

2021年06月27日

证券分析师 柳强

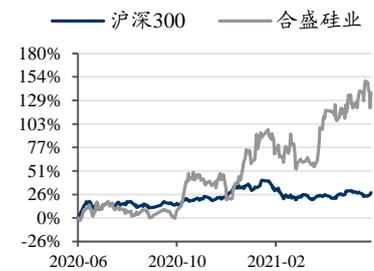
执业证号：S0600521050001

liuq@dwzq.com.cn

## 无惧风浪，硅产业链龙头扬帆起航 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,968	14,584	17,050	18,731
同比（%）	0.3%	62.6%	16.9%	9.9%
归母净利润（百万元）	1,404	3,865	3,907	4,257
同比（%）	26.9%	175.2%	1.1%	9.0%
每股收益（元/股）	1.50	4.12	4.16	4.54
P/E（倍）	43.20	15.69	15.53	14.25

### 股价走势



**事件：**当地时间6月23日，美国商务部宣布将5家中国企业列入出口管制“实体清单”，具体包括合盛硅业旗下的合盛硅业（鄞善）有限公司、大全新能源（DQ）旗下的新疆大全新能源股份有限公司、东方希望集团旗下的新疆东方希望有色金属有限公司、协鑫新能源的子公司新疆协鑫新能源材料股份有限公司等。6月24日，我国商务部例行新闻发布会上，针对该事件，新闻发言人高峰表示，所谓新疆“强迫劳动”问题完全违背事实。美方再次动用国家力量，以所谓“人权”名义，行保护主义、霸凌主义之实，是对国际经贸秩序的严重破坏，对全球产业链供应链安全造成严重威胁，美方应立即纠正错误做法。

### 投资要点

■ **公司一体化产业链具有竞争力，美国影响可控：**根据SAGSI数据，2020年全球工业硅产能623万吨，产量约303万吨；我国工业硅名义年产能约482万吨（有效产能约350万吨），产量210万吨，其中新疆地区总产能及产量占比分别为35.3%和41.9%。2020年，中国出口工业硅60万吨，其中出口到亚洲地区占比79.5%，出口到欧洲地区占比14.3%，出口到其他地区仅4.3万吨。可见，我国工业硅很少直接出口至美国，且公司工业硅没有直接出口美国。假设，针对我国光伏产业的打压，追溯到其上游原材料硅料，美国每年新增光伏装机约20GW，折合对应工业硅需求约6.7万吨，全球消费占比2.2%，叠加我国自身光伏行业快速发展，拉动硅料需求，美国影响可控。2020年，公司工业硅产能73万吨/年，约占国内产能的24%，产量49.5万吨，连续8年国内第一；有机硅单体产能53万吨，国内产能占比约16%。随着2021年公司石河子有机硅单体新增产能40万吨逐渐投放，公司产能占比将进一步提高。

■ **“碳中和”背景下，硅产业链一体化企业受益：**“碳中和”背景下，一方面将促进全球新增光伏装机快速增长，进而拉动上游硅料需求；另一方面，作为高耗能的工业硅产业限制无序发展，落后产能淘汰，行业集中度提升。公司积极推进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。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43.78亿元。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为38.65亿元、39.07亿元和42.57亿元，EPS分别为4.12元、4.16元和4.54元，当前股价对应PE分别为15.7X、15.5X和14.3X。考虑公司为国内工业硅与有机硅双龙头，硅产业链一体化发展构筑护城河，新疆及云南基地持续扩产促成长，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原料及产品价格大幅波动、新增项目投产及盈利不及预期。

### 市场数据

收盘价(元)	64.67
一年最低/最高价	26.50/70.80
市净率(倍)	5.42
流通A股市值(百万元)	60660.46

### 基础数据

每股净资产(元)	11.29
资产负债率(%)	50.30
总股本(百万股)	1074.17
流通A股(百万股)	938.00

### 相关研究

1、《合盛硅业（603260）：有机硅顺周期涨价持续，一体化硅业龙头值得关注》2020-11-30

合盛硅业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4,294</b>	<b>10,408</b>	<b>13,641</b>	<b>18,411</b>	<b>营业收入</b>	<b>8,968</b>	<b>14,584</b>	<b>17,050</b>	<b>18,731</b>
现金	349	4,670	7,636	11,665	减:营业成本	6,442	8,388	10,550	11,633
应收账款	293	477	557	612	营业税金及附加	237	385	450	494
存货	2,505	3,882	4,189	4,690	营业费用	32	53	61	68
其他流动资产	1,147	1,379	1,259	1,444	管理费用	219	355	415	400
<b>非流动资产</b>	<b>15,708</b>	<b>18,995</b>	<b>19,629</b>	<b>19,390</b>	研发费用	230	373	436	423
长期股权投资	4	4	4	4	财务费用	240	468	656	865
固定资产	10,638	14,088	15,295	15,619	资产减值损失	27	6	3	2
在建工程	3,958	3,776	3,084	2,456	加:投资净收益	-17	-75	-50	-20
无形资产	732	818	900	979	其他收益	54	20	30	35
其他非流动资产	375	309	346	332	资产处置收益	-1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>20,002</b>	<b>29,403</b>	<b>33,270</b>	<b>37,801</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,580</b>	<b>4,513</b>	<b>4,463</b>	<b>4,864</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,900</b>	<b>11,168</b>	<b>12,048</b>	<b>13,102</b>	加:营业外净收支	20	10	15	12
短期借款	2,481	2,633	2,557	2,595	<b>利润总额</b>	<b>1,599</b>	<b>4,523</b>	<b>4,478</b>	<b>4,876</b>
应付账款	4,062	6,606	7,723	8,484	减:所得税费用	186	620	542	585
其他流动负债	1,357	1,929	1,769	2,023	少数股东损益	9	38	29	33
<b>非流动负债</b>	<b>2,316</b>	<b>2,317</b>	<b>1,802</b>	<b>1,272</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,404</b>	<b>3,865</b>	<b>3,907</b>	<b>4,257</b>
长期借款	2,173	2,061	1,600	1,044	EBIT	1,883	4,672	4,511	4,786
其他非流动负债	142	257	201	228	EBITDA	2,989	5,697	5,808	6,251
<b>负债合计</b>	<b>10,216</b>	<b>13,486</b>	<b>13,850</b>	<b>14,375</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	100	138	168	201	每股收益(元)	1.50	4.12	4.16	4.54
归属母公司股东权益	9,686	15,779	19,252	23,226	每股净资产(元)	10.33	16.37	20.08	24.31
<b>负债和股东权益</b>	<b>20,002</b>	<b>29,403</b>	<b>33,270</b>	<b>37,801</b>	发行在外股份(百万股)	938	1074	1074	1074
					ROIC(%)	11.9%	24.6%	24.4%	26.8%
					ROE(%)	14.4%	24.5%	20.3%	18.3%
					毛利率(%)	28.2%	42.5%	38.1%	37.9%
					销售净利率(%)	15.7%	26.5%	22.9%	22.7%
					资产负债率(%)	51.1%	45.9%	41.6%	38.0%
					收入增长率(%)	0.3%	62.6%	16.9%	9.9%
					净利润增长率(%)	26.9%	175.2%	1.1%	9.0%
					P/E	43.20	15.69	15.53	14.25
					P/B	6.26	3.95	3.22	2.66
					EV/EBITDA	24.79	12.36	11.51	9.98

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>