

合盛硅业 (603260.SH) Q3 或为业绩低点，光伏产业链布局逐步推进

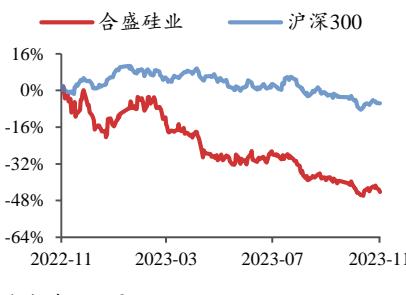
2023年11月14日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/14
当前股价(元)	55.50
一年最高最低(元)	104.66/53.00
总市值(亿元)	656.12
流通市值(亿元)	596.16
总股本(亿股)	11.82
流通股本(亿股)	10.74
近3个月换手率(%)	12.63

股价走势图



相关研究报告

《2023H1 业绩承压，光伏一体化布局初见雏形——公司信息更新报告》
-2023.8.31

《业绩短期承压，看好公司产业链延伸潜力——公司信息更新报告》
-2023.4.23

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

蒋跨跃（联系人）

jiangkuayue@kysec.cn

证书编号：S0790122010041

● 2023Q3 归母净利润环比下降 48.40%，看好公司产业链延伸潜力

公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营收 198.86 亿元，同比增长 8.81%，实现归母净利润 21.85 亿元，同比下降 52.03%。其中，2023Q3 公司实现营收 79.49 亿元，环比增长 28.02%，实现归母净利润 4.02 亿元，环比下滑 48.40%。公司业绩符合预期，我们维持公司盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 28.64、39.13、51.03 亿元，EPS 分别为 2.42、3.31、4.32 元，当前股价对应 PE 分别为 22.9、16.8、12.9 倍。我们看好公司作为国内工业硅与有机硅龙头，向下游光伏等产业链延伸的潜力，维持“买入”评级。

● 2023Q3 工业硅、有机硅销量增价减，导致公司业绩承压

销量方面，2023Q3 公司工业硅、有机硅产量分别达到 25.92、34.52 万吨，分别环比-29.59%、-3.40%，销量分别达到 36.18、27.63 万吨，分别环比+50.26%、+49.03%。**价格方面**，根据百川盈孚数据，受下游需求疲软与新增产能释放的影响，2023Q3 工业硅与有机硅 DMC 均价分别为 14011、13631 元/吨，分别环比-5.40%、-7.83%。2023Q3 尽管公司工业硅、有机硅销量大幅增长，但由于产品价格下滑，依旧导致业绩承压。展望未来，当前工业硅、有机硅价格已经企稳反弹，根据百川盈孚数据，2023 年 10 月工业硅与有机硅 DMC 均价分别为 15424、14578 元/吨，分别较 7 月的价格低点+14.11%、+8.40%。我们认为，2023Q3 或为公司业绩低点，后续伴随国民经济的进一步复苏，工业硅、有机硅产品盈利有望继续修复。

● 光伏产业链布局逐步推进，公司有望迎来业绩集中释放期

根据公司投资者关系活动记录，公司子公司中部合盛的年产 20 万吨高纯多晶硅项目已于 2023 年 9 月试生产，同时东部合盛的年产 20 万吨高纯多晶硅项目预计将于 2024Q1 陆续投产。此外，公司年产 20GW 光伏组件项目也预计从 2023Q4 起分批陆续投产。伴随光伏产业链布局逐步推进，公司有望迎来业绩集中释放期。

● 风险提示：项目投产不及预期、下游需求不及预期、原材料价格大幅波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,385	23,657	24,935	35,828	39,804
YOY(%)	138.5	10.6	5.4	43.7	11.1
归母净利润(百万元)	8,222	5,148	2,864	3,913	5,103
YOY(%)	485.5	-37.4	-44.4	36.6	30.4
毛利率(%)	52.8	34.4	22.1	20.2	21.9
净利率(%)	38.4	21.8	11.5	10.9	12.8
ROE(%)	40.7	21.4	11.1	13.5	15.4
EPS(摊薄/元)	6.96	4.35	2.42	3.31	4.32
P/E(倍)	8.0	12.7	22.9	16.8	12.9
P/B(倍)	3.3	2.8	2.5	2.3	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9410	13539	13138	22329	16860	营业收入	21385	23657	24935	35828	39804
现金	954	2382	2511	3608	4008	营业成本	10085	15522	19420	28580	31080
应收票据及应收账款	847	339	0	0	0	营业税金及附加	407	426	500	550	600
其他应收款	20	235	34	352	77	营业费用	35	34	43	53	50
预付账款	656	691	729	1311	955	管理费用	296	419	480	598	612
存货	4533	7610	7583	14776	9539	研发费用	556	723	880	1067	1092
其他流动资产	2400	2281	2281	2281	2281	财务费用	189	334	329	475	487
非流动资产	20917	40194	40654	53128	55588	资产减值损失	-4	-9	0	0	0
长期投资	4	34	64	94	124	其他收益	94	83	100	111	132
固定资产	13881	18790	21822	33302	36961	公允价值变动收益	0	17	0	0	0
无形资产	921	1426	1575	1752	1939	投资净收益	-30	13	-0	0	-0
其他非流动资产	6111	19945	17193	17980	16565	资产处置收益	-1	97	0	0	0
资产总计	30327	53733	53792	75457	72448	营业利润	9851	6411	3381	4616	6015
流动负债	8836	18293	18544	37849	32879	营业外收入	25	28	0	0	0
短期借款	1109	5795	14061	33001	27958	营业外支出	65	122	0	0	0
应付票据及应付账款	3963	8812	0	0	0	利润总额	9812	6318	3381	4616	6015
其他流动负债	3764	3686	4483	4848	4921	所得税	1567	1176	507	692	902
非流动负债	1236	11463	9342	8559	6323	净利润	8244	5141	2874	3924	5112
长期借款	1097	10842	8722	7939	5703	少数股东损益	22	-7	10	11	10
其他非流动负债	139	620	620	620	620	归属母公司净利润	8222	5148	2864	3913	5103
负债合计	10072	29756	27886	46408	39202	EBITDA	11199	8943	5935	8660	11225
少数股东权益	122	145	156	166	176	EPS(元)	6.96	4.35	2.42	3.31	4.32
股本	1074	1074	1074	1074	1074						
资本公积	4397	4521	4521	4521	4521	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	14673	18200	20520	23691	27825	成长能力					
归属母公司股东权益	20133	23832	25751	28883	33070	营业收入(%)	138.5	10.6	5.4	43.7	11.1
负债和股东权益	30327	53733	53792	75457	72448	营业利润(%)	523.6	-34.9	-47.3	36.5	30.3
						归属于母公司净利润(%)	485.5	-37.4	-44.4	36.6	30.4
						获利能力					
						毛利率(%)	52.8	34.4	22.1	20.2	21.9
						净利率(%)	38.4	21.8	11.5	10.9	12.8
						ROE(%)	40.7	21.4	11.1	13.5	15.4
						ROIC(%)	36.0	14.1	7.0	7.3	9.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	33.2	55.4	51.8	61.5	54.1
						净负债比率(%)	10.2	67.0	88.2	138.6	98.2
						流动比率	1.1	0.7	0.7	0.6	0.5
						速动比率	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.6	0.5	0.6	0.5
						应收账款周转率	40.3	42.8	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	2.8	3.0	5.8	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	6.96	4.35	2.42	3.31	4.32
						每股经营现金流(最新摊薄)	3.14	-0.53	-2.82	-1.05	12.45
						每股净资产(最新摊薄)	17.03	20.16	21.78	24.43	27.97
						估值比率					
						P/E	8.0	12.7	22.9	16.8	12.9
						P/B	3.3	2.8	2.5	2.3	2.0
						EV/EBITDA	5.5	8.4	13.8	11.5	8.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn