

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2019年10月30日**
**市场数据**

目前股价	27.9
总市值（亿元）	261.70
流通市值（亿元）	101.88
总股本（万股）	93,800
流通股本（万股）	36,518
12个月最高/最低	46.05/27.40

**分析师**

分析师：吴轩 S1070519040001

☎ 021-61680360

✉ wu\_xuan\_cgws.com

联系人（研究助理）：孙志轩

S1070118120018

☎ 0755-83515597

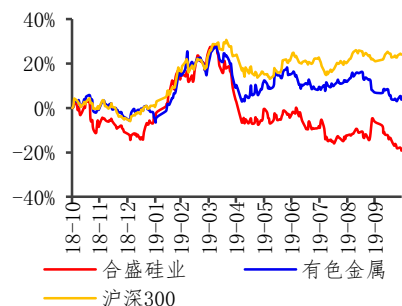
✉ sunzhixuan\_cgws.com

联系人（研究助理）：封谊敏

S1070119050047

☎ 021-31829728

✉ fengyimin\_cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;硅价下滑影响利润 下半年业绩有望恢复&gt;&gt; 2019-08-30

&lt;&lt;工业硅价格小幅调整 一季度业绩略低于预期&gt;&gt; 2019-05-07

&lt;&lt;龙头地位巩固 公司业绩维持增长&gt;&gt; 2019-04-24

# 硅价持续低迷 静待行业回暖

## ——合盛硅业（603260）公司动态点评

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,512.42	11,547.13	13,095.60
(+/-%)	-14.12%	21.39%	13.41%
净利润	1,246.60	1,993.26	2,743.27
(+/-%)	-55.56%	59.90%	37.63%
摊薄 EPS	1.86	2.98	4.09
PE	15.00	9.38	6.81

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 产品价格持续低迷 三季度业绩再次承压：**合盛硅业发布 2019 年三季报，公司前三季度实现营收 65.43 亿，同比下降-22.48%；归母净利润 8.61 亿，同比下降-61.66%；扣非后归母净利润 7.51 亿，同比下降-65.6%；EPS 为 0.92 元/股。受下游需求不振影响，今年丰水期工业硅价持续下跌，公司利润空间缩减；同时因产能不断释放，有机硅价也大幅回落。具体来看，公司前三季度工业硅平均价格 10151.95 元/吨，同比下降-10.98%；有机硅 107 胶、110 生胶、混炼胶、DMC 和白炭黑售价分别同比下降-39.43%、-37.93%、-32.07%、-31.79%和-21.15%。行业阵痛调整，公司业绩承压，三季度单季营收 18.83 亿，同比下降-36.56%，环比下降-15.14%；归母净利润 2.07 亿，同比下降-74.12%，环比下降-17.72%，迎来至暗时刻。随着四季度枯水期的到来，叠加下游铝合金厂、光伏需求提升，公司业绩有望步入回暖期。
- 工业硅供应收紧态势已定 下游转好有望支撑公司业绩：**受企业供电问题影响，我国前三季度工业硅产量降幅明显，据硅业分会统计，2019Q3 我国工业硅产量为 58.5 万吨，同比下降-14.6%，其中川滇新三地 Q3 产量共计 49.9 万吨，同比下滑-10.9%。第四季度云、川部分工厂提前进入枯水期，电价预计上调至 0.38 元/度以上，届时国内工业硅供给端将进一步收紧，给予硅价有力支撑。下游方面，Q3 国内多晶硅产量为 8.97 万吨，消费工业硅 11 万吨，同比上涨 69.23%，后续下游硅棒、硅片市场火热有望带动多晶硅消费量再创新高；终端上，8 月我国汽车行业降幅有所收窄，产销量环比上升 1.4%和 0.4%，推动铝合金厂订单有所增加。随着未来多晶硅企业产能释放，汽车市场逐步打开，工业硅供需格局改善或将助力公司业绩止跌回升。
- 煤电硅一体化提供保障 低成本优势稳固行业龙头地位：**公司是我国硅产业龙头，依托新疆地区丰富的矿山与电力资源，形成实力强劲的煤电硅一体化产业链，充分发挥低成本优势，不断稳固行业地位，并强化硅基材料下游加工延伸。随着公司多项深加工项目有序完成，市场回暖背景下，公

司龙头价值或将显现。

- **投资建议：**我们预计公司 2019-2021 年净利润为 12.47/19.93/27.43 亿元，EPS 分别为 1.86/2.98/4.09 元，对应 PE 分别为 15/9.38/6.81 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**硅价大幅下跌 铝合金、光伏需求不及预期

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,950.04	11,076.41	9,512.42	11,547.13	13,095.60	<b>成长性</b>					
营业成本	4,259.02	6,552.72	6,824.21	7,797.78	8,273.80	营业收入增长	51.90%	59.37%	-14.12%	21.39%	13.41%
销售费用	351.69	489.43	454.69	513.85	582.75	营业成本增长	34.48%	53.86%	4.14%	14.27%	6.10%
管理费用	238.26	203.77	204.52	235.56	267.15	营业利润增长	160.17%	83.49%	-53.77%	57.22%	36.85%
研发费用	0.00	205.33	191.20	230.94	261.91	利润总额增长	132.25%	83.34%	-53.85%	57.44%	36.82%
财务费用	184.79	192.89	204.52	228.63	261.91	净利润增长	132.81%	84.92%	-55.56%	59.90%	37.63%
其他收益	80.54	125.03	141.77	133.40	137.58	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	0.16	8.04	4.32	5.17	14.75	毛利率	38.72%	40.84%	28.26%	32.47%	36.82%
营业利润	1,800.67	3,304.04	1,527.31	2,401.17	3,286.10	销售净利率	25.91%	29.83%	16.06%	20.79%	25.09%
营业外收支	2.51	1.87	-1.53	0.95	0.43	ROE	6.91%	7.95%	14.03%	18.65%	21.28%
利润总额	1,803.18	3,305.91	1,525.78	2,402.12	3,286.53	ROIC	8.30%	48.05%	13.85%	18.36%	20.60%
所得税	250.52	454.31	256.33	372.33	492.98	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	35.69	46.42	22.85	36.54	50.28	销售费用/营业收入	5.06%	4.42%	4.78%	4.45%	4.45%
净利润	1,516.97	2,805.18	1,246.60	1,993.26	2,743.27	管理费用/营业收入	3.43%	1.84%	2.15%	2.04%	2.04%
						研发费用/营业收入	0.00%	1.85%	2.01%	2.00%	2.00%
<b>资产负债表</b>					( 百万 )	财务费用/营业收入	2.66%	1.74%	2.15%	1.98%	2.00%
<b>流动资产</b>	4,518.00	4,742.67	4,433.62	5,308.98	5,183.26	投资收益/营业利润	0.01%	0.24%	0.28%	0.22%	0.45%
货币资金	2,134.09	717.59	475.62	577.36	654.78	所得税/利润总额	13.89%	13.74%	16.80%	15.50%	15.00%
应收账款及票据	363.34	611.03	524.65	789.16	816.51	应收账款周转率	32.69	30.26	24.18	24.86	22.13
其他应收款	2.23	38.78	20.51	29.65	25.08	存货周转率	7.65	6.28	3.92	4.30	4.67
存货	1,105.64	2,422.77	2,430.00	2,941.80	2,666.00	流动资产周转率	2.13	2.39	2.07	2.37	2.50
非流动资产	9,645.55	11,318.78	13,276.02	14,204.27	16,316.36	总资产周转率	0.64	0.73	0.56	0.62	0.64
固定资产	4,850.36	9,607.44	10,740.19	11,340.99	12,067.29	<b>偿债能力</b>					
资产总计	14,163.55	16,061.44	17,709.64	19,513.25	21,499.62	资产负债率	61.41%	50.01%	48.96%	44.26%	38.99%
流动负债	6,967.06	5,881.74	6,776.46	6,567.51	6,680.13	流动比率	0.65	0.81	0.65	0.81	0.78
短期借款	1,363.82	1,495.28	1,987.61	2,716.80	2,141.12	速动比率	0.49	0.39	0.30	0.36	0.38
应付款项	2,642.68	2,709.22	1,937.46	1,964.61	1,875.97	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
非流动负债	1,731.06	2,151.37	1,903.05	2,073.46	1,706.87	EPS	2.48	4.19	1.86	2.98	4.09
长期借款	623.34	685.00	616.00	696.75	375.00	每股净资产	8.08	11.84	13.33	16.01	19.28
负债合计	8,698.11	8,033.11	8,679.51	8,640.97	8,387.01	每股经营现金流	2.88	1.86	2.58	1.32	4.94
股东权益	5,465.43	8,028.34	9,048.40	10,881.42	13,126.32	每股经营现金/EPS	1.16	0.44	1.39	0.45	1.21
股本	670.00	670.00	670.00	670.00	670.00	<b>估值</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	4,745.52	7,261.94	8,259.22	10,055.70	12,250.32	PE	11.25	6.66	15.00	9.38	6.81
少数股东权益	49.91	96.33	119.18	155.72	206.00	PEG	1.20	-9.75	0.62	1.00	-9.97
负债和权益总计	14,163.55	16,061.44	17,727.91	19,522.39	21,513.33	PB	3.45	2.36	2.09	1.74	1.45
						EV/EBITDA	15.70	7.52	9.43	6.89	5.08
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	EV/SALES	5.59	2.87	2.30	1.96	1.66
<b>经营活动现金流</b>	807.70	1247.29	2422.71	1242.81	4630.29	EV/IC	6.19	3.06	1.81	1.54	1.36
其中营运资本减少	-221.60	-2141.26	366.50	-1660.05	865.67	ROIC/WACC	3.46	3.90	1.12	1.49	1.67
投资活动现金流	-1757.00	-850.34	-2595.68	-1544.83	-2835.25	REP	1.79	0.78	1.61	1.04	0.82
其中资本支出	3106.30	-3227.77	3600.00	2050.00	4350.00						
融资活动现金流	438.89	-527.22	-69.00	403.76	-1717.61						
净现金总变化	-510.41	-130.27	-241.97	101.74	77.42						

## 研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

### 公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

### 行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

