顺利达产，产能去瓶颈项目有望启动。**公司 Phase 3B 项目 1.2 万吨产能于 2018 年 11 月底顺利达产，较原定目标提前约 3 个月。3B 项目满产后，预计公司多晶硅生产成本有望于 2019Q1 降至 \$7.5/kg 左右，且 80% 产量将满足单晶硅片要求，其中一半可满足 N 型单晶电池的要求。在 2019 年同业产能集中释放之下，公司仍具备成本与质量优势，盈利能力有望得以保持。此外，公司计划从 2019 年 3 月开始进行 3B 之后的产能去瓶颈项目，通过陆续升级部分还原炉使产能额外增加 5000 吨，并于 6 月底前完成，届时总产能将增至 3.5 万吨。受技改项目实施影响，预计公司 2019Q2 产量或暂时回落至 7600-7800 吨。

**Phase 4A 稳步推进，项目资金基本到位。**公司于 2018 年 4 月启动 Phase 4 硅料扩产计划，项目规划总产能共 7 万吨，先后分为 A、B 两期建设，每期各 3.5 万吨。Phase 4 项目将采用最先进的设备、工艺和技术，在扩大产线规模效应的基础上实现生产效率进一步提升，产品有望 100% 满足单晶技术所需要的高质量要求，逐步补齐单晶用料市场短板，促进行业优胜劣汰，提升龙头市占率。其中，Phase 4A 项目已于 2018 年 5 月开始设计和建设，预计于 2019 年底建设完成并投入试生产，于 2020Q1 达到满产。2019 年 2 月，公司获得中国银行 4 亿元项目贷款和 5000 万元流动贷款批复，累计从国内银行获得 8.3 亿元贷款额度，确保 4A 项目资金到位，保证项目如期完成。4A 达产后，公司总产能将增至 7 万吨，生产成本有望进一步降至约 \$6.8/kg。

**新产能技术提升，成本有望继续下降。**公司规划 Phase 4A 项目资本开支规模在 5 亿美元以内，结合现阶段产能实际投资情况，我们预计最终单位投资约为 \$12-13/kg。同 Phase 3B 的单位资本投入 \$12/kg 相比，Phase 4A 投资金额或略有提升，这主要是由于 Phase 4A 为全新项目，需新建基础设施所致，而在实际产线投入上仍保持持续下降趋势。Phase 4A 项目将把公司的生产效率提升到全新的台阶，预计投产后公司多晶硅生产成本有望降至 \$6.8/kg。

图 7：公司各阶段产线产能及单位资本开支



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## ■ 风险因素

1. 光伏行业发展不及预期；
2. 多晶硅价格持续下降；
3. 公司产能释放不及预期。

## ■ 盈利预测

基于 1) 公司 2018 年业绩，2) 公司产能释放节奏，3) 全球光伏增速回落有望修复，我们下调公司 2019-2021 年净利润预测为 0.49/1.08/1.29 亿美元（原 2019/2020 年净利润预测 1.22/1.98 亿美元），对应每 ADS 盈利为 3.80/8.42/9.98 美元，三年 CAGR 为 50.5%，当前股价对应 PE 为 9/4/3 倍。

我们选取 A 股和港股 3 家可比多晶硅上市公司进行估值比较，可比公司 2018-2020 年 PE 均值为 28/10/8 倍。考虑公司产品竞争力和业绩高成长性，对比全球市场，并考虑行业产能集中释放所带来的短期降价压力，给予目标价 38 美元（对应 2019 年 10 倍 PE），下调评级至“增持”。

表 1：公司盈利预测表

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万美元)	353	302	377	669	749
营业收入增长率	54.02%	-14.53%	25.10%	77.43%	11.92%
净利润(百万美元)	93	38	49	108	128
净利润增长率	113.46%	-58.94%	28.14%	121.82%	18.48%
每 ADS 盈利(基本)(美元)	8.50	2.93	3.80	8.42	9.98
毛利率%	40.66%	32.53%	23.47%	26.09%	26.74%
净资产收益率 ROE%	23.70%	7.26%	8.71%	16.47%	16.95%
每股净资产(美元)	30.67	40.82	43.66	51.35	59.25

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
PE (倍)	4	11	9	4	3
PB (倍)	1.1	0.8	0.8	0.6	0.6

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价

表 2：可比上市公司盈利预测与估值情况

公司名称	股价 (元/美元)	EPS (元/美元)				PE (倍)			
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
新特能源	6.06	1.02	1.04	1.20	1.49	6	6	5	4
保利协鑫能源	0.53	0.11	0.01	0.05	0.07	5	53	11	8
通威股份	12.80	0.52	0.51	0.91	1.10	25	25	14	12
平均值						12	28	10	8
大全新能源	32.98	8.50	2.93	3.80	8.42	4	11	9	4

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价

利润表						资产负债表					
(百万美元)						(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	377	669	749	货币资金	61	65	58	121	137
营业成本	209	203	289	495	549	存货	20	15	24	42	45
毛利率	40.66%	32.53%	23.47%	26.09%	26.74%	应收账款	3	1	4	5	6
营业税金及附加	0	0	0	0	0	其他流动资产	59	78	94	120	123
销售费用	1	3	3	4	4	流动资产	142	160	180	288	311
营业费用率	0.25%	0.91%	0.70%	0.60%	0.50%	固定资产	579	612	623	784	795
管理费用	18	27	26	37	41	长期股权投资	1	1	1	1	1
管理费用率	5.01%	8.98%	7.00%	5.50%	5.50%	无形资产	0	0	30	59	89
财务费用	18	10	8	12	11	其他长期资产	27	83	193	100	58
财务费用率	4.96%	3.16%	2.23%	1.75%	1.45%	非流动资产	606	695	846	944	943
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	749	855	1,026	1,232	1,255
营业利润	111	74	59	131	155	短期借款	99	38	131	176	78
营业利润率	31.51%	24.47%	15.65%	19.57%	20.71%	应付账款	22	9	27	40	40
营业外收入	0	0	0	0	0	其他流动负债	95	102	122	161	170
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	217	150	279	378	288
利润总额	111	74	59	131	155	长期借款	114	133	138	147	158
所得税	17	12	9	21	25	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	185	194	205
少数股东损益	1	1	1	2	2	负债合计	354	330	464	571	492
归属于母公司股东的净利润	93	38	49	108	128	储备	247	369	369	369	369
净利率	26.31%	12.64%	12.95%	16.19%	17.14%	归属于母公司所有者权益合计	392	525	561	658	757
						少数股东权益	3	0	1	3	5
						股东权益合计	395	525	562	661	762
						负债股东权益总计	749	855	1,026	1,232	1,255

现金流量表					
(百万美元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	111	74	59	131	155
所得税支出	-17	-12	-9	-21	-25
折旧和摊销	39	27	39	39	39
营运资金的变化	-71	26	9	8	2
其他经营现金流	81	-20	0	3	0
经营现金流合计	143	96	98	159	172
资本支出	-68	-143	-230	-130	-30
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	5	-22	48	2	2
投资现金流合计	-63	-165	-182	-127	-28
发行股票	2	107	0	0	0
负债变化	-103	-39	98	54	-87
股息支出	-11	-6	-6	-7	-16
其他融资现金流	75	24	-16	-16	-23
融资现金流合计	-37	87	76	31	-127
现金及现金等价物净增加额	42	18	-8	63	17

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	54.02%	-14.53%	25.10%	77.43%	11.92%
营业利润增长率	116.82%	-33.63%	-19.97%	121.82%	18.48%
净利润增长率	113.46%	-58.94%	28.14%	121.82%	18.48%
毛利率	40.66%	32.53%	23.47%	26.09%	26.74%
EBITDA Margin	47.19%	28.80%	27.93%	26.83%	27.05%
净利率	26.31%	12.64%	12.95%	16.19%	17.14%
净资产收益率	23.70%	7.26%	8.71%	16.47%	16.95%
总资产收益率	12.40%	4.46%	4.76%	8.80%	10.23%
资产负债率	47.31%	38.58%	45.25%	46.38%	39.25%
所得税率	15.59%	15.88%	15.88%	15.88%	15.88%
股利支付率	12.35%	15.18%	15.18%	15.18%	15.18%

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。	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。