

合盛硅业 (603260.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

产品价格见底，一体化布局蓄势待发

业绩简评

2023年4月20日公司发布2022年报及2023年1季报：2022年实现营业总收入236.6亿元，同比增长11%，归母净利润51.5亿元，同比减少37%；2023年1季度实现营业收入57.3亿元，同比减少10%，归母公司净利润10亿元，同比减少51%。

经营分析

硅基材料价格处于周期底部，看好后续盈利修复。今年以来在需求复苏整体偏弱的背景下，金属硅和有机硅价格呈现出持续下跌的态势。根据百川资讯数据显示，今年1季度金属硅421（云南）均价为1.8万元/吨，环比下跌13%，同比下跌18%；有机硅DMC均价为1.7万元/吨，环比下跌4%，同比下跌48%。目前金属硅421（云南）和有机硅DMC产品价格已分别跌至1.63万元/吨、1.55万元/吨，有机硅已经跌破行业成本线，电价较高地区的金属硅企业也较难盈利。公司业绩阶段性承压主要源于产品价格回落，但依托自身较强的成本优势仍然彰显了一定的韧性，2季度开始随着多晶硅新产能的陆续投放和有机硅下游需求的逐渐修复，后续行业供需有望边际改善，从而推动产品价格底部回暖。

主业规模优势不断增强，新能源一体化布局进一步完善。截至2022年底，公司拥有122万吨金属硅和133万吨有机硅（按单体计算）产能，还有云南一期40万吨金属硅项目在建，同时新疆基地20万吨硅氧烷项目预计在今年2季度投产，随着新产能的投放公司龙头地位将进一步巩固。为进一步完善全产业链布局配套，公司在鄯善园区投资176亿元规划建设20万吨高纯晶硅，建设周期为2年；在乌鲁木齐市甘泉堡基地规划了年产20GW的光伏组件和150万吨光伏玻璃项目，项目投资额分别为205亿元、45亿元，建设周期分别为3.5年和2年。随着未来公司光伏新能源产业链一体化格局的逐渐形成，将为公司长期成长注入新动力。

盈利预测、估值与评级

公司作为国内硅基材料巨头，完成新能源下游一体化布局后有望迎来新一轮成长，但考虑目前金属硅和有机硅价格均处于底部，行业盈利仍待修复，预计公司2023-2024年的归母净利润分别为58.9、74.8亿元（其中2023-2024年分别下调36%、22%），预计2025年归母净利润为79.2亿元，对应PE分别为16.13、12.69、11.99倍，维持“买入”评级。

风险提示

新项目投产不及预期、产品价格下跌、原料价格上涨、光伏装机需求低于预期、限电影响生产及下游需求等

基础化工组

分析师：陈屹（执业S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

联系人：李含钰

lihanyu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：80.31元

相关报告：

- 《疫情影响产销，短期压力不改长期成长-【国金化工】合盛硅业点评》，2022.10.28
- 《业绩稳步向上，一体化布局持续推进-【国金化工】合盛硅业点评》，2022.8.25
- 《顺势而为，硅业龙头再出发-【国金化工】合盛硅业首次覆盖报告》，2022.5.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,343	23,657	31,262	41,524	48,939
营业收入增长率	137.99%	10.84%	32.15%	32.83%	17.86%
归母净利润(百万元)	8,212	5,148	5,887	7,482	7,921
归母净利润增长率	484.74%	-37.30%	14.34%	27.09%	5.87%
摊薄每股收益(元)	7.645	4.793	4.979	6.329	6.700
每股经营性现金流净额	3.45	-0.58	7.34	10.81	12.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	40.81%	21.60%	20.62%	21.67%	19.38%
P/E	17.26	17.30	16.13	12.69	11.99
P/B	7.05	3.74	3.33	2.75	2.32

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	8,968	21,343	23,657	31,262	41,524	48,939	货币资金	349	954	2,382	1,089	1,471	1,785
增长率		138.0%	10.8%	32.1%	32.8%	17.9%	应收款项	580	2,284	1,024	1,794	2,383	2,809
主营业务成本	-6,442	-10,058	-15,522	-20,580	-27,684	-33,821	存货	2,505	4,533	7,610	7,894	9,860	11,119
%销售收入	71.8%	47.1%	65.6%	65.8%	66.7%	69.1%	其他流动资产	860	1,638	2,522	2,591	2,875	3,120
毛利	2,527	11,285	8,135	10,681	13,840	15,119	流动资产	4,294	9,409	13,539	13,367	16,589	18,834
%销售收入	28.2%	52.9%	34.4%	34.2%	33.3%	30.9%	%总资产	21.5%	31.0%	25.2%	19.9%	20.6%	20.8%
营业税金及附加	-237	-407	-426	-563	-747	-881	长期投资	172	212	278	278	278	278
%销售收入	2.6%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	固定资产	14,597	18,990	35,581	47,402	57,673	65,444
销售费用	-32	-35	-34	-44	-62	-73	%总资产	73.0%	62.6%	66.2%	70.7%	71.6%	72.3%
%销售收入	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	无形资产	745	938	1,444	1,413	1,389	1,366
管理费用	-219	-295	-419	-563	-747	-881	非流动资产	15,708	20,905	40,194	53,725	63,968	71,711
%销售收入	2.4%	1.4%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	%总资产	78.5%	69.0%	74.8%	80.1%	79.4%	79.2%
研发费用	-230	-555	-723	-938	-1,287	-1,566	资产总计	20,002	30,314	53,733	67,093	80,557	90,544
%销售收入	2.6%	2.6%	3.1%	3.0%	3.1%	3.2%	短期借款	2,588	1,874	7,218	8,635	12,628	13,409
息税前利润 (EBIT)	1,810	9,993	6,533	8,574	10,996	11,718	应付款项	4,081	4,012	8,847	8,457	11,376	13,897
%销售收入	20.2%	46.8%	27.6%	27.4%	26.5%	23.9%	其他流动负债	1,231	2,950	2,229	2,846	3,638	3,988
财务费用	-240	-189	-334	-1,395	-1,872	-2,058	流动负债	7,900	8,836	18,293	19,938	27,642	31,294
%销售收入	2.7%	0.9%	1.4%	4.5%	4.5%	4.2%	长期贷款	2,140	1,066	10,842	17,842	17,842	17,842
资产减值损失	-26	-30	1	0	0	0	其他长期负债	176	170	620	623	399	397
公允价值变动收益	0	0	17	0	0	0	负债	10,216	10,072	29,756	38,404	45,883	49,534
投资收益	-17	-30	13	0	0	0	普通股股东权益	9,686	20,119	23,832	28,543	34,529	40,865
%税前利润	n.a	n.a	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	938	1,074	1,074	1,182	1,182	1,182
营业利润	1,580	9,837	6,411	7,179	9,124	9,659	未分配利润	6,492	14,314	17,850	22,559	28,544	34,881
营业利润率	17.6%	46.1%	27.1%	23.0%	22.0%	19.7%	少数股东权益	100	123	145	145	145	145
营业外收支	20	-40	-94	0	0	0	负债股东权益合计	20,002	30,314	53,733	67,093	80,557	90,544
税前利润	1,599	9,797	6,318	7,179	9,124	9,659	比率分析						
利润率	17.8%	45.9%	26.7%	23.0%	22.0%	19.7%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-186	-1,563	-1,176	-1,292	-1,642	-1,739	每股指标						
所得税率	11.7%	16.0%	18.6%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	1.497	7.645	4.793	4.979	6.329	6.700
净利润	1,413	8,234	5,141	5,887	7,482	7,921	每股净资产	10.326	18.730	22.187	24.144	29.207	34.567
少数股东损益	9	22	-7	0	0	0	每股经营现金净流	1.337	3.453	-0.583	7.340	10.815	12.021
归属于母公司的净利润	1,404	8,212	5,148	5,887	7,482	7,921	每股股利	0.290	1.510	0.880	0.996	1.266	1.340
净利率	15.7%	38.5%	21.8%	18.8%	18.0%	16.2%	回报率						
							净资产收益率	14.50%	40.81%	21.60%	20.62%	21.67%	19.38%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.02%	27.09%	9.58%	8.77%	9.29%	8.75%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	10.97%	36.04%	12.58%	12.69%	13.84%	13.30%
净利润	1,413	8,234	5,141	5,887	7,482	7,921	增长率						
少数股东损益	9	22	-7	0	0	0	主营业务收入增长率	0.33%	137.99%	10.84%	32.15%	32.83%	17.86%
非现金支出	1,133	1,317	1,636	2,209	2,758	3,257	EBIT 增长率	31.91%	452.20%	-34.62%	31.25%	28.24%	6.57%
非经营收益	245	-54	522	1,476	1,675	2,092	净利润增长率	26.93%	484.74%	-37.30%	14.34%	27.09%	5.87%
营运资金变动	-1,537	-5,788	-7,925	-894	871	942	总资产增长率	15.04%	51.55%	77.25%	24.86%	20.07%	12.40%
经营活动现金净流	1,254	3,709	-626	8,677	12,785	14,212	资产管理能力						
资本开支	-1,303	-2,641	-11,473	-15,778	-13,000	-11,000	应收账款周转天数	14.4	9.1	8.5	8.0	8.0	8.0
投资	-30	-490	-350	0	0	0	存货周转天数	140.3	127.7	142.8	140.0	130.0	120.0
其他	-19	57	-324	0	0	0	应付账款周转天数	186.1	131.8	123.4	120.0	120.0	120.0
投资活动现金净流	-1,351	-3,074	-12,147	-15,778	-13,000	-11,000	固定资产周转天数	433.0	237.1	289.9	264.0	218.7	198.8
股权募资	0	2,495	150	2	0	0	偿债能力						
债权募资	586	-1,789	15,073	8,417	3,993	780	净负债/股东权益	45.09%	8.54%	62.18%	85.82%	81.42%	69.98%
其他	-530	-666	-1,521	-2,609	-3,395	-3,676	EBIT 利息保障倍数	7.5	52.9	19.6	6.1	5.9	5.7
筹资活动现金净流	56	41	13,702	5,810	598	-2,896	资产负债率	51.07%	33.23%	55.38%	57.24%	56.96%	54.71%
现金净流量	-45	662	977	-1,291	384	316							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-28	买入	93.00	114.73~114.73
2	2022-08-25	买入	132.44	N/A
3	2022-10-28	买入	107.10	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402