

公司评级：推荐（维持）

报告日期：2019年12月09日

市场数据

目前股价	28.16
总市值（亿元）	264.14
流通市值（亿元）	102.83
总股本（万股）	93,800
流通股本（万股）	36,518
12个月最高/最低	46.05/26.99

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

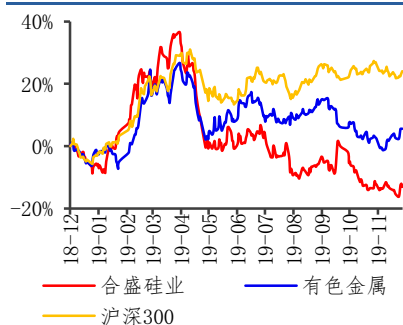
联系人（研究助理）：封谊敏

S1070119050047

☎ 021-31829728

✉ fengyimin@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<硅价持续低迷 静待行业回暖>>

2019-10-30

<<硅价下滑影响利润 下半年业绩有望恢复>> 2019-08-30

<<工业硅价格小幅调整 一季度业绩略低于预期>> 2019-05-07

签订重大战略合作协议 周期底部逆市扩张

——合盛硅业（603260）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	9512.42	11547.13	13095.60
(+/-%)	-14.12%	21.39%	13.41%
净利润	1246.60	1993.26	2743.27
(+/-%)	-55.56%	59.90%	37.63%
摊薄 EPS	1.86	2.98	4.09
PE	15.13	9.47	6.88

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 签订重大战略合作协议 新疆霸主开启云南之路：**2019年12月5日公司与云南省人民政府签订战略合作框架协议，拟在云南昭通投资建设“合盛硅业昭通水电硅循环经济项目”，具体包括年产**80万吨有机硅单体**，配套**80万吨工业硅**、**50万吨煤制有机原料**以及硅氧烷下游深加工项目，分为一期40万吨+二期40万吨完成。公司本是深耕新疆的硅业龙头，工业硅产能85万吨排名世界首位，此次云南扩张，不仅实现了从火电到水电的蔓延，更是以共计**165万吨工业硅+143万吨有机硅**的生产规模深度巩固行业霸主地位。
- 周期底部逆市扩张 加速行业洗牌进程：**18年底至今，产能的过剩与需求的持续疲软导致硅行业陷入低谷，硅企经营面临巨大挑战。国内来看，众多中小型工业硅企业承受着近盈亏平衡点的生产压力；国外传统大型硅企也不可避免地遭受盈利水平严重下滑的现实，据环球大西洋发布的动态，集团为应对需求弱势正对其全球生产平台进行大规模减产、停产调整。在此周期底部，公司依靠行业无法比拟的成本、现金流优势及强大的资金实力、融资通道，实现产能的逆向扩张，牢牢坐稳行业第一位置，深度把控产品定价权，加速产业洗牌进程。同时，云南省作为中国工业硅的第二大生产基地（第一大新疆）基本以10万吨以下的中小型企业为主，未来公司也有望借助多年积累的经营、环保及资金优势实现中小产能整合。
- 当前硅价低迷 未来光伏需求有望提振信心：**目前硅市低迷，国内消费及出口均不及预期，硅价仅为1.1万元/吨左右。长期来看，随着终端需求回暖，未来光伏平价落地，工业硅价格有望再次步入春天，公司将充分受益。
- 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15.13/9.47/6.88倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**项目建设不及预期 硅价大幅下跌 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	成长性					
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	盈利能力					
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	营运效率					
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%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.00%	1.85%	2.01%	2.00%	2.00%
					(百万)	财务费用/营业收入	2.66%	1.74%	2.15%	1.98%	2.00%
流动资产	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	偿债能力					
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	每股指标 (元)					
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	估值	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	11.35	6.72	15.13	9.47	6.88
少数股东权益	49.91	96.33	119.18	155.72	206.00	PEG	1.22	-9.84	0.62	1.01	-10.07
负债和权益总计	14,163.55	16,061.44	17,727.91	19,522.39	21,513.33	PB	3.48	2.38	2.11	1.76	1.46
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	15.70	7.52	9.51	6.95	5.12
经营活动现金流	807.70	1247.29	2422.71	1242.81	4630.29	EV/SALES	5.59	2.87	2.32	1.97	1.67
其中营运资本减少	-221.60	-2141.26	366.50	-1660.05	865.67	EV/IC	6.19	3.06	1.82	1.56	1.37
投资活动现金流	-1757.00	-850.34	-2595.68	-1544.83	-2835.25	ROIC/WACC	3.44	3.88	1.12	1.48	1.66
其中资本支出	3106.30	-3227.77	3600.00	2050.00	4350.00	REP	1.80	0.79	1.63	1.05	0.83
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>