

## DQ.US 大全新能源

未评级

## Q3 业绩环比下降，但产销情况较佳

2016年11月28日

## 市场数据

|           |            |
|-----------|------------|
| 报告日期      | 2016.11.28 |
| 收盘价(美元)   | 21.86      |
| 总股本(百万股)  | 261        |
| 总市值(百万美元) | 228        |
| 净资产(百万元)  | 278        |
| 总资产(百万元)  | 664        |
| 每股净资产(元)  | 1.06       |

数据来源: Wind

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2012A   | 2013A   | 2014A  | 2015A  |
|------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万美元) | 86.86   | 109.00  | 182.57 | 182.04 |
| 同比增长(%)    | -66.05  | 25.49   | 67.50  | -0.29  |
| 净利润(百万美元)  | -111.93 | -70.94  | 16.65  | 12.96  |
| 同比增长(%)    | -435.88 | 36.62   | 123.47 | -22.18 |
| 毛利率(%)     | -43.10  | -23.95  | 23.70  | 20.63  |
| 净利润率(%)    | -133.13 | -202.84 | 9.12   | 7.17   |
| 净资产收益率(%)  | -43.61  | -41.80  | 9.68   | 5.80   |
| 每ADS收益(美元) | -0.64   | -0.41   | 0.08   | 0.05   |

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 相关报告

会议摘要-20140618

业绩点评-20140818

业绩点评-20160405

## 海外新能源研究

分析师: 刘小明

liuxiaoming@xyzq.com.cn

SFC: AYM804

SAC: S0190516020001

## 投资要点

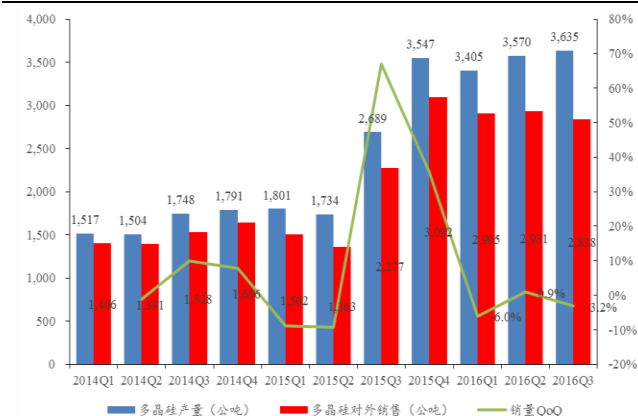
- **业绩环比如期下降，但产销情况较佳。**公司2016年第三季度实现营业收入54.3百万美元，环比下降23.5%，同比增长16.5%；归属股东净利润11.2百万美元，环比下降43.4%，同比增长261%。公司的三季度业绩环比下降在我们预期之内。产销方面，公司2016年三季度多晶硅产量达到3,635MT，环比增长2%；销量为2,838MT，环比小幅下降3.17%，同比增长24.64%；硅片销量为14.4百万片（约合60.5MW），环比下降44%，同比减少26.7%。在三季度光伏市场下游低迷的环境下，公司的多晶硅销量只轻微下跌，好于预期，业绩的环比下滑主要是由于价格下降导致。
- **多晶硅产能将进一步扩充，制造成本加速下降。**公司目前多晶硅产能为12,150公吨/年，随着新疆Phase 2B阶段产能释放，公司正积极推进Phase 3A产能投产，预计2017年2季度产能将进一步扩充至18,000公吨/年。成本方面，受益于低温氢化工艺的改进，公司的多晶硅生产全成本大幅下降，第三季度平均生产全成本为\$8.66/kg（其中现金成本\$6.88/kg，折旧\$1.78/kg），环比下降8.2%，现金成本下降幅度7.3%。若排除汇率因素，公司全成本下降幅度也在6.5%左右。公司的成本下降超过了之前的管理层指引，我们认为公司的制造成本大幅和持续下降有利于公司保持较高的毛利率。展望未来，预计四季度成本将有所上升，但是2017年全年成本平均预计将低于\$8.5/kg。
- **多晶硅ASP环比下滑，但近期已企稳。**公司的三季度平均售价也出现了明显的降幅，平均售价\$15.64/kg，环比下降9.3%。同时，我们观察到进入9月末-10月初以来，多晶硅价格明显企稳反弹，目前市场出厂平均价在\$14.6/kg左右，仍然较公司三季度平均售价为低，因此我们认为公司四季度多晶硅ASP环比或将持续下降。
- **我们的观点：**大全新能源(DQ.US)是全球领先的多晶硅制造商，公司三季度业绩受累于光伏市场下游需求萎缩而出现下滑，但多晶硅产销情况仍较好于我们的预期，预计随着四季度下游需求回暖，公司全年业绩仍然较为可观。我们预测公司2016年全年每ADS收益约5美元，对应目前股价P/E约为4.4倍，建议投资者密切关注。
- **风险提示：**市场竞争加剧，产品价格超预期下降。

## 报告正文

## 2016年Q3业绩点评

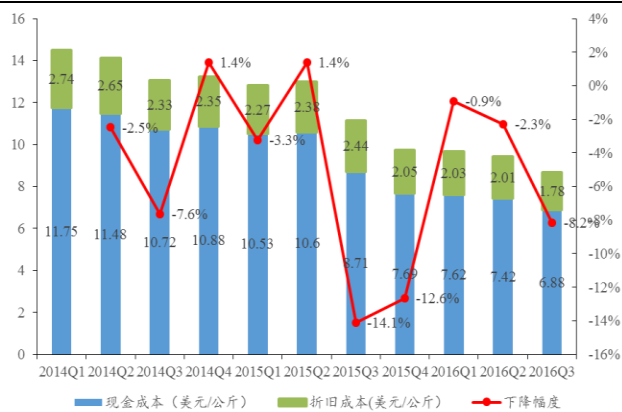
- 业绩环比如期下降，但产销情况较佳。**公司 2016 年第三季度实现营业收入 54.3 百万美元，环比下降 23.5%，同比增长 16.5%（2016Q2: 71 百万美元；2015Q3: 46.6 百万美元）。实现毛利 20.1 百万美元，环比下降 31.6%，同比增长 133.7%（2016Q2: 29.4 百万美元；2015Q3: 8.6 百万美元）。实现归属股东净利润 11.2 百万美元，环比下降 43.4%，同比增长 261%（2016Q2: 19.8 百万美元；2015Q3: 3.1 百万美元）。国内光伏市场经过上半年抢装之后，三季度需求急速下滑导致上游产品价格下降，所以公司的三季度业绩环比下降在我们预期之内。产销方面，公司 2016 年三季度多晶硅产量达到 3,635MT，环比增长 2%（2016Q2: 3,570MT）；销量为 2,838MT，环比小幅下降 3.17%，同比增长 24.64%；硅片销量为 14.4 百万片（约合 60.5MW），环比下降 44%，同比减少 26.7%。公司管理层指引多晶硅销量大致为 2,200MT-2,300MT，产量约为 20-21 百万片。在三季度光伏市场下游低迷的环境下，公司的多晶硅销量只轻微下跌，好于预期，业绩的环比下滑主要是由于价格下降导致。
- 多晶硅产能将进一步扩充，制造成本加速下降。**公司目前多晶硅产能为 12,150 公吨/年，随着新疆 Phase 2B 阶段产能释放，公司正积极推进 Phase 3A 产能投产，预计 2017 年 2 季度产能将进一步扩充至 18,000 公吨/年，中期内 Phase 3B 产能投放后，预计公司的多晶硅产能将扩充至 25,000 公吨/年。成本方面，受益于低温氢化工艺的改进，公司的多晶硅生产全成本大幅下降，第三季度平均生产全成本为 \$8.66/kg（其中现金成本 \$6.88/kg，折旧 \$1.78/kg），环比第二季度下降 8.2%，现金成本下降幅度 7.3%。若排除汇率因素，公司全成本下降幅度也在 6.5% 左右。公司的成本下降超过了之前的管理层指引（2016 年末达到 \$9-9.5/kg），我们认为公司的制造成本大幅和持续下降是公司未来持续盈利的重要因素，有利于公司保持较高的毛利率。展望未来，预计四季度由于检修成本以及停机折旧，成本将有所上升，但是 2017 年全年成本平均预计将低于 \$8.5/kg。

图 1、公司多晶硅产销量季度变化



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 2、公司多晶硅生产成本变化



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **多晶硅 ASP 环比下滑，但近期已企稳。**经过 630 抢装之后，随着多晶硅市场价格的大幅下降，公司的三季度平均售价也出现了明显的降幅，公司三季度多晶硅平均售价\$15.64/kg，环比下降 9.3%（2016Q2: \$17.24/kg）。但相比行业平均价格，公司的多晶硅出厂价格跌幅较小，原因在于公司较好的客户结构以及增加了部分库存（环比增加了 80-90 公吨）。同时，我们观察到进入 9 月末-10 月初以来，受益于国内光伏终端需求回暖，多晶硅价格明显企稳反弹，目前市场出厂平均价在\$14.6/kg 左右，仍然较公司三季度平均售价为低，因此我们认为公司四季度多晶硅 ASP 环比或将持续下降。

图 3、公司多晶硅 ASP 季度变化

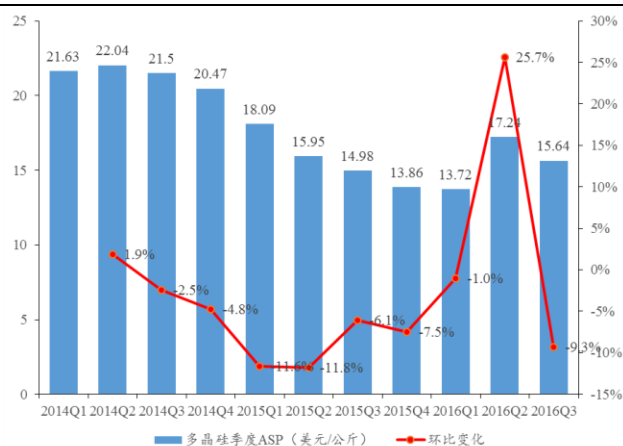
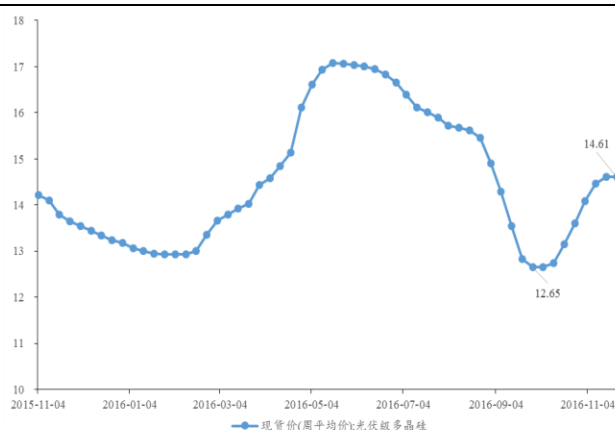


图 4、国内多晶硅行业平均售价变化



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

资料来源：Wind，兴业证券研究所

- **我们的观点：**大全新能源 (DQ.US) 是全球领先的多晶硅制造商，公司三季度业绩受累于光伏市场下游需求萎缩而出现下滑，但多晶硅产销情况仍较好于我们的预期，预计随着四季度下游需求回暖，公司全年业绩仍然较为可观。我们预测公司 2016 年全年每 ADS 收益约 5 美元，对应目前股价 P/E 约为 4.4 倍，建议投资者密切关注。
- **风险提示：**市场竞争加剧，产品价格超预期下降。

表 1：大全新能源 2015 年和 2014 年主要财务指标变动情况

| 美元千元            | 2016Q3   | 2016Q2   | 2015Q3   | QoQ    | YoY     | 2016Q3 点评                                |
|-----------------|----------|----------|----------|--------|---------|--|
| 收入              | 54,289   | 71,021   | 46,562   | -23.6% | 16.6%   | 多晶硅售价外销量环比下降，销量同比上升<br>制造成本同比环比下降        |
| 销售成本            | (34,152) | (41,640) | (37,988) | -18.0% | -10.1%  |  |
| 毛利              | 20,137   | 29,381   | 8,574    | -31.5% | 134.9%  |  |
| 毛利率             | 37.1%    | 41.4%    | 18.4%    |        |         |  |
| 运营开支            |          |          |          |        |         |  |
| 销售及管理费用         | (4,858)  | (3,675)  | (2,943)  | 32.2%  | 65.1%   | 空闲设备从重庆搬迁至新疆的搬迁费用增加<br>研发项目增多<br>主要是政府补贴 |
| 研发费用            | (997)    | (148)    | (94)     | 573.6% | 960.6%  |  |
| 其他经营收入          | 2,166    | 583      | 1,114    | 271.5% | 94.4%   |  |
| 经营溢利            | 16,448   | 26,141   | 6,651    | -37.1% | 147.3%  |  |
| 利息支出            | (3,076)  | (3,487)  | (3,062)  | -11.8% | 0.5%    |  |
| 利息收入            | 123      | 171      | 51       | -28.1% | 141.2%  |  |
| 汇兑收益            | (1)      | (3)      | 1        | -66.7% | -200.0% |  |
| 税前利润            | 13,494   | 22,822   | 3,641    | -40.9% | 270.6%  |  |
| 所得税开支           | (2,163)  | (2,802)  | (559)    | -22.8% | 286.9%  |  |
| 净利润             | 11,331   | 20,020   | 3,082    |        |         |  |
| 本公司拥有人          | 11,196   | 19,844   | 3,082    | -43.6% | 263.3%  |  |
| 少数股东权益          | 135      | 176      | 0        | -23.3% |         |  |
| ADS 基本 BPS (美元) | 1.07     | 1.9      | 0.29     | -43.7% | 269.0%  |  |
| ADS 摊薄 EPS (美元) | 1.05     | 1.87     | 0.29     | -43.9% | 262.1%  |  |

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

| 机构销售经理联系方式  |               |                          |              |                    |                           |
|---|---------------|--------------------------|--------------|--------------------|---------------------------|
| 机构销售负责人   |               | 邓亚萍                      | 021-38565916 | dengyp@xyzq.com.cn |                           |
| 上海地区销售经理  |               |                          |              |                    |                           |
| 姓名  | 办公电话          | 邮箱                       | 姓名           | 办公电话               | 邮箱                        |
| 罗龙飞   | 021-38565795  | luolf@xyzq.com.cn        | 盛英君          | 021-38565938       | shengyj@xyzq.com.cn       |
| 杨忱  | 021-38565915  | yangchen@xyzq.com.cn     | 王政           | 021-38565966       | wangz@xyzq.com.cn         |
| 冯诚  | 021-38565411  | fengcheng@xyzq.com.cn    | 王溪           | 021-20370618       | wangxi@xyzq.com.cn        |
| 顾超  | 021-20370627  | guchao@xyzq.com.cn       | 李远帆          | 021-20370716       | liyuanfan@xyzq.com.cn     |
| 胡岩  | 021-38565982  | huyan@xyzq.com.cn        | 王立维          | 021-38565451       | wanglw@xyzq.com.cn        |
| 地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955 |               |                          |              |                    |                           |
| 北京地区销售经理  |               |                          |              |                    |                           |
| 姓名  | 办公电话          | 邮箱                       | 姓名           | 办公电话               | 邮箱                        |
| 朱圣诞   | 010-66290197  | zhusd@xyzq.com.cn        | 郑小平          | 010-66290223       | zhengxiaoping@xyzq.com.cn |
| 肖霞  | 010-66290195  | xiaoxia@xyzq.com.cn      | 陈杨           | 010-66290197       | chenyang@xyzq.com.cn      |
| 刘晓浏   | 010-66290220  | liuxiaoliu@xyzq.com.cn   | 吴磊           | 010-66290190       | wulei@xyzq.com.cn         |
| 何嘉  | 010-66290195  | hejia@xyzq.com.cn        |              |                    |                           |
| 地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220  |               |                          |              |                    |                           |
| 深圳地区销售经理  |               |                          |              |                    |                           |
| 姓名  | 办公电话          | 邮箱                       | 姓名           | 办公电话               | 邮箱                        |
| 朱元贱   | 0755-82796036 | zhuyy@xyzq.com.cn        | 李昇           | 0755-82790526      | lisheng@xyzq.com.cn       |
| 杨剑  | 0755-82797217 | yangjian@xyzq.com.cn     | 邵景丽          | 0755-23836027      | shaojingli@xyzq.com.cn    |
| 王维宇   | 0755-23826029 | wangweiyu@xyzq.com.cn    |              |                    |                           |
| 地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017   |               |                          |              |                    |                           |
| 海外销售经理  |               |                          |              |                    |                           |
| 姓名  | 办公电话          | 邮箱                       | 姓名           | 办公电话               | 邮箱                        |
| 刘易容   | 021-38565452  | liuyirong@xyzq.com.cn    | 徐皓           | 021-38565450       | xuhao@xyzq.com.cn         |
| 张珍岚   | 021-20370633  | zhangzhenlan@xyzq.com.cn | 陈志云          | 021-38565439       | chanchiwan@xyzq.com.cn    |
| 曾雅琪   | 021-38565451  | zengyayi@xyzq.com.cn     | 申胜雄          |                    | shensx@xyzq.com.cn        |
| 赵新莉   | 021-38565922  | zhaoxinli@xyzq.com.cn    |              |                    |                           |
| 地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955 |               |                          |              |                    |                           |
| 私募及企业客户负责人  |               | 刘俊文                      | 021-38565559 | liujw@xyzq.com.cn  |                           |
| 私募销售经理  |               |                          |              |                    |                           |
| 姓名  | 办公电话          | 邮箱                       | 姓名           | 办公电话               | 邮箱                        |
| 徐瑞  | 021-38565811  | xur@xyzq.com.cn          | 杨雪婷          | 021-20370777       | yangxueting@xyzq.com.cn   |
| 唐恰  | 021-38565470  | tangqia@xyzq.com.cn      | 韩立峰          | 021-38565840       | hanlf@xyzq.com.cn         |
| 地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955 |               |                          |              |                    |                           |

## 香港及海外市场

| 机构销售负责人  |             |                     | 丁先树 | 18688759155 | dingxs@xyzq.com.hk |
|--|-------------|---------------------|-----|-------------|--------------------|
| 姓名   | 办公电话        | 邮箱                  | 姓名  | 办公电话        | 邮箱                 |
| 郑梁燕  | 18565641066 | zhengly@xyzq.com.hk | 陈振光 | 13818288830 | chenzg@xyzq.com.hk |
| 周围   | 13926557415 | zhouwei@xyzq.com.hk | 孙博轶 | 13902946007 | sunby@xyzq.com.hk  |
| 地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900 |             |                     |     |             |                    |

## 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。

本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。