

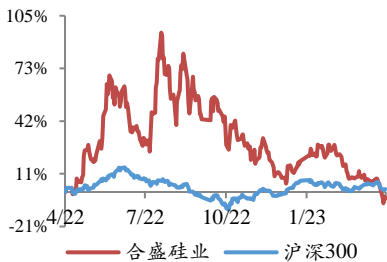
合盛硅业年报深度点评：需求偏弱业绩短期承压， 光伏+硅基材料未来成长可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-28

收盘价（元）	73.36
近12个月最高/最低（元）	149.0/71.39
总股本（百万股）	1,182
流通股本（百万股）	1,074
流通股比例（%）	90.86
总市值（亿元）	867
流通市值（亿元）	788

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

- 1.合盛硅业深度报告：硅化工一体化龙头，布局光伏+硅基材料 2023-01-18
- 2.Q3 业绩承压仍显韧性，“煤电硅”一体化建设稳步推进 2022-10-28
- 3.Q2 业绩承压仍显韧性，新产能布局

主要观点：

● 事件描述

2023年4月20日晚，合盛硅业发布2022年年报及2023年一季度报告，2022年公司实现营业收入236.57亿元，同比增长10.62%；归母净利润51.48亿元，同比下降37.39%。2022Q4公司实现营业收入53.82亿元，同比下降25.55%，环比增加2.01%；实现归母净利润5.94亿元，同比下降81.49%，环比下降41.13%。2023Q1公司实现营收57.29亿元，同比减少10.34%，环比增长6.45%；归母净利润10.03亿元，同比下降51.10%，环比增长68.86%。

● 工业硅+有机硅价格处于底部，需求复苏下未来价格仍有弹性

2022年下游需求不振，工业硅和有机硅价格持续下跌。根据百川数据，工业硅和有机中间体硅均价分别为21452.33、23772.88元/吨，同比下降14.69%、24.55%。2023Q1工业硅和有机硅中间体均价分别为18890.56、17002.22元/吨，环比下降11.59%、3.63%。目前有机硅已跌破行业平均成本线，多数厂商处于亏损状态，开工率下降，未来随着下游需求进一步释放以及工业硅厂商去库存，工业硅和有机硅价格将有望缓慢回暖。2023Q1硅价处于行业底部，公司工业硅产销量环比提升，业绩仍大幅环比改善，彰显公司低成本优势下的强大韧性，未来有望需求推动价格，盈利逐步得到修复。

● 主业产能持续扩张，规模效应带动盈利能力提升

截至2022年末，公司工业硅产能122万吨/年，有机硅单体产能133万吨/年，工业硅产能增加主要为东部合盛40万吨/年工业硅项目二期项目建成投产；有机硅产能增加主要为新疆硅业新材料煤电硅一体化项目二期年产20万吨硅氧烷及下游深加工项目建成投产。2022年公司工业硅产/销量分别为96.05/58.38万吨，分别同比+21.46%/+9.43%；有机硅产/销量分别为96.10/58.58万吨，分别同比+47.57%/+41.87%。2023Q1季度，公司工业硅产/销量分别为34.70/18.07万吨，分别环比+35.91%/+32.60%；公司有机硅产/销量分别为29.08/16.03万吨，分别环比+5.44%/-0.86%。工业硅、有机硅产销量的大幅增长，保证了公司在硅价下行时依旧能保持营收持续增长的能力。未来随着新产能的落地投产，将进一步巩固公司行业龙头地位，同时扩大生产将进一步降低生产成本，充分发挥公司规模优势。

● 光伏产业链+硅基新材料共同发力，硅化工龙头进一步巩固

2023年4月20日晚，公司进一步发布公告表示拟通过全资子公司中

部合盛在乌鲁木齐甘泉堡经济技术开发区(工业区)内进行“新疆中部合盛硅业有限公司硅基新材料产业一体化项目(年产 20GW 光伏组件项目)”投资建设,项目预估总投资 205 亿元;在乌鲁木齐甘泉堡经济技术开发区(工业区)内进行“新疆中部合盛硅业有限公司年产 150 万吨新能源装备用超薄高透光伏玻璃制作项目”投资建设,项目预估总投资 44.55 亿元;在鄯善工业园区内进行“新疆东部合盛硅业有限公司年产 20 万吨高纯晶硅项目”投资建设,项目预计投资 176.31 亿元。公司持续布局光伏产业链,在光伏组件、光伏玻璃、硅料等环节发力,落实了公司向硅化工下游进一步拓展的整体战略规划,形成公司光伏新能源产业链一体化的格局,有利于公司打造新的盈利增长点,为公司中长期可持续发展提供保障。此外,公司完整掌握了 SiC 原料合成、晶体生长、衬底加工以及晶片外延的全产业链核心工艺技术,2 万片宽禁带半导体碳化硅衬底及外延片产业化生产线项目已通过验收,并具备量产能力。随着硅基产业链不断上下游延伸,未来公司有望形成工业硅-硅料-切片-组件-光伏玻璃-光伏电站以及半导体碳化硅材料为一体的硅基全产业链龙头企业。

● **投资建议**

由于工业硅有机硅价格持续回落,业绩有所承压,我们下调 2023-2024 年盈利预测,预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 58.22、75.53、89.07 亿元,同比增速为 13.1%、29.7%、17.9%,每股收益分别为 4.92、6.39、7.53 元,2023-2024 年业绩较前值分别下调 32.05%、23.98%,维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 项目投产进度不及预期;
- (2) 产品价格大幅波动;
- (3) 装置不可抗力的风险;
- (4) 资产收购进度不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	23657	33987	44457	55391
收入同比 (%)	10.6%	43.7%	30.8%	24.6%
归属母公司净利润	5148	5822	7553	8907
净利润同比 (%)	-37.4%	13.1%	29.7%	17.9%
毛利率 (%)	34.4%	32.8%	32.2%	30.8%
ROE (%)	21.6%	15.9%	17.1%	16.8%
每股收益 (元)	4.79	4.92	6.39	7.53
P/E	19.05	14.50	11.17	9.48
P/B	4.11	2.30	1.91	1.59
EV/EBITDA	12.82	9.96	8.50	7.28

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1. 2022 年业绩短期承压，2023Q1 利润环比改善	5
2. 公司主营板块	6
2.1 工业硅：电力、原材料低成本，硅化工行业一体化龙头	6
2.2 有机硅：量升价跌盈利承压，新产能增量规模扩张	11
2.3 多晶硅：供给端逐步投产，控制成本是关键	13
3. 光伏产业链+硅基新材料，项目建设持续推进	17
4. 持续高研发高投入，拥有强大技术研发能力	19
风险提示：	23

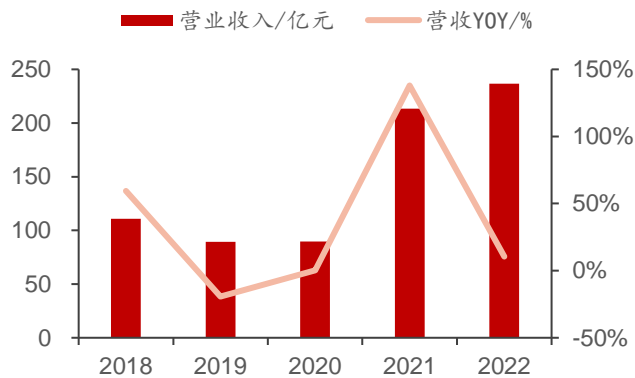
图表目录

图表 1 公司近 5 年营收及同比增长情况	5
图表 2 公司近 5 年归母净利润及同比增长情况	5
图表 3 公司近 5 年毛利及同比增长情况	5
图表 4 公司近 5 年毛利率及净利率	5
图表 5 公司三费费用	6
图表 6 近 5 年三费占营业收入比重	6
图表 7 近五年 ROE 及资产负债率	6
图表 8 近 5 年工业硅板块营业收入及增长率	7
图表 9 近 5 年工业硅板块毛利及增长率	7
图表 10 近 5 年工业硅板块产销量	7
图表 11 工业硅四川、新疆、云南开工率	8
图表 12 工业硅价格	8
图表 13 工业硅成本	8
图表 14 工业硅下游需求结构	9
图表 15 全球光伏新增装机量及预测	9
图表 16 工业硅供需平衡表	9
图表 17 工业硅成本构成	10
图表 18 有机硅板块产销量	11
图表 19 有机硅板块营业收入及增长率	11
图表 20 有机硅板块毛利及增长率	11
图表 21 有机硅价格	12
图表 22 有机硅成本	12
图表 23 有机硅中间体下游应用占比	13
图表 24 全球及中国多晶硅产量	14
图表 25 多晶硅产能及投产计划	14
图表 26 多晶硅价格走势	15
图表 27 多晶硅成本构成	15
图表 28 不同地区多晶硅电力成本	16
图表 29 公司多晶硅项目	17
图表 30 在建项目	18
图表 31 硅基新材料布局与规划	19
图表 32 研发费用	19
图表 33 研发费用率	19
图表 34 研发人员数量及占比	20
图表 35 本科及以上学历人员	20
图表 36 公司核心技术	20
图表 37 合盛硅业申请专利示例	21
图表 38 公司参与起草或制定的主要标准	21

1. 2022 年业绩短期承压，2023Q1 利润环比改善

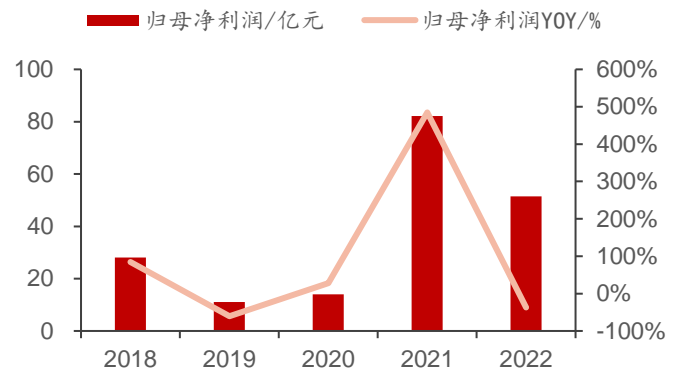
2022 年，由于硅价格下跌及原材料、燃料动力成本增加，公司主营业务毛利下滑，业绩承压；受益于公司工业硅/有机硅等项目的投产落地，2023Q1 工业硅产销量提升助力公司业绩环比改善。2022 年公司实现营业收入 236.57 亿元，同比增长 10.62%；实现归母净利润 51.48 亿元，同比下降 37.39%；全年销售毛利率 34.39%，减少 18.48pct；销售净利率 21.73%，减少 16.85pct。2023 Q1 实现营收 57.29 亿元，同比减少 10.34%，环比增加 6.45%；实现归母净利润 10.03 亿元，同比减少 51.10%，环比增加 68.86%。

图表 1 公司近 5 年营收及同比增长情况



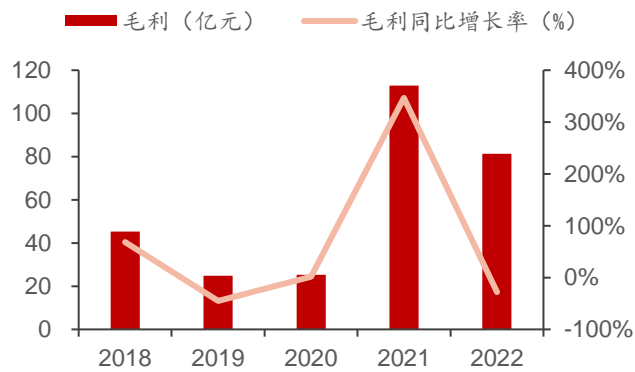
资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 2 公司近 5 年归母净利润及同比增长情况



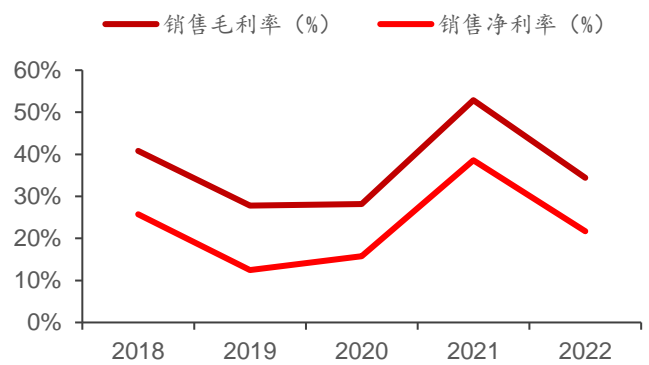
资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 3 公司近 5 年毛利及同比增长情况



资料来源：iFind，华安证券研究所

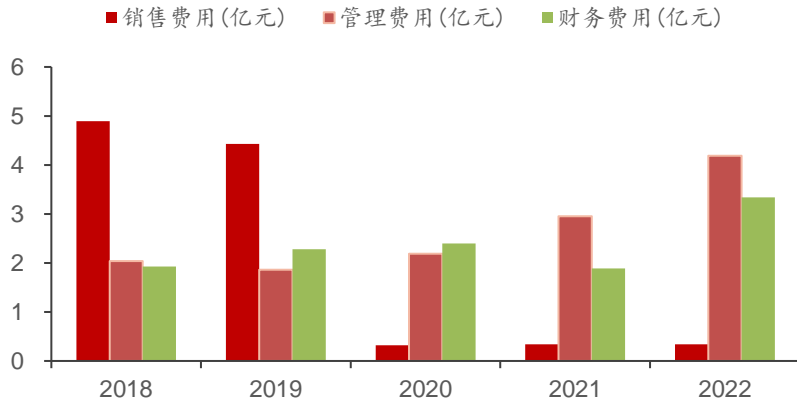
图表 4 公司近 5 年毛利率及净利率



资料来源：iFind，华安证券研究所

一体化及降本增效显著，公司销售费用逐年下降。2022 年公司销售费用、财务费用、管理费用分别为 0.34、3.34、4.19 亿元，占营业收入比例为 0.14%、1.41% 和 1.77%。公司销售费用及费用率自 2020 年开始大幅下降，近两年销售费用率一直维持在 0.2% 水平以下，主要是由于公司销售规模不断扩大实现规模经济以及产业链一体化增强导致的成本下降。管理费用率、财务费用率较去年略有提升，管理费用增加主要系公司规模扩张导致相应人员和各项费用增加；财务费用增加主要系借款利息大幅增加所致。

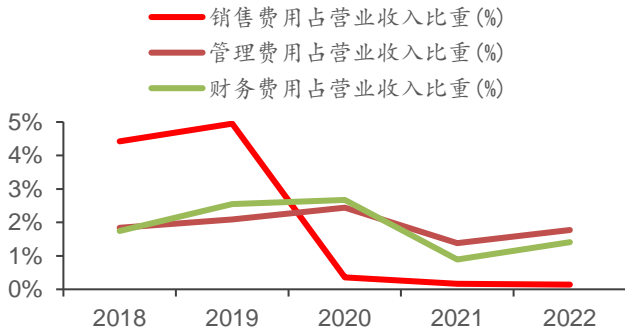
图表 5 公司三费费用



资料来源: iFind, 华安证券研究所

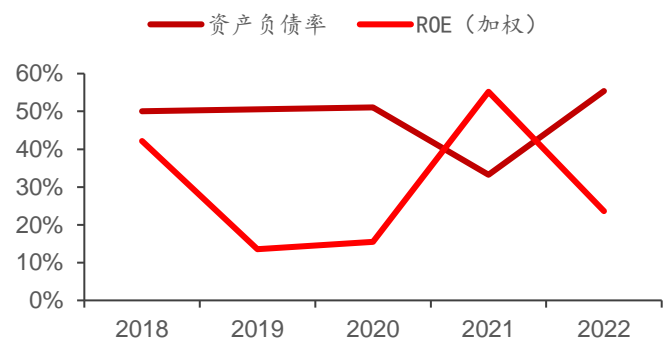
受资本开支高投入影响, 资产负债率 55%左右, 公司具有一体化的低成本优势和强大的研发能力, ROE 维持高位。2022 年公司加权净资产收益率为 23.63%, 较 2021 年减少 31.56pct, 主要系燃料动力涨价, 成本增加, 产品价格下跌, 导致利润承压, 盈利能力受影响, 即使在行业景气度以及公司盈利低谷期, ROE 仍能维持在 20%高水平以上, 进一步说明公司产业链一体化成本优势明显。近些年, 公司积极扩产工业硅、有机硅、多晶硅项目, 同时布局建设光伏新能源、碳化硅半导体领域, 资本开支持续高投入, 2022 年资产负债率为 55.38%。

图表 6 近 5 年三费占营业收入比重



资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 7 近五年 ROE 及资产负债率



资料来源: iFind, 华安证券研究所

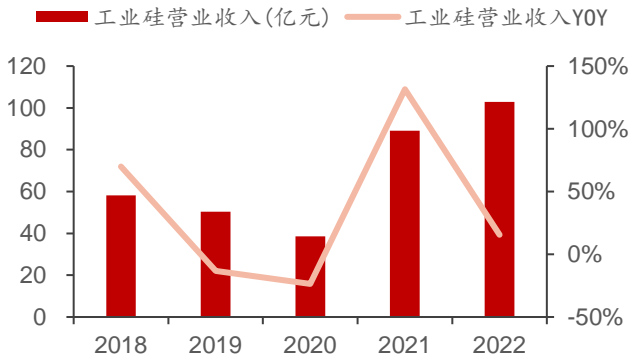
2. 公司主营板块

2.1 工业硅: 电力、原材料低成本, 硅化工行业一体化龙头

工业硅产销量同比增长, 预计未来营收持续增长。公司作为硅化工行业龙头企业, 截至 2022 年底, 工业硅产能共计 119 万吨, 随着 2023 年云南昭通 40 万吨工业硅项目的投产, 工业硅总产能预计将达到 159 万吨。2022 年东部合盛 40 万

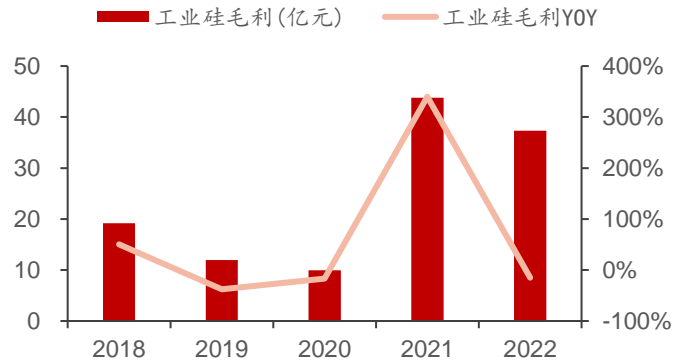
吨/年工业硅项目二期项目建成投产，导致报告期内工业硅产销量大幅增加。2022 年公司工业硅产量 96.05 万吨，同比增长 21.46%；销量 58.38 万吨，同比增长 9.43%。2023Q1 单季度，公司工业硅产量 34.70 万吨，环比+35.91%；销量 18.07 万吨，环比+32.60%。营收方面，2022 年公司工业硅板块实现营业收入 102.85 亿元，同比增长 15.43%；毛利为 37.31 亿元，同比下降 14.80%；毛利率为 36.27%，同比减少 12.87pct。

图表 8 近 5 年工业硅板块营业收入及增长率



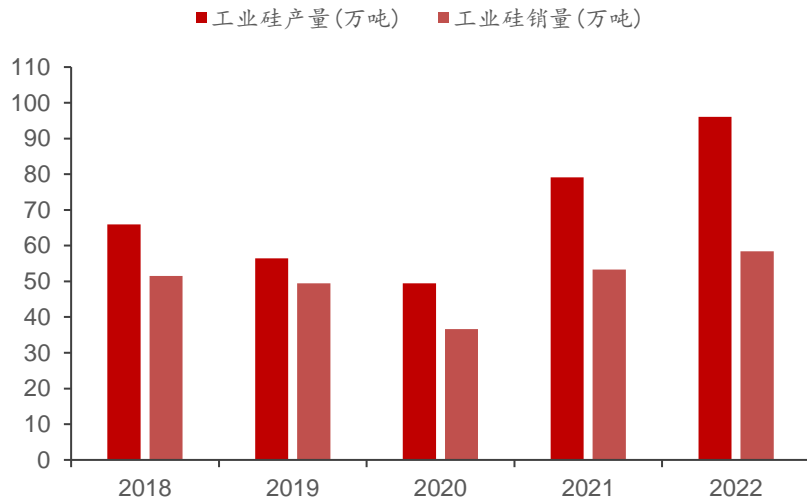
资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 9 近 5 年工业硅板块毛利及增长率



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 10 近 5 年工业硅板块产销量

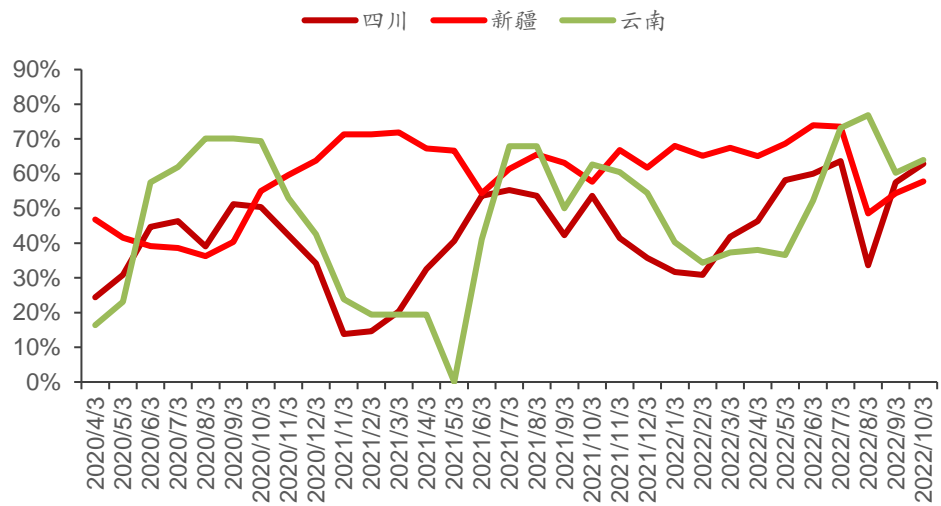


资料来源：iFind，华安证券研究所

2022 年电力供应紧张导致开工率下降，工业硅价格呈现先高后低态势，2023 年一季度需求改善偏缓，行业库存偏高，工业硅价格逐步回落。四川和云南是中国水力发电最重要的两个省份，但四川、云南地区的水力发电占比过高导致发电量受到天气以及丰水、枯水期影响较大，此外，四川、云南每年有大量电力要输送到东部其他省份，2021 年四川省有将近 1054.7 亿千瓦时输送到其他省份，对外输送的电力占到四川整体发电量的比重超过 24.3%。而四川、云南省内，由于近年来招商引

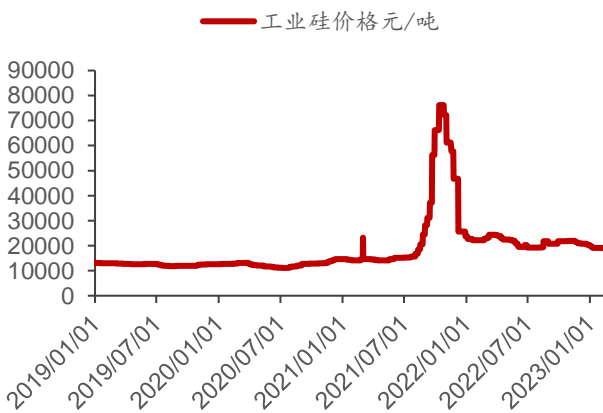
资，大量高耗能企业纷纷涌入，西南地区能源消费将继续呈现增长态势，给云南电力供应带来极大的压力，使得工业硅开工率存在较大波动。**2022年6-9月份**硅价几度冲到高位，6月份上海地区复工复产，下游消费复苏走强，带动金属硅价格上涨，但随后丰水期来临，产量扩张，价格重新回落。8月四川、云南相继限电，新疆疫情因素，供应出现短期缩紧，支撑硅价上涨，逼近年内高点。8月底高温结束，工厂复产，下游需求未发生实质性好转，高位硅价下方的支撑力度不足，硅价呈现缓慢下跌走势。虽然**2022年**工业硅价格区间徘徊震荡，但整体价格稳健，**2022年全年**平均价格为**21452.33元/吨**，同比下降**14.69%**。从**2023年1月份**开始，工业硅价格仍持续下跌，一方面由于新疆、内蒙等地产能逐渐达产，工业硅供应大幅度增加，另一方面从需求端来看，下游厂商库存去库较为缓慢，需求改善幅度有限。根据百川数据，截至**2023年3月11日**，工业硅成本为**13676元/吨**，价格为**18900元/吨**，毛利为**5224元/吨**。

图表 11 工业硅四川、新疆、云南开工率



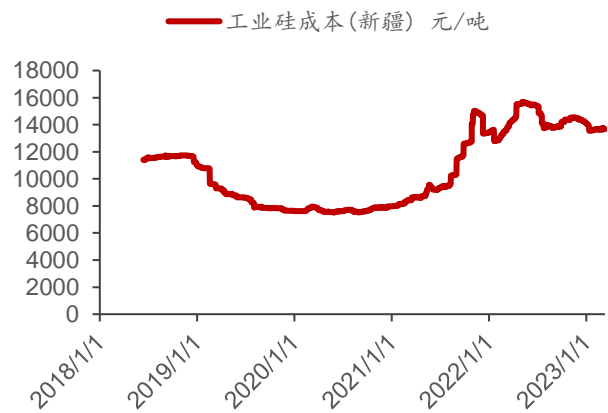
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 12 工业硅价格



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

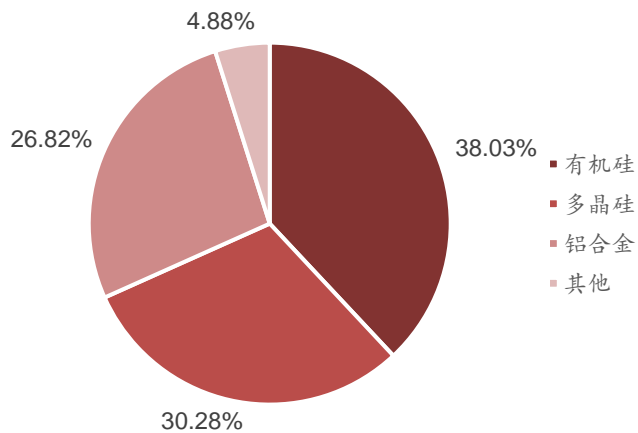
图表 13 工业硅成本



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

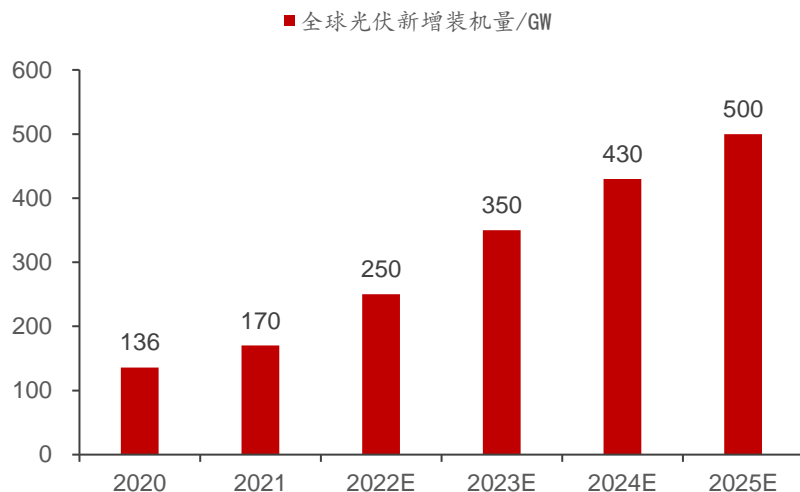
工业硅光伏领域需求持续高增长，未来随着二季度需求逐渐修复，看好未来价格回暖。工业硅下游应用主要集中在有机硅、多晶硅以及硅铝合金中。截止 2021 年，有机硅消费占比 38.03%，多晶硅消费占比 30.28%，硅铝合金消费占比 26.82%，其他应用占比 4.88%。硅铝合金下游需求相对稳定，而随着光伏新增装机量的持续高增长，多晶硅占比预计持续提升。中国作为全球光伏组件生成大国以及未来消费升级的持续进行，对将持续拉动对工业硅的高消费需求。多晶硅和有机硅需求端受益于光伏新装机量及国内消费升级，2022、2023、2024 年国内消费量有望达到 260.50、338.65、382.68 万吨。工业硅新产能持续投产，2022、2023、2024 年产量有望达到 326.56、380.43、469.98 万吨，预计 2023、2024 年工业硅处于平衡阶段。未来在供需双增的情况下工业硅价格将会回暖走高。

图表 14 工业硅下游需求结构



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 15 全球光伏新增装机量及预测



资料来源：CPIA,华安证券研究所

图表 16 工业硅供需平衡表

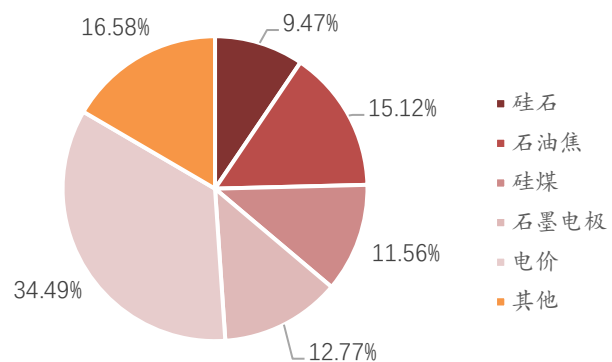
工业硅	指标/万吨	2020	2021	2022E	2023E	2024E
-----	-------	------	------	-------	-------	-------

供给端	产能	517.56	528.10	588	704.5	854.5
	开工率/%	43.89%	52.69%	55.54%	54.00%	52.00%
	产量	227.16	278.28	326.56	380.43	469.98
	进口量	0.05	0.42	3.02	3.17	3.32
	出口量	60.71	77.62	65.55	72.11	79.32
	净出口量	60.66	77.19	62.19	68.94	76.00
需求端	多晶硅	43.51	53.57	85.27	136.43	156.90
	有机硅	66.39	73.82	88.68	105.96	121.39
	硅铝合金	44.00	44.00	44.88	45.78	46.69
	其他	8.02	9.84	12.71	16.53	18.67
	国内消费量	164.40	201.60	260.50	338.65	382.68
	供需缺口	4.57	19.86	32.83	6.79	24.68

资料来源：百川盈孚，硅业分会，华安证券研究所

公司高电力、高原材料自给率在硅业景气度下滑时，更能彰显成本优势。工业硅成本中，原料及燃料动力成本占比较高。工业硅作为高耗能产品，平均每吨消耗12000-13000度电，电价占总成本达到34%，是影响工业硅成本最主要因素。公司工业硅主要生产基地位于石河子和鄯善，具有自备电厂，因新疆煤炭资源丰富电价相对廉价，此外多数企业具有自备电厂，相对其他地区具有明显的电价竞争力。工业硅原材料主要包括硅石、石油焦、硅煤、石墨电极、木屑等。其中石墨电极是电炉高温过程中的重要高温导电材料，在成本构成中占比13%。公司在新疆石河子、鄯善进行碳素生产布局，子公司隆盛碳素和宁新碳素分别配置有7.5万吨和3万吨石墨电极产能，鄯善基地7.5万吨石墨电极技改后，目前实际总产能已经接近15万吨/年，可实现工业硅对石墨电极需求的全覆盖，保障了生产成本的稳定性以及降低了公司工业硅生产成本。

图表 17 工业硅成本构成



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

2.2 有机硅：量升价跌盈利承压，新产能增量规模扩张

公司有机硅板块受益于新增产能加速扩张，营收增长，但价格下滑毛利承压。2022年，随着新疆硅业新材料煤电硅一体化项目二期年产20万吨硅氧烷及下游深加工项目建成投产，公司有机硅中间体产能已达到86.54万吨。具体来看，2022年公司有机硅产品110生胶、107胶、混炼胶、环体硅氧烷、气相法白炭黑产量分别为26.14、21.97、8.30、37.89、1.80万吨，同比增长42.92%、42.57%、83.22%、47.43%、51.26%；110生胶、107胶、混炼胶、环体硅氧烷、气相法白炭黑销量分别为20.13、20.76、6.88、9.68、1.13万吨，同比增长30.29%、48.71%、53.91%、46.44%、41.25%。2023Q1季度，110生胶、107胶、混炼胶、环体硅氧烷、气相法白炭黑产量分别为8.09、6.60、2.18、11.80、0.42万吨（环比+6.71%、+15.40%、+3.94%、+0.72%、-11.87%），110生胶、107胶、混炼胶、环体硅氧烷、气相法白炭黑销量5.69、5.87、1.94、2.28、0.25万吨（环比-15.76%、+3.05%、15.20%、30.01%、-11.29%）。营收方面，2022年公司有机硅板块实现营业收入130.26亿元，同比增长6.41%；毛利为42.59亿元，同比下降37.72%；毛利率为32.70%，同比减少2.29pct。

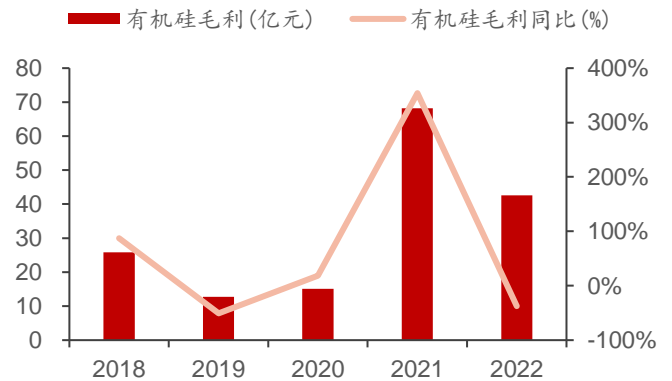
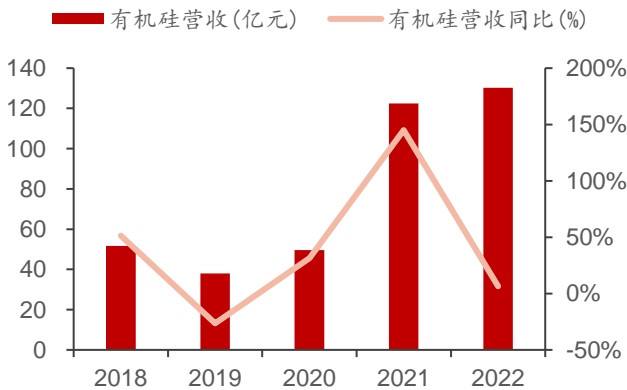
图表 18 有机硅板块产销量

产品	产/销量	2018	2019	2020	2021	2022
110 生胶	产量(万吨)	10.03	11.91	15.59	18.29	26.14
	销量(万吨)	7.70	9.14	12.73	15.45	20.13
107 胶	产量(万吨)	5.91	5.72	9.21	15.41	21.97
	销量(万吨)	5.86	5.76	8.93	13.96	20.76
混炼胶	产量(万吨)	3.53	4.32	4.05	4.53	8.30
	销量(万吨)	3.42	4.21	3.89	4.47	6.88
环体硅氧烷	产量(万吨)	11.93	13.38	18.83	25.70	37.89
	销量(万吨)	1.50	1.01	2.76	6.61	9.68
气相白炭黑	产量(万吨)	0.53	0.51	0.93	1.19	1.80
	销量(万吨)	0.47	0.37	0.69	0.80	1.13

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 19 有机硅板块营业收入及增长率

图表 20 有机硅板块毛利及增长率



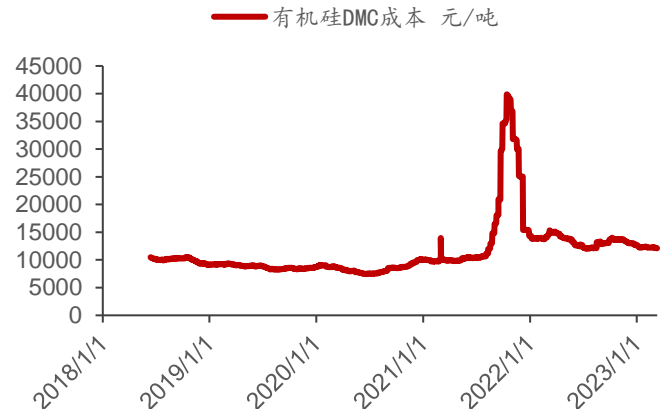
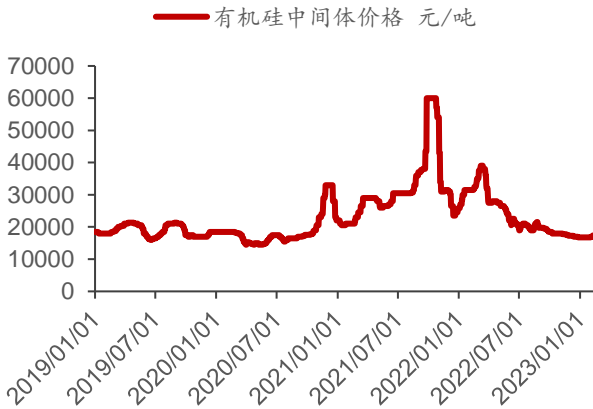
资料来源: iFind, 华安证券研究所

资料来源: iFind, 华安证券研究所

2022 年有机硅表现低迷, 价格持续下跌。2022 年年初, 由于原材料价格上涨和供应短缺等因素影响, 有机硅价格快速上涨, 但随着产能的逐步释放和市场供需逐渐趋于平衡, 价格逐渐回落, 5 月下旬开始, 有机硅 DMC 重心继续下探, 由于有效支撑不足, 有机硅行情一路跌至 2022 年年底。根据公司披露的经营数据, 2022 年 110 生胶、107 胶、混炼胶、环体硅氧烷、气相法白炭黑平均价格 (不含税) 分别为 19398.93、20434.25、20382.40、21567.52、23619.16 元/吨, 同比-30.78%、-25.48%、-18.55%、-19.65%、+20.75%。2023Q1 单季度, 110 生胶、107 胶、混炼胶、环体硅氧烷、气相法白炭黑平均价格 (不含税) 分别为 15337.37、15253.82、14878.88、15393.58、14357.99 元/吨, 环比-3.26%、-1.37%、-6.76%、-8.48%、-19.46%。截至 2023 年 3 月 11 日, 有机硅价格为 17100 元/吨, 成本为 12107.9 元/吨, 毛利为 4992.1 元/吨。目前有机硅价格处于行业成本线附近, 下游市场仍保持平静, 未来伴随下游大客户厂商的去库存结束, 下游产能的开工率有望回升, 从而带动有机硅采购需求提振, 推动有机硅价格回暖回升。

图表 21 有机硅价格

图表 22 有机硅成本



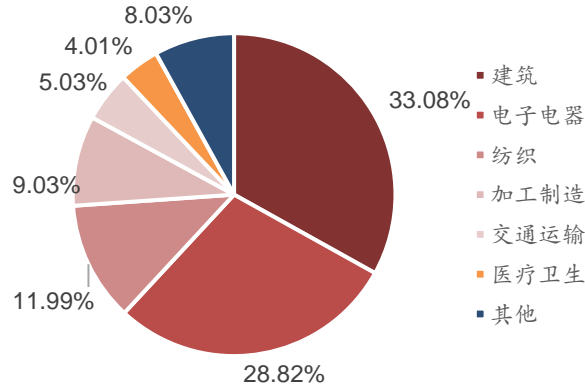
资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

受医疗、新能源等新兴领域带动, 有机硅需求有望迅速增长。有机硅下游应用领域涉及建筑、电子、新能源、纺织、医疗等众多行业。2022 年受地产疲软、出口回落等因素影响, 电子电器、建筑领域整体订单表现较为一般。但有机硅材料近年来被大量 5G、新能源车、可再生能源、芯片半导体等新兴产业。光伏组件用有机硅胶在生产时有两种功能, 一部分用作组件封装材料, 与铝边框粘接, 将组件封装起来, 起到封装、缓冲、绝缘等作用; 另一部分用作粘接接线盒。导热硅胶作为一种拥有优秀导热、绝缘、抗压性能的导热填充材料, 承接为新能源汽车解决动力电池系统所产生的“高温”问题。随着新能源汽车生产厂家对动力电池系统的安全性越来越看重, 导热硅胶在动力电池系统上的应用也开始越来越广泛和重要。医疗领域, 由于有机硅材料具有重量轻、生物相容性、柔软以及易清洁等特点, 已经广泛的应用于外科手术, 包括假肢和整形外科应用以及医疗导管以及医用辅材中。根据 Global

Market Insights 数据，2021 年全球医疗级有机硅市场规模超过 13 亿美元。中国人口老龄化以及人们对医疗舒适要求的程度不断提高，有机硅的应用市场将有一个很好的发展趋势，并以其特有的优势逐步替代传统材料。

图表 23 有机硅中间体下游应用占比

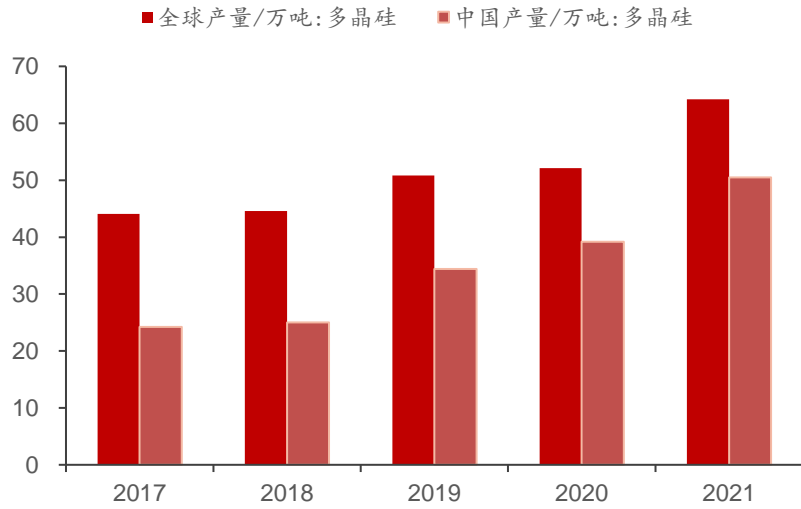


资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

2.3 多晶硅：供给端逐步投产，控制成本是关键

多晶硅产能以中国为主，随着新增产能释放供给端逐渐充足。在光伏新增装机量的高增长下，多晶硅需求近些年保持高速增长，多晶硅作为高能耗及高资本支出投入的产品，供给端产能释放相对需求增量有所滞后，在短期高盈利背景下，企业纷纷扩产多晶硅产能。从全球范围看，多晶硅主要集中在国内，2021 年，国内多晶硅产能 51.9 万吨，产量 50.5 万吨，占全球比例 78.7%。2022 年，中国多晶硅产能将达到 120.3 万吨，2023 年，国内多晶硅产能将达到 240.4 万吨，而海外多晶硅产能相对稳定。随着多晶硅产能的快速释放，多晶硅供给逐渐充足，多晶硅价格未来有下降趋势，截止 2022 年底，多晶硅价格 17.5 万/吨，价格单月接近腰斩，多晶硅企业进入成本驱动阶段，未来多晶硅成本相对来说更加重要。

图表 24 全球及中国多晶硅产量



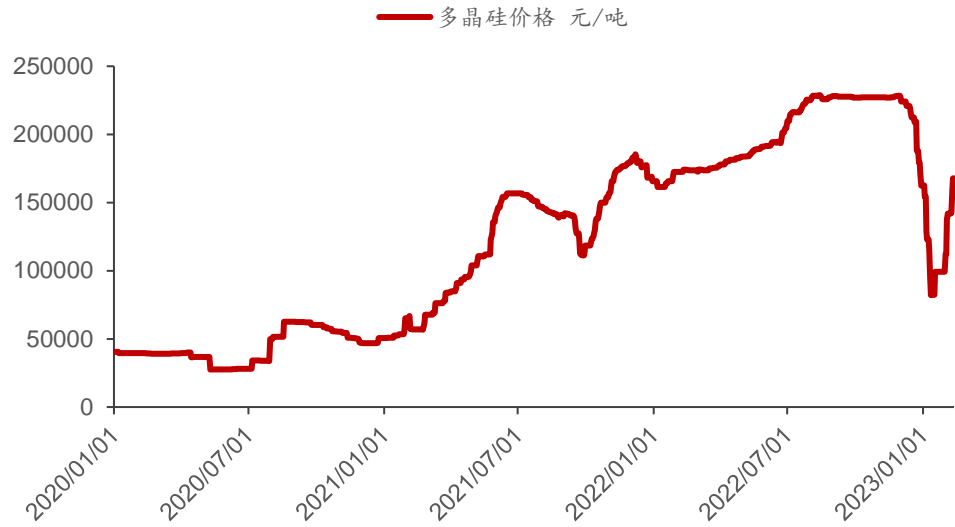
资料来源: wind、硅业分会、中商情报网、华安证券研究所

图表 25 多晶硅产能及投产计划

	2021 年产能/ 万吨	2022 新产能/ 万吨	2023 新产能/ 万吨	2024 新增产能 /万吨
通威永祥	10	13	12	10
协鑫科技	11	19	7.8	10
新特能源	8.1	13.4	10	10
大全新能源	8	4	10	0
东方希望	7	6	12.5	0
亚洲硅业	2	7	0	0
陕西天瑞	1.8	0	8	0
内蒙东立	1.2	0	4.8	0
鄂尔多斯	1.2	0	0	0
内蒙聚光	1	0	0	0
黄河水电	0.3	0	0	0
洛阳中硅	0.3	0	0	0
宜昌南玻	0	1	0	0
青海丽豪	0	5	5	0
新疆晶诺	0	0	5	0
宝丰能源	0	0	5	0
宁夏润阳	0	0	5	0
合盛硅业	0	0	20	0
包头弘元	0	0	5	0
曲靖信义	0	0	5	0
准东其亚	0	0	5	0
国内新增	0	68.4	120.1	30
总产能	51.9	120.3	240.4	270.4

资料来源：硅业分会，百川盈孚，华安证券研究所

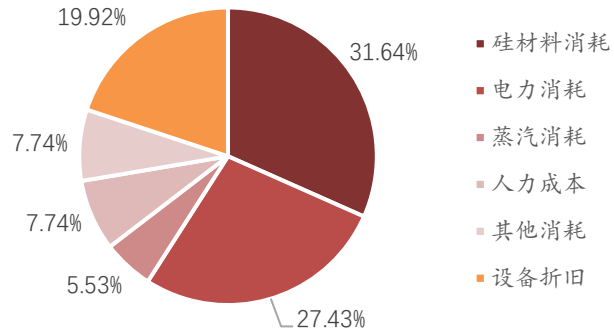
图表 26 多晶硅价格走势



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

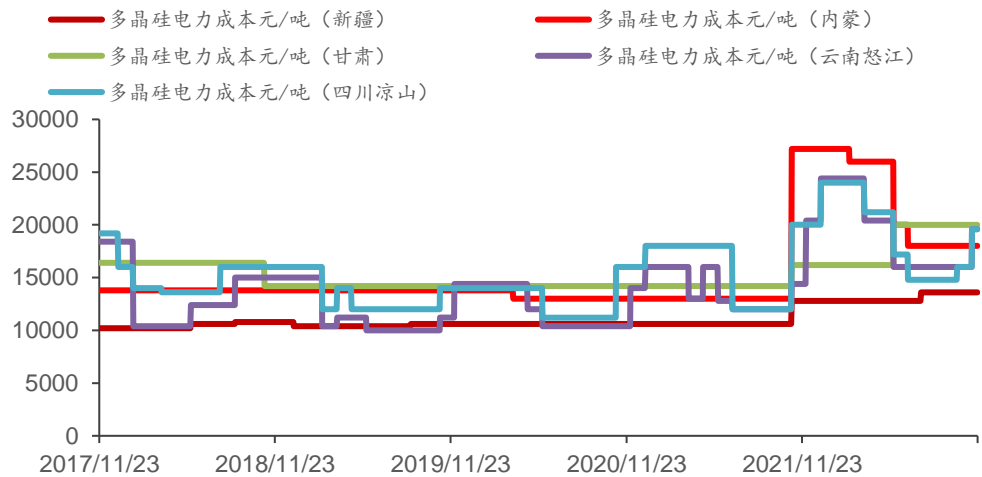
电价差异带动多晶硅成本差异，降低电力成本才能维持高位利润。多晶硅生产成本包括硅粉和三氯氢硅的消耗、电力消耗、蒸汽消耗、人力成本、设备折旧和其他消耗等，电力成本是最主要的成本之一。假设多晶硅耗电 4 万度/吨，不同地区电价差异使得多晶硅电力成本出现明显差异。2021 年 8 月份为丰水期，新疆多晶硅电力成本 10600 元/吨；云南多晶硅电力成本 10400 元/吨；四川多晶硅电力成本 11200 元/吨；内蒙多晶硅电力成本 13000 元/吨。丰水期间新疆、云南、四川三地的工业硅、多晶硅电力成本相差不大。2022 年 2 月为枯水期，此时新疆多晶硅电力成本 128000 元/吨；云南多晶硅电力成本 24400 元/吨；四川多晶硅电力成本 24000 元/吨；内蒙多晶硅电力成本 27200 元/吨，此时新疆多晶硅的电力成本相比云南、四川分别具有 3400 元/吨以及 12000 元/吨以上的成本优势。

图表 27 多晶硅成本构成



资料来源：《浅谈多晶硅生产过程成本控制》，华安证券研究所

图表 28 不同地区多晶硅电力成本



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

公司在新疆自备电厂，同时发展光伏产业链，保障企业用电的同时可降低电力成本。公司多晶硅项目位于乌鲁木齐甘泉堡经济技术开发区，采用改良西门子法工艺，还原炉电耗 43 千瓦时/kg，新疆在电价上具有优势，根据测算，新疆地区多晶硅电力成本相比其他地方具有 1.2 万/吨的优势。此外，多晶硅最新设备在效能等方面具有优势，通过国网 2GW 光伏发电可在一定程度上降低成本，构建核心竞争力。公司在石河子及鄯善两大基地目前 90%以上电力为自备电厂，但随着鄯善基地 40 万吨工业硅的投产，鄯善基地约有 14 亿度电的缺口，石河子目前有 5 亿度电的缺口。为保障公司的电力稳定及降低电力成本，在鄯善基地规划 1.5GW 光伏电站、1GW 光热新能源，预计 2024 年 6 月前将弥补鄯善基地的全部电力缺口。此外，随着明年多晶硅项目的逐步投产，公司同步规划硅片、电池片以及光伏玻璃、光伏胶等辅材，进一步完善光伏下游产业链，预计 2023 年底将实现 5GW 光伏组件生产能力，2024 年将具备 20GW 的光伏组件生产能力。

图表 29 公司多晶硅项目

项目基地	规划产能	电力需求 (亿度)	电力供给	电力缺口	光伏发电建设 情况
新疆甘泉堡基地	20 万吨多晶硅	120	厂外拟建的两 220kV 变电站，厂内新建 35kV、10kV 配电装置。	外购电力	通过国网 2GW 光伏发电
新疆鄯善基地	80 万吨工业硅， 50 万吨有机硅中间体	130	自备电厂供电	二期 40 万吨工业硅投产后，预计 14 亿度电力缺口	规划 1.5GW 光伏、1GW 光热新能源，2024 年 6 月前逐步弥补电力缺口
新疆石河子基地	30 万吨工业硅， 40 万吨有机硅中间体		自备电厂供电	90%以上自备电厂，5 亿度电左右缺口	暂无规划

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司上下游产业链一体化，打造成本竞争优势。第一，公司业务同时涉及工业硅和有机硅领域，一方面工业硅业务为有机硅业务提供充足的原料保障，另一方面有机硅业务的原料需求也起到了稳定工业硅销售的作用，从而为工业硅扩大生产，降低成本，获得规模优势奠定了基础；其次，公司拥有工业硅原材料石墨电极和电能的供应能力。公司工业硅主要生产基地位于石河子和鄯善，具有自备电厂，因新疆煤炭资源丰富，自备电厂电力成本 0.24-0.25 元/度，不用担心电价的剧烈波动。目前石河子基地可满足 90%用电，剩下电力外购，目前新疆外购电价 0.34 元/度，和其他地区比仍具有优势。第三，公司目前进入光伏领域，建设硅基材料产业一体化项目，包括多晶硅、单晶切片、电池组件和光伏发电环节，形成光伏新能源产业链一体化的格局，有利于公司产业升级。

3. 光伏产业链+硅基新材料，项目建设持续推进

公司依托“煤—电—硅”产业链协同发展的优势，持续提升工业硅、有机硅产能及市场占有率。公司目前具有 119 万吨/年工业硅产能，云南昭通 40 万吨工业硅于 2022 年 8 月份开始建设，预计 2023 年 Q2 有望投产，届时公司工业硅总产能将达到 159 万吨，进一步巩固工业硅龙头地位。根据公告，2022 年新疆东部合盛煤电硅一体化项目二期年产 40 万吨工业硅项目顺利实现投产，其主要建设 40 万吨/年的工业硅，并且新建 32 台 33MVA 电炉、配套脱硫脱硝装置、环保设施及配套变配电装置等附属设施，可以充分利用公司在新疆产业园区的一体化协同优势，进一步发挥公司的技术优势和整体规模优势。此外当前公司还具有工业硅在建项目“云南合盛水电硅循环经济项目—80 万吨/年工业硅生产及配套 60 万吨型煤加工生产（一期）”。云南“绿—电—硅”循环经济生产基地一期建设 38 万吨工业硅，该项目的建设将充分利用云南当地绿色能源优势，进一步发挥公司的技术优势和整体规模优势，提升公司工业硅产品市场占有率，为多晶硅行业增长对原料工业硅的需求提供有力保障，提高公司的经济效益。有机硅方面，随着公司在 2022 年新疆硅业新材料煤电

硅一体化项目二期的顺利投产，公司有机硅中间体产能已达到 86.54 万吨。有机硅在建项目为“新疆合盛硅业新材料有限公司煤电硅一体化项目三期年产 20 万吨硅氧烷及下游深加工项目”，主要建设年产 20 万吨硅氧烷及下游深加工生产线，不断完善有机硅下游产品。

光伏领域规模扩张，新能源产业链布局进一步完善。目前公司在光伏领域的在建项目布局包括新疆东部合盛硅业有限公司年产 20 万吨高纯晶硅项目和新疆中部光伏一体化产业园项目（包含中部合盛年产 20 万吨高纯多晶硅项目、中部合盛年产 20GW 光伏组件项目、中部合盛年产 150 万吨新能源装备用超薄高透光伏玻璃制造项目）。公司在光伏领域的建设一方面顺应行业发展趋势，向下游进行业务领域延伸，拓展建设光伏组件产能，进一步扩大和完善了公司在硅基新材料的布局，提升公司的产业规模和综合市场竞争实力；另一方面落实了公司向工业硅下游进一步拓展的整体战略规划，形成公司光伏新能源产业链一体化的格局，形成了“多晶硅—单晶切片—电池组件&光伏玻璃—光伏发电”的完整产业链，有利于公司打造新的盈利增长点，为公司中长期可持续发展提供保障，有利于公司产业升级。随着公司光伏领域产业链的进一步完善，将为公司长期成长注入新动力。

图表 30 公司在建项目

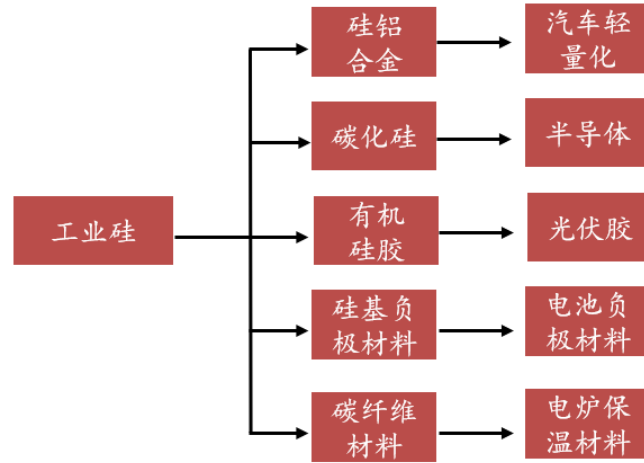
分类	项目名称	项目内容	投资额(亿元)	披露日期	预计投产时间
工业硅	云南合盛硅业有限公司水电硅循环经济项目——80 万吨/年工业硅生产及配套 60 万吨型煤加工生产（一期）	一期新建 38 万吨工业硅产量项目	40.84	2021.04.22	2023 下半年
多晶硅	新疆东部合盛硅业有限公司年产 20 万吨高纯晶硅项目	建设 10 万吨/年多晶硅生产线各 2 条	176.31	2023.04.21	2025
	新疆中部合盛硅业有限公司硅基新材料产业一体化项目	年产 20 万吨高纯多晶硅项目	175	2022.02.15	2023.06
光伏玻璃	新疆中部合盛硅业有限公司年产 150 万吨新能源装备用超薄高透光伏玻璃制造项目	年产 150 万吨新能源装置用超薄高透光伏玻璃制造项目	44.55	2023.04.21	2023-2025
光伏组件	新疆中部合盛硅业有限公司硅基新材料产业一体化项目	年产 20GW 光伏组件:20GW/年单晶硅棒装置、20GW/年单晶切片装置、20GW 年单晶电池片装置、20GW/年高效晶硅光伏组件装置	205	2023.04.21	2023-2025

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司是我国硅基新材料行业中业务链最完整、生产规模最大的企业之一，在硅

基新材料的研发投入快速增长。基于自身硅基原材料低成本的优势，公司在工业硅传统下游发展高强度硅铝合金；在光伏产业链，公司研发布局光伏硅胶、碳纤维保温材料，既完善光伏产业链，又具有一定原料优势。而在半导体领域，公司在碳化硅衬底、外延均有布局，未来碳化硅项目将进一步丰富公司硅基新材料业务领域。

图表 31 硅基新材料布局与规划



资料来源：公司公告，华安证券研究所

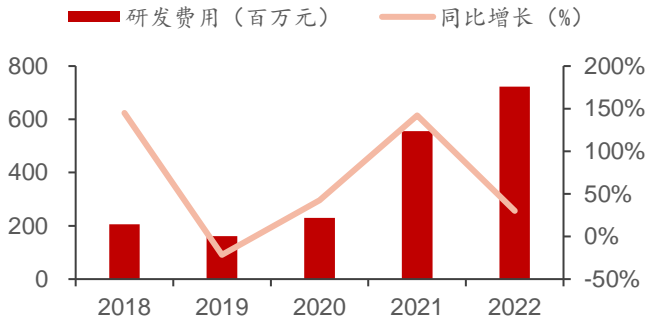
硅基新材料加速布局，碳化硅开始量产销售。公司成立合盛硅业（上海）南翔研发制造中心，用于有机硅产品研发和第三代半导体碳化硅长晶技术和有机硅材料高端产品的研究。同时，公司全资子公司合盛新材已完整掌握了碳化硅材料的原料合成、晶体生长、衬底加工以及晶片外延等全产业链核心工艺技术，突破了关键材料（多孔石墨、涂层材料）和装备的技术壁垒，目前碳化硅生产线已具备量产能力，产品良率处于国内企业领先水平，在关键技术指标方面已追赶上国际龙头企业水平。6 英寸衬底和外延片已得到国内多家下游器件客户的验证，并顺利开发了日韩、欧美客户；8 英寸衬底研发顺利，并实现了样品的产出。有机硅下游高端产品等技术研发也在有序推进，为公司未来在硅基能源赛道上进一步巩固龙头地位构建强大的技术护城河。

4. 持续高研发高投入，拥有强大技术研发能力

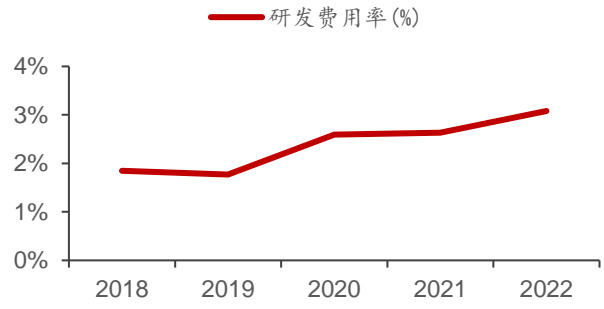
研发费用大幅增长，持续引入高学历人才。2022 年公司研发费用达 7.23 亿元，同比增加 30.12%，占营业收入比例达 3.06%。从员工构成来看，近五年来，研发人员数量呈上升态势，2022 年研发人员数量达 1915 人，同比增长 51.38%；本科及以上学历员工 2299 人，占公司总人数的 13.73%。公司不断吸收、接纳、培养更多高学历人才，提升研发费用，增强企业核心竞争力。

图表 32 研发费用

图表 33 研发费用率

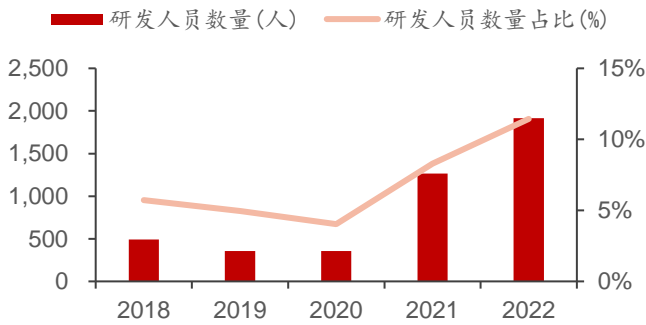


资料来源：公司公告，华安证券研究所



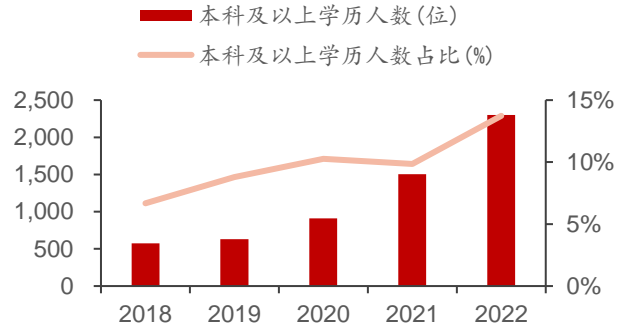
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 34 研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 35 本科及以上学历人员



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司高度重视自主研发和技术积累，拥有多项专利，参与制定国家及行业标准。公司完整掌握了工业硅及有机硅全产业链生产的核心技术，拥有专门的研发团队，并建立了完整的研发流程。近几年来，公司申请专利数目呈持续增加趋势，截至 2022 年末，公司取得授权专利 368 项，其中发明专利 50 项。作为行业领先企业，公司还参与了《有机硅环体单位产品能源消耗限额》、《工业硅》、《工业硅化学分析方法》等多个国家或行业标准的制定或修改。

图表 36 公司核心技术

应用领域	核心技术名称	取得方式	产业化阶段
工业硅	矿热炉旋转炉体技术	自主研发	成熟应用
	波纹管压力环技术	自主研发	成熟应用
	水冷盖板倒挂技术	自主研发	成熟应用
	多功能水排技术	自主研发	成熟应用
	拱形钟烟罩技术	自主研发	成熟应用
	炉膛防膨胀技术	自主研发	成熟应用
	矿热炉无缝砌炉技术	自主研发	成熟应用
有机硅	有机硅用金属硅粉加工技术	自主研发	成熟应用
	有机硅单体合成高效催化剂复配技术	自主研发	成熟应用
	单体精馏综合节能技术	自主研发	成熟应用

精馏单体提纯技术	自主研发	成熟应用
二甲基二氯硅烷浓酸水解产业化技术	自主研发	成熟应用
高纯 D4、D5 生产技术	自主研发	成熟应用
室温硫化硅橡胶 (107 胶) 生产技术	自主研发	成熟应用
110 甲基乙烯基硅橡胶生产技术	自主研发	成熟应用
高温硫化硅橡胶 (混炼胶) 生产技术	自主研发	成熟应用
一甲基三氯硅烷制备气相法白炭黑生产技术	自主研发	成熟应用
一甲基三氯硅烷制备甲基三甲氧基 (乙氧基) 硅烷工艺技术	自主研发	设计阶段
一甲基三氯硅烷、三甲基一氯硅烷制备二甲基二氯硅烷生产技术	自主研发	成熟应用
副产物高沸制备二甲基二氯硅烷生产技术	自主研发	成熟应用
副产物共沸分离制备正硅酸乙酯、硅醚生产技术	自主研发	成熟应用
有机硅生产氯化氢载体循环综合利用技术	自主研发	成熟应用
有机硅单体生产三废综合处理技术	自主研发	成熟应用
有机硅单体生产在线检测技术	自主研发	成熟应用

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 37 合盛硅业申请专利示例

申请日	专利名称	专利类型	专利公开号
2022.01.18	二甲基硅油生产设备和生产方法	发明专利	CN113941167A
2022.01.21	一种有机硅涂料及其制备方法	发明专利	CN113956790A
2022.02.18	一种用于连续生产高粘度二甲基硅油的方法和装置	发明专利	CN114058016A
2022.03.04	一种具有高撕裂强度的硅橡胶及其制备方法	发明专利	CN114133742A
2022.04.01	一种用于制备粉末 MQ 硅树脂的方法	发明专利	CN114262438A
2022.04.05	一种更换合成有机硅单体原料的方法以及系统	发明专利	CN114272857A
2022.04.26	一种用于连续生产高粘度 107 胶的方法和装置	发明专利	CN114395365A
2022.07.05	硅油副产物处理装置、硅油制备系统和单体制备系统	发明专利	CN114702007A
2022.07.29	白炭黑分散性检测方法	发明专利	CN114813483A
2022.08.09	一种硅橡胶混炼胶、制备方法以及硅橡胶制品	发明专利	CN114874631A
2022.08.19	一种有机硅单体生产方法以及系统	发明专利	CN114917845A
2022.08.30	一种液体硅橡胶及其制备方法	发明专利	CN114958007A
2022.10.14	一种静态混合装置及气相二氧化硅生产系统	发明专利	CN115178128A
2022.10.14	一种有机硅单体生产系统以及方法	发明专利	CN115178189A
2022.10.21	一种用于生产高粘度 107 胶的系统	发明专利	CN115212824A
2022.10.21	一种气相二氧化硅脱酸装置及脱酸方法	发明专利	CN115215347A

资料来源：国家知识产权局，华安证券研究所

图表 38 公司参与起草或制定的主要标准

序号	标准名称	标准号	类型	参与情况	制定或修订
1	《有机硅环体单位产品能源消耗限额》	GB 30530-2014	国家标准	第二主起草	制定

2	《工业硅》	GB/T 2881-2014	国家标准	第三主起草	制定
3	《工业硅化学分析方法第4部分：杂质元素含量的测定电感耦合等离子体原子发射光谱法》	GB/T 14849.4-2014	国家标准	参与	修订
4	《工业硅化学分析方法第6部分：碳含量的测定红外吸收法》	GB/T 14849.6-2014	国家标准	参与	修订
5	《工业硅化学分析方法第7部分：磷含量的测定磷钼蓝分光光度法》	GB/T 14849.7-2014	国家标准	参与	修订
6	《工业硅化学分析方法第9部分：钛含量的测定二安替吡琳甲烷分光光度法》	GB/T 14849.9-2014	国家标准	参与	修订
7	《工业硅单位产品能源消耗限额》	GB/T 14849.8-2014	国家标准	参与	制定
8	《有机硅生产用硅粉》	YS-T 1109-2016	行业标准	第一主起草	制定
9	《硅橡胶混炼胶高抗撕强度型和高拉伸强度型》	GB/T 33429-2016	国家标准	第一主起草	制定
10	《工业硅安全生产规范》	2014-0231-T-610	行业标准	第二主起草	制定
11	《甲基乙烯基硅橡胶分子量的测定-门尼粘度法》	/	国家标准	第一起草	制定
12	《甲基乙烯基硅橡胶乙烯基含量的测定-近红外法》	20160705-T-606	国家标准	第一起草	制定

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

公司不仅高度重视技术积累，还将技术研发转化为生产力落到了实处。公司的技术研发团队贴近生产一线，随时发现问题解决问题。通过多年来对有机硅生产工艺的潜心研究，公司在工业硅用于有机硅生产的应用能力上达到了较高的水平，提高了对原料的包容度，降低了成本。此外，作为有机硅单体生产的核心技术，公司的甲基氯硅烷合成技术结合催化剂复配技术有效的提高了反应稳定性、活性及二甲选择性，延长了反应周期，使装置产能得到有效提升。公司还对高沸、低沸、共沸等副产物实现了综合利用，有效降低了生产过程中污染物的排放，创造了良好的社会、经济和环保效益。通过不懈努力，公司在能耗水平、成本控制、资源利用、柔性生产、产品质量等方面具备了明显的竞争优势，达到了国内领先水平，并在逐步缩小与国际知名企业的差距。

公司在产品和技术研发活动中采用了自主研发和合作研发相结合的模式，充分利用外部智力资源，提高技术开发和转化的速度和效率。公司根据业务和地域分布

情况分别与行业内的知名高等院校、科研院所、龙头企业开展了合作。公司本部与中国科学院化学所、中国科学院过程工程研究所、杭州师范学院、嘉兴学院等单位开展了产学研合作并建立了长期合作关系。公司与中国科学院化学所有机硅课题组等研究团队进行前沿性技术交流，与公司的研发人员共同组成研发团队，利用公司提供的设备、材料、场地实施研发活动，并在中国科学院化学所设立了奖学金；杭州师范大学、嘉兴学院根据公司遇到的实际技术问题设定科研方向开展共同研究，并为公司培养和输送有机硅方面的技术人才等。子公司西部合盛在工业硅业务发展过程中先后与业内知名的设备设计及供应厂商陕西宏信矿热炉有限公司、陕西合元机电工程有限公司、中钢集团吉林机电设备有限公司等企业形成长期的技术合作关系，陆续成功研发了多项矿热炉关键技术并得以成功应用。西部合盛还与石河子大学化工学院、机电学院签署校企技术合作协议，致力于煤-电-硅产业链的节能降耗研究，这对推动产业结构战略性调整、解决经济社会发展重大瓶颈问题等方面具有重要意义。

由于工业硅有机硅价格持续回落，业绩有所承压，我们下调 2023-2024 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 58.22、75.53、89.07 亿元，同比增速为 13.1%、29.7%、17.9%，每股收益分别为 4.92、6.39、7.53 元，2023-2024 年业绩较前值分别下调 32.05%、23.98%。当前股价对应 PE 分别为 15、11、9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

- (1) 项目投产进度不及预期；
- (2) 产品价格大幅波动；
- (3) 装置不可抗力的风险；
- (4) 资产收购进度不及预期。

财务报表与盈利预测

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	13539	23973	30385	37742
现金	2382	9018	11121	13978
应收账款	339	835	1024	1224
其他应收款	235	193	280	371
预付账款	691	1101	1501	1854
存货	7610	10503	14122	17976
其他流动资产	2281	2323	2336	2339
非流动资产	40194	49062	57738	66014
长期投资	34	34	34	34
固定资产	18790	21638	25241	28813
无形资产	1420	1855	2271	2708
其他非流动资产	19951	25535	30192	34460
资产总计	53733	73035	88123	103756
流动负债	18293	24728	32259	38981
短期借款	5795	7306	10070	11011
应付账款	6746	9871	12753	16397
其他流动负债	5753	7552	9436	11573
非流动负债	11463	11463	11463	11463
长期借款	10842	10842	10842	10842
其他非流动负债	620	620	620	620
负债合计	29756	36191	43721	50444
少数股东权益	145	152	157	161
股本	1074	1182	1182	1182
资本公积	4521	11451	11451	11451
留存收益	18237	24059	31611	40518
归属母公司股东权益	23832	36692	44245	53152
负债和股东权益	53733	73035	88123	103756

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-626	9653	10430	12714
净利润	5148	5822	7553	8907
折旧摊销	1637	1824	1494	1557
财务费用	340	943	1046	1135
投资损失	-24	3	-6	-3
营运资金变动	-7925	1125	458	1281
其他经营现金流	13270	4633	6981	7463
投资活动现金流	-12147	-10624	-10046	-9663
资本支出	-11473	-10621	-10052	-9666
长期投资	-350	0	0	0
其他投资现金流	-324	-3	6	3
筹资活动现金流	13702	7606	1718	-193
短期借款	4686	1511	2764	942
长期借款	9776	0	0	0
普通股增加	0	108	0	0
资本公积增加	124	6930	0	0
其他筹资现金流	-884	-943	-1046	-1135
现金净增加额	977	6636	2102	2858

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	23657	33987	44457	55391
营业成本	15522	22842	30159	38321
营业税金及附加	426	719	863	1081
销售费用	34	52	66	83
管理费用	419	536	744	901
财务费用	334	892	852	896
资产减值损失	-9	26	39	33
公允价值变动收益	-17	0	0	0
投资净收益	13	-3	6	3
营业利润	6411	7048	9211	10818
营业外收入	28	0	0	0
营业外支出	122	0	0	0
利润总额	6318	7048	9211	10818
所得税	1176	1219	1654	1907
净利润	5141	5829	7557	8911
少数股东损益	-7	7	4	4
归属母公司净利润	5148	5822	7553	8907
EBITDA	8170	9538	11246	12873
EPS (元)	4.79	4.92	6.39	7.53

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	10.6%	43.7%	30.8%	24.6%
营业利润	-34.9%	9.9%	30.7%	17.4%
归属于母公司净利润	-37.4%	13.1%	29.7%	17.9%
获利能力				
毛利率 (%)	34.4%	32.8%	32.2%	30.8%
净利率 (%)	21.8%	17.1%	17.0%	16.1%
ROE (%)	21.6%	15.9%	17.1%	16.8%
ROIC (%)	12.6%	11.3%	12.0%	12.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	55.4%	49.6%	49.6%	48.6%
净负债比率 (%)	124.1%	98.2%	98.5%	94.6%
流动比率	0.74	0.97	0.94	0.97
速动比率	0.29	0.50	0.46	0.46
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.47	0.50	0.53
应收账款周转率	69.76	40.70	43.40	45.25
应付账款周转率	2.30	2.31	2.36	2.34
每股指标 (元)				
每股收益	4.79	4.92	6.39	7.53
每股经营现金流(薄)	-0.53	8.17	8.82	10.75
每股净资产	20.16	31.04	37.43	44.96
估值比率				
P/E	19.05	14.50	11.17	9.48
P/B	4.11	2.30	1.91	1.59
EV/EBITDA	12.82	9.96	8.50	7.28

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。