

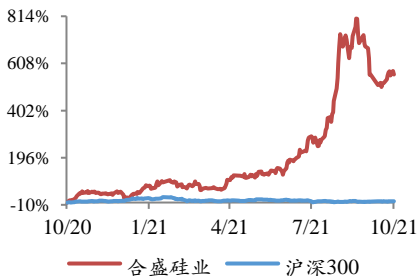
工业硅有机硅延续高景气，“煤电硅”一体化优势明显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-26

收盘价(元)	179.36
近12个月最高/最低(元)	246.07/27.95
总股本(百万股)	1,074
流通股本(百万股)	938
流通股比例(%)	87.32
总市值(亿元)	1,927
流通市值(亿元)	1,682

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1.碳中和改善供需双侧，拓产产能助推业绩 2021-04-25

主要观点：

● 事件描述

10月26日，公司发布2021年三季报，公司前三季度营业收入为141.15亿元，同比增长123.34%。归属于上市公司股东的净利润为50.03亿元，同比增长596.08%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为49.74亿元，同比增长640.88%。基本每股收益为5.09元。

● 工业硅和有机硅量价上升，单季度业绩再创历史新高。

公司前三季度公司实现营业收入141.15亿元，同比增长123.34%；实现归母净利润50.03亿元，同比增长596.08%。其中2021Q3实现营业收入64.13亿元，同比增长200.15%；实现归母净利润26.30亿元，同比增长875.66%。公司前三季度业绩大幅增长主要系公司主营产品工业硅、有机硅量价齐升。2021Q3工业硅产量19.30万吨，同比增长74.88%，环比增长4.75%；110生胶、107胶及环体硅氧烷2021Q3产量分别为5.03、4.51、6.58万吨，同比分别增长26.27%、83.92%、38.99%，环比分别增长17.98%、47.93%、9.66%。三季度以来工业硅和有机硅供应紧张并持续涨价，2021Q3主要产品销售价格同比上升明显，其中工业硅平均售价上涨60.90%；110生胶、107胶及环体硅氧烷平均售价同比分别上涨124.56%、106.10%、102.48%；混炼胶、气相法白炭黑平均售价也分别同比上涨85.56%、45.94%。

● 公司持续加大研发投入，工业硅和有机硅生产技术处于国内领先地位。

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，工业硅及有机硅生产技术处于国内领先地位。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，取得授权专利130项，其中发明专利24项，主导或参与各类标准的制定或修改27项，发表科技文章20余篇。公司持续加大研发投入，2018年以来累计研发费用达到8.72亿元，其中2021年前三季度投入研发费用2.75亿元，同比增长65.66%。

公司主导或参与了《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20余项国家、行业或团体标准的制定或修改；建立了“合盛硅基新材料省级高新技术企业研究开发中心”、“浙江合盛硅基新材料研究院”、“浙江省合盛硅业硅基新材料重点企业研究院”、“浙江省企业技术中心”、“浙江省博士后工作站”、“省级院士专家工作站”等研发平台，同时参与国家火炬计划产业化示范项目、浙江省重大科技专项等多个科技转化项目。

● 工业硅持续高景气，公司加速产能扩张巩固规模优势。

受下游产品持续需求拉动，加上煤价上行和电力短缺，工业硅维持高景气，三季度以来价格不断攀升，公司2021Q3工业硅平均价格达到16154.20元/吨，同比上涨60.90%，环比上涨38.34%。短期来看，各地密集出台能耗双控政策，工业硅主要生产地云南、四川受制于用电紧

张和季节性枯水，供给端产量难以快速提升，而需求端由于有机硅和多晶硅扩产需求旺盛，供需缺口扩大有望继续推动工业硅价格上涨；中期来看，伴随 2022 年西南地区丰水期到来，供给紧张状态或将有所缓解，但整体供给仍然有限，加上有机硅、多晶硅产能投放带来的需求增长，工业硅供需有望持续向好。

长期来看，公司未来将继续在云南、新疆扩建工业硅产能，其中在新疆拟扩建 40 万吨/年工业硅产能，预计 2 年内建成投产，云南计划建设 80 万吨工业硅产能，未来公司将进一步巩固工业硅的规模优势。

- 全球最大工业硅、国内最大有机硅企业，“煤电硅”一体化优势明显。**

公司有望成为全球最大工业硅和国内最大的有机硅生产企业，在新疆、云南等地布局的“煤电硅”一体化成本优势明显。公司现有工业硅产能 73 万吨/年，有机硅产能 93 万吨/年。根据半年报显示，新疆新材料煤电硅一体化项目年产 20 万吨硅氧烷及下游深加工项目已建设 15%，西部合盛年产 20 万吨密封胶项目预计将于年内投产，公司目前正逐步扩张产能，发挥规模优势。同时公司生产工业硅和有机硅，可发挥协同效应，在新疆和四川地区热电联产，降低生产成本，在浙江地区发挥有机硅产业链辐射作用。

表 1 合盛硅业主要在建/规划项目

项目名称	项目进度	说明
新疆东部合盛硅业有限公司煤电硅一体化项目二期年产 40 万吨工业硅项目	已履行土地招拍挂、发改备案、环评批复	预计 2023 年底建成，总投资 40.8 亿。
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	已履行土地招拍挂、发改备案、环评批复	预计 2023 年底建成，总投资 35.3 亿。
新疆西部合盛硅业年产 20 万吨密封胶项目	92%	总投资达 42.7 亿元，全年预计生产 15 万吨以上有机硅及下游产品。
新疆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	15%	总投资 43.79 亿元，比一期新增两条硅氧烷生产线。
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）	10%	投资规模为 40.84 亿元，一期新建 38 万吨工业硅产量项目。

资料来源：公司公告、华安证券研究所

● 投资建议

预计 2021-2023 年公司分别实现归母净利润 69.77、107.60、134.55 亿元，同比分别增长 396.9%、54.2%、25.0%，当前股价对应 PE 分别为 28、18、14 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

公司项目进度低于预期；产品价格下跌；下游需求不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8968	20761	29055	36190
收入同比 (%)	0.3%	131.5%	40.0%	24.6%
归属母公司净利润	1404	6977	10760	13455
净利润同比 (%)	27.7%	396.9%	54.2%	25.0%
毛利率 (%)	28.2%	57.3%	58.9%	58.6%
ROE (%)	14.5%	41.9%	39.2%	32.9%
每股收益 (元)	1.50	6.50	10.02	12.53
P/E	25.58	27.61	17.91	14.32
P/B	3.71	11.56	7.03	4.71
EV/EBITDA	12.27	17.99	12.18	9.35

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4294	7205	17985	31064	营业收入	8968	20761	29055	36190
现金	349	1734	10933	22479	营业成本	6442	8860	11942	14991
应收账款	293	809	1106	1356	营业税金及附加	237	586	882	1025
其他应收款	21	40	53	71	销售费用	32	552	438	754
预付账款	166	231	317	394	管理费用	219	471	683	836
存货	2505	3388	4586	5761	财务费用	240	141	-146	-592
其他流动资产	961	1002	990	1003	资产减值损失	-27	-30	-24	-25
非流动资产	15708	19393	22369	25517	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	-17	-32	-48	-59
固定资产	10638	12583	13727	14947	营业利润	1580	8053	12338	15473
无形资产	730	912	1062	1216	营业外收入	34	0	0	0
其他非流动资产	4335	5895	7576	9351	营业外支出	14	0	0	0
资产总计	20002	26598	40355	56581	利润总额	1599	8053	12338	15473
流动负债	7900	7462	10381	13055	所得税	186	1019	1500	1920
短期借款	2481	0	0	0	净利润	1413	7034	10837	13553
应付账款	3516	4423	6095	7684	少数股东损益	9	56	77	98
其他流动负债	1904	3039	4286	5371	归属母公司净利润	1404	6977	10760	13455
非流动负债	2316	2316	2316	2316	EBITDA	2916	9380	13107	15834
长期借款	2140	2140	2140	2140	EPS (元)	1.50	6.50	10.02	12.53
其他非流动负债	176	176	176	176					
负债合计	10216	9778	12697	15370	主要财务比率				
少数股东权益	100	157	234	332	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	938	938	938	938	成长能力				
资本公积	2028	2028	2028	2028	营业收入	0.3%	131.5%	40.0%	24.6%
留存收益	6720	13697	24457	37912	营业利润	23.2%	409.8%	53.2%	25.4%
归属母公司股东权益	9686	16663	27423	40878	归属于母公司净利	27.7%	396.9%	54.2%	25.0%
负债和股东权益	20002	26598	40355	56581	获利能力				
					毛利率 (%)	28.2%	57.3%	58.9%	58.6%
					净利率 (%)	15.7%	33.6%	37.0%	37.2%
					ROE (%)	14.5%	41.9%	39.2%	32.9%
					ROIC (%)	11.0%	36.6%	35.0%	29.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	51.1%	36.8%	31.5%	27.2%
					净负债比率 (%)	104.4%	58.1%	45.9%	37.3%
					流动比率	0.54	0.97	1.73	2.38
					速动比率	0.21	0.48	1.26	1.91
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.78	0.72	0.64
					应收账款周转率	30.60	25.66	26.27	26.68
					应付账款周转率	1.83	2.00	1.96	1.95
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.50	6.50	10.02	12.53
					每股经营现金流薄)	1.17	8.54	12.63	15.02
					每股净资产	9.02	15.51	25.53	38.06
					估值比率				
					P/E	25.58	27.61	17.91	14.32
					P/B	3.71	11.56	7.03	4.71
					EV/EBITDA	12.27	17.99	12.18	9.35

现金流量表

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1254	9169	13567	16135
净利润	1404	6977	10760	13455
折旧摊销	1107	1371	1194	1229
财务费用	241	186	126	126
投资损失	-1	32	48	59
营运资金变动	-1537	518	1337	1141
其他经营现金流	2980	6546	9525	12438
投资活动现金流	-1351	-5118	-4242	-4462
资本支出	-1303	-5086	-4194	-4403
长期投资	-30	0	0	0
其他投资现金流	-19	-32	-48	-59
筹资活动现金流	56	-2666	-126	-126
短期借款	-304	-2481	0	0
长期借款	1644	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	12	0	0	0
其他筹资现金流	-1296	-186	-126	-126
现金净增加额	-45	1385	9198	11547

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，主要从事生物半导体、生物机械领域研究，共发表 10 篇国际论文，引用数超 600 次，申请 5 项国家发明专利；天津大学化工学士；2 年央企战略规划经验，5 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

联系人：王强峰，研究助理，浙江大学化工硕士、中国石油大学（北京）化工学士，2 年中化国际战略、市场经验，1 年化工卖方研究经验。

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达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。