

2021年04月22日

合盛硅业 (603260.SH)

公司快报

有色金属 | 稀有金属 III

投资评级

买入-B(首次)

股价(2021-04-21)

47.21 元

交易数据

总市值(百万元)	44,282.98
流通市值(百万元)	44,282.98
总股本(百万股)	938.00
流通股本(百万股)	938.00
12个月价格区间	21.60/55.53 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.02	8.43	78.71
绝对收益	-5.01	4.33	101.56

分析师

杨立宏

 SAC 执业证书编号: S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.cn

报告联系人

胡锦琛

hujinchen@huajinsec.cn

相关报告

拓产能进入释放周期, 充分受益行业复苏

投资要点

- ◆ **事件内容:** 公司发布 2020 年年度报告: 报告期内公司实现营业收入 89.68 亿元, 同比增长 0.34%, 实现归属于母公司股东净利润 14.04 亿元, 同比增长 27.71%, 实现扣非归母净利润 13.47 亿元, 同比增长 37.80%。同时公司发布 2021 第一季度财务报告: 2021Q1 公司实现营业收入 32.76 亿元, 同比增长 76.21%, 实现归母净利润 9.01 亿元, 同比增长 261.30%。
- ◆ **2020 年工业硅收入下滑, 有机硅产量增长带动收入上行:** 主营业务分产品来看, 工业硅销售收入全年为 38.49 亿元, 较上年减少 23.61%, 主要原因系部署硅业 2020 年 10 万吨硅氧烷项目正式投产导致工业硅自用量同比增长 3.4 万吨至 13.5 万吨, 全年工业硅销量同比下滑-25.9%至 36.7 万吨。有机硅销售收入为 49.96 亿元, 较上年增加 31.38%, 报告期内公司有机硅产量同比增长 35.6%至 48.6 万吨, 销量同比增长 41.5%。销售价格来看, 公司工业硅全年平均销售单价较 2019 年小幅增长 3.0%, 有机硅全年平均销售单价同比下滑-7.2%, 整体价格变动幅度较小, 影响工业硅毛利率增长 2.2%至 25.9%, 有机硅毛利率下降-3.3%至 30.1%。
- ◆ **年初以来主要产品价格大幅上行, 带动一季度业绩快速增长:** 2021Q1 公司业绩同比快速增长, 若剔除疫情影响, 与 2019 年 Q1 业绩相比, 公司营业收入提升 34.2%, 归母净利润大幅提升 123.9%, 整体业绩规模接近 2018 年行业高景气阶段水平。公司业绩增长的主要原因为主要产品价格特别是有机硅产品延续去年 Q4 以来的高景气度, 年初以来价格持续快速上涨。有机硅 DMC 较年初价格上涨约 31.8%, 有机硅 107 胶较年初上涨约 28.26%, 产品价格快速上涨带动公司业绩弹性释放。
- ◆ **我国硅行业龙头, 行业周期底部拓建产能进入快速释放阶段:** 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, 同时具备工业硅和有机硅的协同生产能力, 截至 2020 年公司具备工业硅产能 73 万吨/年, 长期居全国第一; 有机硅(单体)产能 53 万吨, 占全国总产能约 16%。未来两年内, 公司新疆石河子 40 万吨有机硅项目拟投产, 其中 20 万吨有机硅生胶项目即将全面投产; 云南昭通 80 万吨工业硅+80 万吨有机硅项目将分两期进行, 其中 1 期 40 万吨工业硅+40 万吨有机硅将在 2021 年底到 2022 年中投产, 行业周期底部建设产能逐步步入快速释放阶段。
- ◆ **经济复苏叠加新兴产业需求, 有望充分获益于行业景气度上行:** 工业硅是下游光伏材料(多晶硅)、有机硅材料、合金材料的主要原料, 我们认为受益于我国实现“碳达峰、碳中和”目标, 未来光伏行业有望带动工业硅需求上行, 同时近年来, 在环保监察力度不断加大、国内供给侧结构性调整持续进行背景下, 工业硅产业由高速成长期逐步过度到平稳运行, 国内新增产能受到严格控制, 工业硅产能严格受限, 行业集中度不断提升; 有机硅方面, 受益于全球经济复苏, 有机硅作为多个行业的上游原料, 下游需求广泛, 有望持续受益于传统需求复苏。总体而言, 工业硅受益于新兴需求, 产能受限情况下行业有望困境反转, 有机硅有望受益于全球经济复苏

背景下的传统需求重振，公司作为行业龙头将充分受益于行业景气度的上行。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 2.28、3.41 和 3.78 元。净资产收益率分别为 18.1%、21.8% 和 19.8%，考虑公司稳固的硅行业龙头地位，充分受益于下游需求景气度攀升带来的业绩弹性，我们首次覆盖并给予买入 -B 建议。

◆ **风险提示：**1，新增产能拓建项目建设进度不及预期；2，新兴行业下游需求及经济复苏程度不及预期；3，原材料价格大幅波动的风险。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,939	8,968	13,188	18,626	20,971
YoY(%)	-19.3	0.3	47.0	41.2	12.6
净利润(百万元)	1,106	1,404	2,140	3,199	3,545
YoY(%)	-60.6	26.9	52.4	49.5	10.8
毛利率(%)	27.8	28.2	30.7	30.6	30.7
EPS(摊薄/元)	1.18	1.50	2.28	3.41	3.78
ROE(%)	12.9	14.4	18.1	21.8	19.8
P/E(倍)	37.9	29.8	19.6	13.1	11.8
P/B(倍)	4.9	4.3	3.5	2.9	2.3
净利率(%)	12.4	15.7	16.2	17.2	16.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4408	4294	6605	7513	8119	营业收入	8939	8968	13188	18626	20971
现金	300	349	0	0	0	营业成本	6453	6442	9142	12925	14524
应收票据及应收账款	414	293	746	722	931	营业税金及附加	326	237	366	523	622
预付账款	192	166	360	382	453	营业费用	443	32	350	281	437
存货	2446	2505	4522	5412	5751	管理费用	186	219	323	410	481
其他流动资产	1057	982	977	997	984	研发费用	159	230	204	360	410
非流动资产	12979	15708	20054	25671	26830	财务费用	228	240	306	409	391
长期投资	4	4	4	4	4	资产减值损失	-14	-27	0	0	0
固定资产	10640	10638	14635	19589	21116	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	625	732	769	814	870	投资净收益	-6	-17	-4	-5	-8
其他非流动资产	1711	4333	4647	5264	4840	营业利润	1289	1580	2493	3712	4098
资产总计	17387	20002	26659	33184	34948	营业外收入	15	34	17	20	21
流动负债	7308	7900	12381	16000	15094	营业外支出	15	14	11	13	14
短期借款	2785	2481	4197	5661	4904	利润总额	1289	1599	2499	3719	4106
应付票据及应付账款	3134	4062	6151	8288	7937	所得税	175	186	330	485	529
其他流动负债	1390	1357	2033	2051	2252	税后利润	1114	1413	2169	3233	3577
非流动负债	1477	2316	2323	2346	1773	少数股东损益	7	9	28	34	32
长期借款	1103	2173	2181	2204	1630	归属母公司净利润	1106	1404	2140	3199	3545
其他非流动负债	374	142	142	142	142	EBITDA	2511	2989	3895	5707	6533
负债合计	8785	10216	14704	18346	16866						
少数股东权益	104	100	129	163	195	主要财务比率					
股本	938	938	938	938	938	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2016	2028	2028	2028	2028	成长能力					
留存收益	5543	6723	8574	11373	14525	营业收入(%)	-19.3	0.3	47.0	41.2	12.6
归属母公司股东权益	8498	9686	11826	14676	17887	营业利润(%)	-61.0	22.5	57.8	48.9	10.4
负债和股东权益	17387	20002	26659	33184	34948	归属于母公司净利润(%)	-60.6	26.9	52.4	49.5	10.8
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	27.8	28.2	30.7	30.6	30.7
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	12.4	15.7	16.2	17.2	16.9
经营活动现金流	1369	1254	3273	6369	5237	ROE(%)	12.9	14.4	18.1	21.8	19.8
净利润	1114	1413	2169	3233	3577	ROIC(%)	10.2	11.4	12.7	15.2	15.5
折旧摊销	990	1107	1127	1618	2043	偿债能力					
财务费用	228	240	306	409	391	资产负债率(%)	50.5	51.1	55.2	55.3	48.3
投资损失	6	17	4	5	8	流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
营运资金变动	-1016	-1546	-332	1104	-783	速动比率	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
其他经营现金流	46	24	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-1181	-1351	-5477	-7239	-3210	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
筹资活动现金流	-380	56	139	-594	-1270	应收账款周转率	17.4	25.4	25.4	25.4	25.4
						应付账款周转率	2.1	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.50	2.28	3.41	3.78	P/E	37.9	29.8	19.6	13.1	11.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	1.34	3.49	6.79	5.58	P/B	4.9	4.3	3.5	2.9	2.3
每股净资产(最新摊薄)	9.06	10.33	12.61	15.65	19.07	EV/EBITDA	18.4	15.6	12.6	8.9	7.6

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com