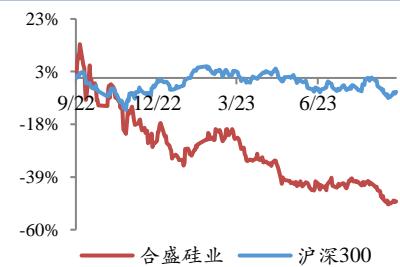


Q2 业绩短期承压，光伏一体化稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-04

收盘价（元）	62.04
近 12 个月最高/最低（元）	137.68/60.62
总股本（百万股）	1,182
流通股本（百万股）	1,074
流通股比例（%）	90.86
总市值（亿元）	733
流通市值（亿元）	666

公司价格与沪深 300 走势比较

分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 合盛硅业年报深度点评：需求偏弱
 业绩短期承压，光伏+硅基材料未来成长可期 2023-04-28

2. 合盛硅业深度报告：硅化工一体化龙头，布局光伏+硅基材料 2023-01-18

主要观点：
● 事件描述

2023 年 8 月 29 日晚，合盛硅业发布 2023 年半年报，公司上半年实现营收 119.38 亿元，同比下降 8.17%；实现归母净利润 17.82 亿元，同比下降 49.71%。公司第二季度实现营业收入 62.09 亿元，同比下降 6.07%，环比改善 8.38%；实现归母净利润 7.80 亿，同比下降 47.80%，环比下降 22.23%。

● 需求偏弱主产品量增价减，Q2 公司业绩短期承压

2023 年上半年，下游行业需求偏弱，有机硅、铝合金行业的终端消费需求缓慢复苏，工业硅和有机硅价格呈下跌趋势。2023Q2 工业硅/110 生胶/107 胶/混炼胶/环体硅氧烷/气相法白炭黑均价分别为 1.35/1.32/1.33/1.40/1.38/1.28 万/吨，相比 2023Q1 分别变化-14.43/-13.92/-12.81/-5.88/-10.59/-10.75%，工业硅及有机硅均已跌破行业成本线。产销量方面，受益于鄯善二期工业硅以及鄯善 20 万吨硅氧烷项目的投产，工业硅、主要有机硅类产品产销量均保持环比提升，2023Q2 工业硅/110 生胶/107 胶/混炼胶/环体硅氧烷/气相法白炭黑销量分别为 24.08/7.23/8.09/1.54/1.43/0.25 万吨，相比 2023Q1 分别变化+33.22/+27.15/+37.81/-20.60/-37.51/-0.84%。随着多晶硅陆续投产以及国内经济逐步复苏对有机硅需求的改善，我们预计工业硅价格目前已经处于底部区间，未来价格、价差有望逐步修复。

● 布局下游光伏及碳化硅领域，硅产业龙头地位进一步巩固

公司规划打造光伏一体化产业链，其中多晶硅项目共计规划 40 万吨，中部合盛 20 万吨预计 2023 年 9 月逐步投产，东部合盛 20 万吨预计 2024 年上半年投产。20GW 光伏组件同步建设，今年底预计将有 5GW 投产，产线规模大，装置设备先进，产业链集成、运输自动化，具有明显成本优势。150 万吨超薄高透光伏玻璃项目也处于建设中，预计今年 10 月份能够生产出产品；光伏组件发展绿电供自身工厂使用，未来有望形成工业硅-硅料-切片-组件-光伏玻璃-光伏电站为一体的全产业链龙头企业。碳化硅新材料方面，合盛新材 2 万片宽禁带半导体碳化硅衬底及外延片产业化生产线项目已通过验收，并具备量产能力，6 英寸晶体良率达到 90%，外延片良率达到 95%；6 英寸衬底和外延片已得到国内多家下游器件客户的验证。未来随着光伏、碳化硅产业链的投产及发展，公司产业链更加齐全，盈利能力逐步提升。

● 投资建议

由于 2023 年工业硅和有机硅价格出现回落，业绩有所承压，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 36.18、46.72、61.65 亿元，同比增速为-29.7%、29.1%、32.0%，较前值 2023-2025 年盈利预测分别下调 37.86%、38.14%、30.78%。

对应 PE 分别为 20、16、12 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

● 重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	23657	25879	37726	51428
收入同比 (%)	10.6%	9.4%	45.8%	36.3%
归属母公司净利润	5148	3618	4672	6165
净利润同比 (%)	-37.4%	-29.7%	29.1%	32.0%
毛利率 (%)	34.4%	27.7%	24.7%	23.5%
ROE (%)	21.6%	10.8%	12.2%	13.9%
每股收益 (元)	4.79	3.06	3.95	5.21
P/E	17.32	20.27	15.70	11.90
P/B	3.74	2.19	1.92	1.65
EV/EBITDA	12.69	11.12	9.30	7.51

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				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	13539	16962	17987	22335	营业收入	23657	25879	37726	51428
现金	2382	3826	3005	4010	营业成本	15522	18713	28405	39344
应收账款	339	650	744	1152	营业税金及附加	426	480	689	946
其他应收款	235	141	290	337	销售费用	34	40	56	77
预付账款	691	1025	1410	2054	管理费用	419	408	632	836
存货	7610	8317	9468	10929	财务费用	334	1423	1570	1808
其他流动资产	2281	3003	3070	3853	资产减值损失	-9	61	47	54
非流动资产	40194	49533	62093	72615	公允价值变动收益	17	0	0	0
长期投资	34	49	71	90	投资净收益	13	78	124	170
固定资产	18790	22921	27492	31674	营业利润	6411	4378	5692	7485
无形资产	1420	1765	2188	2572	营业外收入	28	0	0	0
其他非流动资产	19951	24798	32342	38279	营业外支出	122	0	0	0
资产总计	53733	66494	80080	94950	利润总额	6318	4378	5692	7485
流动负债	18293	20266	28159	35848	所得税	1176	757	1022	1319
短期借款	5795	6795	7795	8795	净利润	5141	3620	4670	6166
应付账款	6746	7543	11897	16169	少数股东损益	-7	2	-2	1
其他流动负债	5753	5929	8467	10885	归属母公司净利润	5148	3618	4672	6165
非流动负债	11463	12597	13600	14595	EBITDA	8255	8053	9929	12428
长期借款	10842	11842	12842	13842	EPS (元)	4.79	3.06	3.95	5.21
其他非流动负债	620	755	758	753					
负债合计	29756	32863	41759	50443					
少数股东权益	145	148	146	147					
股本	1074	1182	1182	1182					
资本公积	4521	11451	11451	11451					
留存收益	18237	20850	25542	31727					
归属母公司股东权益	23832	33483	38175	44360					
负债和股东权益	53733	66494	80080	94950					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-626	6378	13829	14230	成长能力				
净利润	5141	3620	4670	6166	营业收入	10.6%	9.4%	45.8%	36.3%
折旧摊销	1637	2253	2667	3134	营业利润	-34.9%	-31.7%	30.0%	31.5%
财务费用	340	1518	1723	1928	归属于母公司净利润	-37.4%	-29.7%	29.1%	32.0%
投资损失	-24	-78	-124	-170	盈利能力				
营运资金变动	-7925	-914	5056	3356	毛利率 (%)	34.4%	27.7%	24.7%	23.5%
其他经营现金流	13270	4513	-548	2625	净利率 (%)	21.8%	14.0%	12.4%	12.0%
投资活动现金流	-12147	-11478	-14950	-13312	ROE (%)	21.6%	10.8%	12.2%	13.9%
资本支出	-11473	-11922	-14993	-13404	ROIC (%)	12.8%	8.9%	9.9%	11.2%
长期投资	-350	-75	-82	-78	偿债能力				
其他投资现金流	-324	518	124	170	资产负债率 (%)	55.4%	49.4%	52.1%	53.1%
筹资活动现金流	13702	6533	280	67	净负债比率 (%)	124.1%	97.7%	109.0%	113.3%
短期借款	4686	1000	1000	1000	流动比率	0.74	0.84	0.64	0.62
长期借款	9776	1000	1000	1000	速动比率	0.23	0.32	0.21	0.23
普通股增加	0	108	0	0	营运能力				
资本公积增加	124	6930	0	0	总资产周转率	0.56	0.43	0.51	0.59
其他筹资现金流	-884	-2505	-1720	-1933	应收账款周转率	42.77	52.35	54.15	54.24
现金净增加额	977	1444	-821	1005	应付账款周转率	2.96	2.62	2.92	2.80
					每股指标 (元)				
					每股收益	4.79	3.06	3.95	5.21
					每股经营现金流 (摊薄)	-0.53	5.40	11.70	12.04
					每股净资产	22.19	28.32	32.29	37.52
					估值比率				
					P/E	17.32	20.27	15.70	11.90
					P/B	3.74	2.19	1.92	1.65
					EV/EBITDA	12.69	11.12	9.30	7.51

资料来源：公司公告，华安证券研究所

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述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形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。