



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2021-04-21

公司点评报告

买入/维持

合盛硅业(603260)

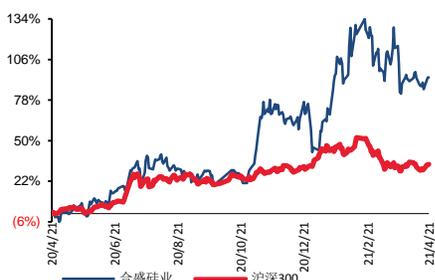
目标价: 59

昨收盘: 44.68

材料 材料II

## 量价齐升业绩创新高，云南新疆项目加速成长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 938/365       |
| 总市值/流通(百万元)  | 41,910/16,316 |
| 12个月最高/最低(元) | 54.00/21.93   |

### 相关研究报告:

合盛硅业(603260)《有机硅行业复苏，业绩有望持续向上》  
--2020/10/31

### 证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

### 分析师助理: 贺顺利

电话: 15117964218

E-MAIL: hesl@tpyzq.com

执业资格证书编码:

**事件:** 公司发布 2020 年年报与 2021 年一季报: 报告期实现营业收入 89.68 亿元, 同比+0.34%; 归母净利润 14.04 亿元, 同比+27.71%; 其中第四季度单季营业收入 26.48 亿元, 同比+10.6%, 环比+23.94%; 归母净利润 6.86 亿元, 同比+184.52%, 环比+154.32%。第一季度单季营业收入 32.76 亿元, 同比+76.21%, 环比+23.7%; 归母净利润 9.01 亿元, 同比+261.3%, 环比+31.39%。年报推 10 派现金红利 2.90 元(含税)。

### 主要观点:

#### 1. 硅产业链景气向上，量价齐升推动业绩持续高增

2020 年下半年随着国内疫情好转，各行各业明显复苏，下游需求逐步释放，第三季度多晶硅行情向好，带动工业硅价格稳步上涨；第四季度有机硅需求强劲增长，产品价格快速上涨，随着国内有机硅单体新增产能的逐步释放，进一步推动工业硅需求增长，工业硅价格维持较高水平。同时公司顺利完成工业硅生产设备的环保和节能改造，原料供应渠道及物流恢复顺畅，工业硅产能利用率稳步提升，随着产品市场价格的持续攀升，生产经营情况得到显著改善。

工业硅营收 38.49 亿元，毛利率 25.86%，增加 2.15 个百分点；产能为 73 万吨，产能利用率 67.8%。有机硅营收 49.96 亿元，毛利率 30.15%，减少 3.25 个百分点；产能为 53 万吨，产能利用率 105.29%，在建产能 20 万吨密封胶预计 2021 年 8 月完工。2020 年第四季度毛利率 28.68%，环比-2.26%；销售费用率-10.49%，环比-16%；管理费用率 4.8%，环比-1.25%；财务费用率 2.82%，环比+0.33%。2021 年第一季度毛利率 40.44%，环比+11.76%；销售费用率 0.29%，环比+10.79%；管理费用率 2.89%，环比-1.91%；财务费用率 1.77%，环比-1.05%。

#### 2. 产能持续扩张，市占率稳步提升

根据有色金属工业协会硅行业分会统计数据，截止 2020 年，我国工业硅年产能合计 500 万吨，产量为 210 万吨，公司工业硅产能为 73 万吨/年，产量连续 8 年位列全国第一位，公司国内市场占有率约为 24.05%。2020 年中国有机硅单体（折聚硅氧烷）产能、产量分别达到 330 万吨/年、240 万吨，均占全球总量的一半以上，同比分别增长 16.2%、3.6%。公司 2020 年有机硅单体产能为 53 万吨，国内产能占比约为 16%，2021 年石河子 40 万吨有机硅单体产能逐步释放，国内占有率将得到进一步提升。2020 年第四季度新增资本支出 2.37 亿元，在建工程达到 39.58

亿元，固定资产达到 106.38 亿元，在建工程/固定资产实现 37.21%。2021 年第一季度新增资本支出 3.63 亿元，在建工程达到 37.37 亿元，固定资产达到 111.43 亿元，在建工程/固定资产实现 33.53%。石河子 20 万吨密封胶项目于 2020 年 12 月顺利进入设备生产调试，2021 年 2 月正式进入试生产。

### 3. 碳中和下光伏需求爆发增长，公司持续大规模投资

“碳中和”为目标的国家绿色发展战略背景下，光伏发电行业将迎来爆发式增长，随着未来几年光伏装机的高速增长，多晶硅新增产能将逐步释放，多晶硅行业增长对原料工业硅的需求提供有力保障。公司综合布局四省五大园区——新疆鄯善，新疆石河子，浙江嘉兴，四川泸州，云南昭通。目前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）项目投资规模为 40.84 亿元。一期新建 38 万吨工业硅产量项目，建设 32 台 33000KVA 电炉，拟建于昭通市龙海水电硅循环经济新材料产业园区域内。新疆合盛硅业新材料有限公司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）投资规模为 43.78 亿元，项目建于鄯善石材工业园区柯克亚路以西。

### 4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 31.49 亿元、37.09 亿元、44.41 亿元，对应 EPS 3.36 元、3.95 元、4.73 元，PE 14.05、11.94、9.97 倍。考虑公司为国内工业硅与有机硅龙头，产业链一体化发展构筑护城河，新疆云南基地扩产进一步巩固优势，成长空间大，给与“买入”评级。

**风险提示：**产能建设不及预期、需求增长不及预期、产品价格波动

#### ■ 盈利预测和财务指标：

|           | 2020A | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,968 | 12,856 | 14,861 | 17,538 |
| (+/-%)    | 0.3%  | 43.4%  | 15.6%  | 18.0%  |
| 净利润(百万元)  | 1,404 | 3,149  | 3,709  | 4,441  |
| (+/-%)    | 26.9% | 124.2% | 17.8%  | 19.7%  |
| 摊薄每股收益(元) | 1.50  | 3.36   | 3.95   | 4.73   |
| 市盈率(PE)   | 22.34 | 14.06  | 11.94  | 9.97   |

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

## 财务报表预测

**利润表 (百万元)**

|            | 2020 | 2021  | 2022  | 2023  |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 8968 | 12856 | 14861 | 17538 |
| 营业成本       | 6442 | 7877  | 9091  | 10698 |
| 毛利         | 2527 | 4979  | 5770  | 6839  |
| %营业收入      | 28%  | 39%   | 39%   | 39%   |
| 税金及附加      | 237  | 339   | 392   | 463   |
| %营业收入      | 3%   | 3%    | 3%    | 3%    |
| 销售费用       | 32   | 46    | 54    | 63    |
| %营业收入      | 0%   | 0%    | 0%    | 0%    |
| 管理费用       | 219  | 313   | 362   | 427   |
| %营业收入      | 2%   | 2%    | 2%    | 2%    |
| 研发费用       | 230  | 329   | 380   | 449   |
| %营业收入      | 3%   | 3%    | 3%    | 3%    |
| 财务费用       | 240  | 254   | 254   | 254   |
| %营业收入      | 3%   | 2%    | 2%    | 1%    |
| 资产减值损失     | 27   | 34    | 14    | 20    |
| 信用减值损失     | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益       | 54   | 57    | 70    | 89    |
| 投资收益       | -17  | -16   | -20   | -26   |
| 净敞口套期收益    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 资产处置收益     | -1   | 0     | 0     | 1     |
| 营业利润       | 1580 | 3704  | 4364  | 5227  |
| %营业收入      | 18%  | 29%   | 29%   | 30%   |
| 营业外收支      | 20   | 8     | 8     | 8     |
| 利润总额       | 1599 | 3712  | 4372  | 5235  |
| %营业收入      | 18%  | 29%   | 29%   | 30%   |
| 所得税费用      | 186  | 566   | 667   | 799   |
| 净利润        | 1413 | 3146  | 3705  | 4437  |
| 归属于母公司的净利润 | 1404 | 3149  | 3709  | 4441  |
| 少数股东损益     | 9    | -3    | -3    | -4    |
| EPS (元/股)  | 1.50 | 3.36  | 3.95  | 4.73  |

**现金流量表 (百万元)**

|            | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流净额  | 1254  | 1128  | 3984  | 4727  |
| 投资         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本性支出      | -1551 | -1551 | -1673 | -1766 |
| 其他         | 200   | -16   | -20   | -26   |
| 投资活动现金流净额  | -1351 | -1568 | -1693 | -1791 |
| 债权融资       | 0     | 574   | 0     | 0     |
| 股权融资       | 0     | 2470  | 0     | 0     |
| 银行贷款增加(减少) | 586   | 0     | 0     | 0     |
| 筹资成本       | -455  | -254  | -254  | -254  |
| 其他         | -75   | 3     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流净额  | 56    | 2793  | -254  | -254  |
| 现金净流量      | -41   | 2354  | 2037  | 2683  |

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院;

**资产负债表 (百万元)**

|              | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金         | 349   | 2703  | 4740  | 7423  |
| 交易性金融资产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款及应收票据    | 293   | 0     | 0     | 0     |
| 存货           | 2505  | 0     | 0     | 0     |
| 预付账款         | 166   | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动资产       | 715   | 694   | 694   | 694   |
| 流动资产合计       | 4028  | 3397  | 5434  | 8117  |
| 可供出售金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 持有至到期投资      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资       | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 投资性房地产       | 169   | 169   | 169   | 169   |
| 固定资产合计       | 10638 | 10604 | 10591 | 10571 |
| 无形资产         | 730   | 730   | 730   | 730   |
| 商誉           | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 递延所得税资产      | 105   | 105   | 105   | 105   |
| 其他非流动资产      | 4057  | 5616  | 7298  | 9072  |
| 资产总计         | 19736 | 20630 | 24336 | 28773 |
| 短期借款         | 2481  | 2481  | 2481  | 2481  |
| 应付票据及应付账款    | 4062  | 0     | 0     | 0     |
| 预收账款         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付职工薪酬       | 113   | 0     | 0     | 0     |
| 应交税费         | 972   | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债       | 272   | 122   | 122   | 122   |
| 流动负债合计       | 7900  | 2602  | 2602  | 2602  |
| 长期借款         | 2140  | 2140  | 2140  | 2140  |
| 应付债券         | 33    | 607   | 607   | 607   |
| 递延所得税负债      | 18    | 18    | 18    | 18    |
| 其他非流动负债      | 124   | 124   | 124   | 124   |
| 负债合计         | 10216 | 5492  | 5492  | 5492  |
| 归属于母公司的所有者权益 | 9686  | 15307 | 19016 | 23457 |
| 少数股东权益       | 100   | 98    | 94    | 90    |
| 股东权益         | 9786  | 15405 | 19110 | 23547 |
| 负债及股东权益      | 20002 | 20897 | 24602 | 29039 |

**基本指标**

|           | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS       | 1.50  | 3.36  | 3.95  | 4.73  |
| BVPS      | 10.33 | 16.32 | 20.27 | 25.01 |
| PE        | 22.34 | 14.06 | 11.94 | 9.97  |
| PEG       | 0.83  | 0.11  | 0.67  | 0.51  |
| PB        | 3.24  | 2.89  | 2.33  | 1.89  |
| EV/EBITDA | 12.27 | 13.46 | 11.16 | 8.91  |
| ROE       | 14%   | 21%   | 20%   | 19%   |

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                     |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com       |
| 华北销售副总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com      |
| 华北销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com        |
| 华东销售总监  | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com       |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com      |
| 华东销售    | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com       |
| 华东销售    | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com         |
| 华东销售    | 郭瑜  | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com         |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com      |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafl@tpyzq.com        |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com      |
| 华南销售    | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售    | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com         |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。