

2021年10月27日

費倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

205

公司基本资讯

產業別	有色金属
A 股价(2021/10/27)	174.80
上证指数(2021/10/27)	3562.31
股價 12 個月高/低	259.8/27.11
總發行股數(百萬)	1074.17
A 股數(百萬)	938.00
A 市值(億元)	1639.62
主要股東	宁波合盛集团有限公司 (50.89%)
每股淨值(元)	15.75
股價/賬面淨值	11.10
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-19.4 77.6 541.9

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
------	------	----

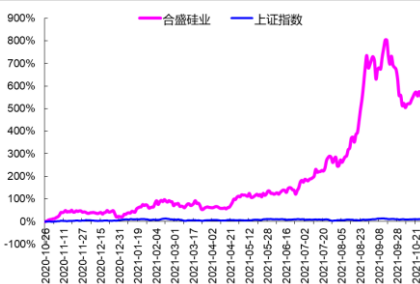
产品组合

有机硅	55.9%
工业硅	43.5%
其他	0.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.5%
一般法人	73.9%

股价相对大盘走势



合盛矽業 (603260.SH)

Buy 買進

Q3 業績再創新高，佈局擴產保障成長

結論與建議：

公司發佈21年三季報，21年前3Q實現營收141.15億元，yoy+123.34%，歸母淨利潤50.03億元，yoy+569.08%，扣非歸母淨利潤為49.74億元，yoy+640.88%。Q3來看，公司單季實現營收64.13億元，yoy+200.15%，qoq+44.90%，歸母淨利潤26.30億元，yoy+875.66%，qoq+78.73%，扣非歸母淨利潤為26.08億元，yoy+927.63%，qoq+77.64%，業績增幅超出預期。

公司是全球最大工業矽生產企業，目前擁有工業矽73萬噸/年，有機矽產能93萬噸/年，規模優勢顯著。“碳中和”背景下工業矽需求快速增長，公司業績有保障；同時公司提前佈局擴產，多個專案正在建設中，完成後有望再建一個合盛，成長空間廣闊，給予“買進”評級。

■ **主營產品量價齊升，公司業績快速增長：**Q3 公司業績大幅增長主要受益於主營產品量價齊升。Q3 公司工業矽平均價格為 16154 元/噸，yoy+60.90% 銷量達 16.63 萬噸 yoy+83.61% Q3 工業矽板塊營收達 26.11 億元，yoy+195.42%。有機矽板塊來看，Q3 主營產品 110 生膠均價達 33999 元/噸，yoy+124.56% 銷量達 4.17 萬噸，yoy+22.52%；107 膠均價達 30094 元/噸，yoy+106.10%，銷量達 4.29 萬噸，yoy+85.81%；混煉膠均價達 28036 元/噸，yoy+85.56%，銷量達 1.05 萬噸，yoy-5.07%；環體矽氧烷均價達 29578 元/噸，yoy+102.48%，銷量達 1.33 萬噸，yoy+97.45%；氣相法白炭黑均價達 17503 元/噸，yoy+45.94%，銷量達 0.18 萬噸，yoy-5.67%，有機矽板塊營收達 34.32 億元，yoy+200.41%。9 月末由於限電限產影響，工業矽和有機矽供應受限，價格大幅提高，目前略有回檔，但依舊處於高位，公司全年業績有保障。隨著“碳中和”政策的不斷推進，下游光伏裝機量有望快速增加，工業矽景氣度有望持續。

■ **產品漲價增厚利潤，毛利率同比上升：**主營產品價格大幅上漲增厚公司利潤，Q3 公司毛利同比增加 24.10pct 達 55.04%。同時隨著公司營收增長，各項費用率同比也有所下降，Q3 公司銷售費用率同比下降 5.39pct 達 0.11%，管理費用率同比下降 1.71pct 達 1.14%，財務費用率下降 2.00pct 達 0.49%。

■ **豐富完善產業體系，佈局新能源材料版塊：**工業矽屬於高能耗產業，在“碳中和”背景下，落後產能逐步清退，新晉產能獲批緊張，供給側受限。而下游光伏裝機量大幅增加，需求逐步增長。後續供需格局有望持續優化，看好工業矽長期景氣。公司提前佈局，擴張產能，目前新疆合盛煤電矽一體化專案二期年產 20 萬噸矽氧烷及下游深加工項目、雲南合盛 80 萬噸/年工業矽生產及配套 60 萬噸型煤加工生產項目已開工建設，此外公司還有新疆合盛矽業新材料有限公司煤電矽一體化項目三期年產 20 萬噸矽氧烷及下游深加工項目和新疆東部合盛矽業有限公司煤電矽一體化項目二期年產 40 萬噸工業矽專案預計在兩年後建設完成，產能釋放後將進一步鞏固公司龍頭地位。

■ **盈利預測：**考慮到矽價格有望持續高度景氣狀態，我們上修盈利預測，預計公司 2021/2022/2023 年實現淨利潤 78/92/109 億元，yoy+458%/+17%/+19%，折合 EPS 為 7.30/8.55/10.18 元，目前 A 股股價對應的 PE 為 24/20/17 倍。維持“買入”評級。

■ **風險提示：**1、公司產品價格不及預期；2、新產能釋放不及預期；

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021E	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,106	1,404	7,840	9,184	10,938
同比增减		-60.56%	26.93%	458.27%	17.14%	19.10%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.18	1.50	7.30	8.55	10.18
同比增减		-71.83%	26.93%	387.50%	17.14%	19.10%
A 股市盈率(P/E)	X	148.20	116.76	23.95	20.45	17.17
股利 (DPS)	RMB 元	0.23	0.29	0.29	0.29	0.29
股息率 (Yield)		0.13%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8939	8968	21400	26136	33268
经营成本	6453	6442	10679	13495	18087
研发费用	159	230	416	498	621
营业税金及附加	326	237	432	528	672
销售费用	443	32	29	35	45
管理费用	186	219	286	342	435
财务费用	228	240	221	270	344
资产减值损失	-14	-27	-27	-27	-27
投资收益	-6	-17	-14	-4	-3
营业利润	1289	1580	9352	10995	13092
营业外收入	15	34	36	37	39
营业外支出	15	14	14	14	14
利润总额	1289	1599	9373	10980	13078
所得税	175	186	1534	1796	2140
少数股东损益	7	9	0	0	0
归属于母公司股东权益	1106	1404	7840	9184	10938

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	300	349	1261	5021	11162
应收账款	414	293	557	668	802
存货	2446	2505	3256	3582	3940
流动资产合计	4408	4294	9176	14016	21371
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	10640	10638	13830	16596	19915
在建工程	1479	3958	4354	4572	4343
非流动资产合计	12979	15708	19953	23007	26148
资产总计	17387	20002	29129	37023	47519
流动负债合计	7308	7900	9583	8556	8078
非流动负债合计	1477	2316	2113	2030	1953
负债合计	8785	10216	11697	10586	10031
少数股东权益	104	100	179	271	385
股东权益合计	8602	9786	17432	26437	37488
负债及股东权益合计	17387	20002	29129	37023	47519

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	1369	1254	2759	4415	6181
投资活动产生的现金流量净额	-1181	-1351	-2297	-1149	-574
筹资活动产生的现金流量净额	-380	56	449	494	534
现金及现金等价物净增加额	-190	-45	911	3761	6141

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。