

“双硅”价差回落拖累业绩，静待行业景气修复

合盛硅业（603260.SH）

推荐（维持评级）

核心观点：

- **事件** 公司发布 2023 年度报告和 2024 年一季报，2023 年公司实现营业收入 265.84 亿元，同比增长 12.37%；归母净利润 26.23 亿元，同比下降 49.05%。2024 年一季度实现营业收入 54.16 亿元，同比下降 5.46%；归母净利润 5.28 亿元，同比下降 47.36%。
- **工业硅、有机硅价差同比回落拖累 2023 年及 24Q1 业绩** 2023 年随着公司工业硅、有机硅新增产能达产，公司工业硅、有机硅销量保持良好增长。2023 年公司实现工业硅销量 101.71 万吨，同比增长 74.22%；110 生胶、107 胶、混炼胶、环体硅氧烷、气象法白炭黑合计销量 85.50 万吨，同比增长 45.92%；工业硅、有机硅毛利率分别为 29.48%、9.37%，同比分别下降 6.79、23.33 个百分点。尽管 2023 年公司工业硅、有机硅销量同比增长，但行业供应增多导致竞争加剧，工业硅、有机硅价差回落拖累全年业绩表现。24Q1 公司实现工业硅销量 16.96 万吨，同比下降 6.19%；110 生胶、107 胶、混炼胶、环体硅氧烷、气象法白炭黑合计销量 20.59 万吨，同比增长 28.40%。24Q1 工业硅、有机硅价差同比回落仍是拖累业绩的主因。
- **双硅市占率持续提升，静待行业景气筑底回升** 公司依托“煤-电-硅”产业链协同发展的优势，持续提升工业硅、有机硅产能及市场占有率。截至 2023 年年底，公司工业硅、有机硅设计产能分别为 122、173 万吨/年，行业龙头地位突出。此外，云南合盛 80 万吨/年工业硅生产及配套 60 万吨型煤加工生产项目（一期）预计 2024 年四季度投产，将持续巩固龙头地位。行业层面，2023 年国内工业硅产量 370 万吨，同比增长 13.8%；有机硅产量 180 万吨，保持增长状态；供应压力增大导致工业硅、有机硅价格和价差出现较大幅度回落。目前，工业硅价差处于历史中等偏低水平运行、有机硅价差基本处于历史底部区域。我们认为，受益于光伏行业快速发展，下游多晶硅对工业硅需求有望提升，或提振工业硅价格；此外，随着国家稳增长政策逐步发力，终端需求逐步回暖，有机硅景气度有望筑底企稳。
- **纵向延伸布局光伏产业链，硅基新材料研发迎突破** 1) 光伏方面，公司全资子公司新疆中部合盛硅业有限公司投资了 20 万吨/年高纯多晶硅项目、20GW/年光伏组件项目、150 万吨/年新能源装备用超薄高透光伏玻璃制造项目等，首期实现全线贯通，打造“多晶硅-单晶切片-电池组件&光伏玻璃-光伏发电”一体化产业园区。此外，公司全资子公司新疆东部合盛硅业有限公司 20 万吨/年高纯晶硅项目有序推进中。2) 硅基新材料方面，公司控股子公司宁波合盛新材料有限公司成功研发碳化硅半导体材料，碳化硅产品良率处于国内企业领先水平。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，并顺利开发了日韩、欧美客户；8 英寸衬底实现了样品的产出。随着上述项目的逐步投产，公司在深化产业链一体化布局的同时，有望迎来新的利润增长点。
- **投资建议** 预计 2024-2026 年公司营收分别为 337.23、420.73、474.88 亿元；归母净利润分别为 27.15、32.85、37.56 亿元，同比分别增长 3.51%、20.99%、14.34%；EPS 分别为 2.30、2.78、3.18 元，对应 PE 分别为 21.66、17.90、15.65 倍，维持“推荐”评级。

分析师

任文坡

☎：010-80927675

✉：renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130520080001

研究助理

翟启迪

☎：010-80927677

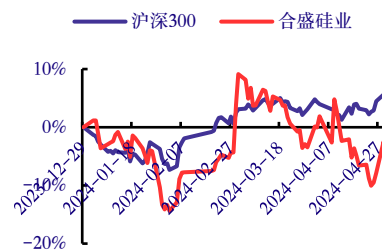
✉：zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2024-4-30

A 股收盘价（元）	48.35
股票代码	603260.SH
A 股一年内最高价/最低价（元）	76.40/41.60
上证指数	3104.82
总股本/实际流通 A 股（万股）	118221/107417
流通 A 股市值（亿元）	519.36

相对沪深 300 表现图



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河化工】公司点评-合盛硅业-“双硅”价差收窄拖累 Q2 业绩，一体化布局成长可期_20230830

【银河化工】公司点评-合盛硅业（603260.SH）-“双硅”拖累 Q3 业绩，看好业务扩张下的成长属性_20221030

● **主要财务指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	26584	33723	42073	47488
增长率	12.37%	26.86%	24.76%	12.87%
归母净利润（百万元）	2623	2715	3285	3756
增长率	-49.05%	3.51%	20.99%	14.34%
EPS（元）	2.22	2.30	2.78	3.18
PE	22.42	21.66	17.90	15.65

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

- **风险提示** 原料价格大幅上涨的风险，产品景气度下滑的风险，新建项目达产不及预期的风险等。

附录：公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14124.91	16293.51	18908.40	22281.86	营业收入	26583.56	33723.28	42073.27	47487.88
现金	1786.56	1205.59	3974.74	7517.33	营业成本	21227.84	27780.05	34866.38	39474.54
应收账款	1355.90	1213.35	1164.05	1078.43	营业税金及附加	489.96	620.51	774.15	873.78
其它应收款	166.65	114.38	119.36	118.08	营业费用	42.03	50.58	63.11	71.23
预付账款	546.69	555.60	523.00	513.17	管理费用	638.96	741.91	799.39	854.78
存货	7148.13	9305.57	9229.84	9191.61	财务费用	567.51	739.45	791.13	741.29
其他	3120.99	3899.03	3897.41	3863.24	资产减值损失	-60.57	-59.78	0.22	0.22
非流动资产	69219.13	75029.71	75526.12	75800.86	公允价值变动收益	45.42	0.00	0.00	0.00
长期投资	37.16	37.16	37.16	37.16	投资净收益	87.61	-53.96	0.00	0.00
固定资产	22365.23	30685.47	32689.05	32970.96	营业利润	3418.50	3514.69	4274.44	4902.63
无形资产	4469.81	5014.81	5559.81	6104.81	营业外收入	71.77	110.00	110.00	110.00
其他	42346.94	39292.27	37240.10	36687.93	营业外支出	54.46	45.00	45.00	45.00
资产总计	83344.05	91323.22	94434.52	98082.72	利润总额	3435.81	3579.69	4339.44	4967.63
流动负债	26622.24	29809.12	29665.83	29588.31	所得税	852.78	894.92	1084.86	1241.91
短期借款	7118.40	8118.40	8118.40	8118.40	净利润	2583.03	2684.77	3254.58	3725.72
应付账款	13722.15	15601.24	15391.10	15311.31	少数股东损益	-39.80	-30.00	-30.00	-30.00
其他	5781.69	6089.48	6156.33	6158.60	归属母公司净利润	2622.83	2714.77	3284.58	3755.72
非流动负债	24298.79	26797.39	26797.39	26797.39	EBITDA	6005.99	7070.03	8164.17	8964.18
长期借款	23510.18	26010.18	26010.18	26010.18	EPS（元）	2.22	2.30	2.78	3.18
其他	788.62	787.22	787.22	787.22					
负债合计	50921.03	56606.51	56463.22	56385.71	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	16.88	-13.12	-43.12	-73.12	营业收入	12.37%	26.86%	24.76%	12.87%
归属母公司股东权益	32406.13	34729.83	38014.41	41770.13	营业利润	-46.68%	2.81%	21.62%	14.70%
负债和股东权益	83344.05	91323.22	94434.52	98082.72	归属母公司净利润	-49.05%	3.51%	20.99%	14.34%
					毛利率	20.15%	17.62%	17.13%	16.87%
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率	9.87%	8.05%	7.81%	7.91%
经营活动现金流	-790.20	5334.57	7111.99	7885.42	ROE	8.09%	7.82%	8.64%	8.99%
净利润	2583.03	2684.77	3254.58	3725.72	ROIC	4.48%	4.57%	5.16%	5.48%
折旧摊销	2157.45	2782.14	3098.81	3320.48	资产负债率	61.10%	61.98%	59.79%	57.49%
财务费用	625.91	771.61	812.84	812.84	净负债比率	93.52%	99.09%	83.30%	67.36%
投资损失	-104.82	53.96	0.00	0.00	流动比率	0.53	0.55	0.64	0.75
营运资金变动	-6304.00	-912.69	10.98	91.61	速动比率	0.16	0.13	0.22	0.33
其它	252.24	-45.22	-65.22	-65.22	总资产周转率	0.32	0.37	0.45	0.48
投资活动现金流	-18352.49	-8251.46	-3530.00	-3530.00	应收账款周转率	19.61	27.79	36.14	44.03
资本支出	-18462.20	-8535.00	-3535.00	-3535.00	应付账款周转率	1.94	2.16	2.73	3.10
长期投资	189.58	335.00	5.00	5.00	每股收益	2.22	2.30	2.78	3.18
其他	-79.87	-51.46	0.00	0.00	每股经营现金	-0.67	4.51	6.02	6.67
筹资活动现金流	18350.49	2335.92	-812.84	-812.84	每股净资产	27.41	29.38	32.16	35.33
短期借款	1323.85	1000.00	0.00	0.00	P/E	22.42	21.66	17.90	15.65
长期借款	12667.71	2500.00	0.00	0.00	P/B	1.81	1.69	1.55	1.41
其他	4358.93	-1164.08	-812.84	-812.84	EV/EBITDA	15.09	13.18	11.08	9.69
现金净增加额	-788.09	-580.97	2769.16	3542.59	P/S	2.21	1.73	1.39	1.23

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

任文坡，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_lbj@chinastock.com.cn