

## 合盛硅业 (603260.SH) Q1 业绩环比增长，看好产业链延伸潜力

2024 年 05 月 05 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

蒋跨越（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

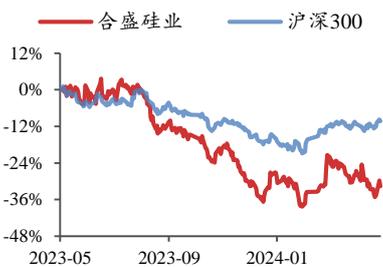
jiangkuayue@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790523120001

日期	2024/4/30
当前股价(元)	48.35
一年最高最低(元)	76.40/41.60
总市值(亿元)	571.60
流通市值(亿元)	519.36
总股本(亿股)	11.82
流通股本(亿股)	10.74
近 3 个月换手率(%)	13.97

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《Q3 或为业绩低点，光伏产业链布局逐步推进——公司信息更新报告》  
-2023.11.14

《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

● **Q1 归母净利润环比增长 20.45%，看好产业链延伸潜力，维持“买入”评级**  
公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2024 年全年实现营收 265.84 亿元，同比+12.37%，实现归母净利润 26.23 亿元，同比-49.05%。同时 2024Q1 公司实现营收 54.16 亿元，同比-5.46%，环比-19.14%，实现归母净利润 5.28 亿元，同比-47.36%，环比+20.45%。结合公司 2023 年报及 2024 年一季报，我们下调公司 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 29.10 (-10.03)、41.97 (-9.06)、48.01 亿元，EPS 分别为 2.46 (-0.85)、3.55 (-0.77)、4.06 元，当前股价对应 PE 分别为 19.6、13.6、11.9 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。

● **2023 年工业硅、有机硅量增利减，2024Q1 有机硅价格环比上涨**

**销量方面**，据公司公告，2023 年公司工业硅与有机硅销量分别约 102、86 万吨，分别同比+74%、+46%。**吨盈利方面**，2024 年公司工业硅、有机硅不含税均价分别为 13385、14434 元/吨，分别同比-24%、-35%，吨毛利分别为 3946、1353 元/吨，分别同比-38%、-81%。2023 年尽管公司工业硅、有机硅产品销量大幅增长，但由于下游需求疲软以及行业加速扩产等影响，公司产品盈利相对承压。**此外，2024Q1 公司工业硅、有机硅销量分别约 17、21 万吨，环比-27%、-12%，受春节假期影响，产品销量环比有所下降。价格方面**，据公司公告，2024Q1 公司工业硅、有机硅不含税销售均价分别为 13307、13717 元/吨，分别同比-3.54%、+6.53%。我们认为当前工业硅、有机硅价格及盈利基本处于周期底部，未来伴随国民经济的进一步复苏，工业硅、有机硅产品盈利有望修复。

● **公司积极延伸产业链，或为自身贡献重要业绩增量**

据公司公告，公司新疆中部光伏一体化产业园项目首期已实现全产线贯通，云南“绿一电一硅”循环经济生产基地和多晶硅东部合盛年产 20 万吨高纯晶硅项目等建设有序推进。此外，公司碳化硅项目稳步推进，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，并顺利开发日韩、欧美客户；8 英寸衬底研发进展顺利，并实现样品的产出。公司积极延伸产业链，或为自身贡献重要业绩增量

● **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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23,657	26,584	28,049	37,460	38,144
YOY(%)	10.6	12.4	5.5	33.6	1.8
归母净利润(百万元)	5,148	2,623	2,910	4,197	4,801
YOY(%)	-37.4	-49.1	10.9	44.3	14.4
毛利率(%)	34.4	20.1	18.8	18.6	20.6
净利率(%)	21.8	9.9	10.4	11.2	12.6
ROE(%)	21.4	8.0	8.4	11.0	11.4
EPS(摊薄/元)	4.35	2.22	2.46	3.55	4.06
P/E(倍)	11.1	21.8	19.6	13.6	11.9
P/B(倍)	2.4	1.8	1.6	1.5	1.3

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	13539	14125	16152	21745	16791
现金	2382	1787	1885	2518	2563
应收票据及应收账款	339	1356	1449	2297	1517
其他应收款	235	167	257	309	267
预付账款	691	547	759	985	791
存货	7610	7148	8681	12515	8531
其他流动资产	2281	3121	3121	3121	3121
<b>非流动资产</b>	40194	69219	70673	83752	82048
长期投资	34	37	42	46	51
固定资产	18790	22365	29467	42185	45045
无形资产	1426	4476	5155	5944	6873
其他非流动资产	19945	42341	36009	35576	30079
<b>资产总计</b>	53733	83344	86825	105496	98839
<b>流动负债</b>	18293	26622	31626	49490	44500
短期借款	5795	7118	16496	33666	28955
应付票据及应付账款	8812	15204	7563	7681	7455
其他流动负债	3686	4299	7567	8143	8089
<b>非流动负债</b>	11463	24299	19807	17146	11508
长期借款	10842	23510	19018	16357	10719
其他非流动负债	620	789	789	789	789
<b>负债合计</b>	29756	50921	51433	66635	56008
少数股东权益	145	17	76	140	213
股本	1074	1182	1182	1182	1182
资本公积	4521	11384	11384	11384	11384
留存收益	18200	19782	22325	26027	30343
<b>归属母公司股东权益</b>	23832	32406	35316	38721	42618
<b>负债和股东权益</b>	53733	83344	86825	105496	98839

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-626	-790	-3903	3135	14421
净利润	5141	2583	2969	4261	4874
折旧摊销	1630	2150	2330	3384	4348
财务费用	334	568	385	281	479
投资损失	-13	-88	-1	-1	-1
营运资金变动	-7929	-6305	-9586	-4790	4721
其他经营现金流	211	301	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-12147	-18352	-3784	-16461	-2643
资本支出	11484	18657	3780	16458	2639
长期投资	-390	190	-5	-5	-5
其他投资现金流	-273	115	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	13702	18350	-1593	-3211	-7022
短期借款	4686	1324	9378	17169	-4711
长期借款	9745	12668	-4492	-2661	-5638
普通股增加	0	108	0	0	0
资本公积增加	124	6863	0	0	0
其他筹资现金流	-852	-2612	-6479	-17719	3327
<b>现金净增加额</b>	977	-788	-9280	-16537	4757

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	23657	26584	28049	37460	38144
营业成本	15522	21228	22767	30487	30271
营业税金及附加	426	490	562	575	575
营业费用	34	42	49	56	48
管理费用	419	639	540	625	586
研发费用	723	566	561	562	572
财务费用	334	568	385	281	479
资产减值损失	-9	-61	0	0	0
其他收益	83	342	435	353	331
公允价值变动收益	17	45	0	0	0
投资净收益	13	88	1	1	1
资产处置收益	97	4	0	0	0
<b>营业利润</b>	6411	3418	3621	5228	5944
营业外收入	28	72	0	0	0
营业外支出	122	54	0	0	0
<b>利润总额</b>	6318	3436	3621	5228	5944
所得税	1176	853	652	967	1070
<b>净利润</b>	5141	2583	2969	4261	4874
少数股东损益	-7	-40	59	64	73
<b>归属母公司净利润</b>	5148	2623	2910	4197	4801
EBITDA	8943	7516	7317	10654	12565
EPS(元)	4.35	2.22	2.46	3.55	4.06

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.6	12.4	5.5	33.6	1.8
营业利润(%)	-34.9	-46.7	5.9	44.4	13.7
归属于母公司净利润(%)	-37.4	-49.1	10.9	44.3	14.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.4	20.1	18.8	18.6	20.6
净利率(%)	21.8	9.9	10.4	11.2	12.6
ROE(%)	21.4	8.0	8.4	11.0	11.4
ROIC(%)	14.1	6.2	5.4	6.3	7.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.4	61.1	59.2	63.2	56.7
净负债比率(%)	67.0	95.1	110.0	137.2	100.2
流动比率	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
速动比率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	42.8	31.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.0	2.1	3.3	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.35	2.22	2.46	3.55	4.06
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.53	-0.67	-3.30	2.65	12.20
每股净资产(最新摊薄)	20.16	27.41	29.87	32.75	36.05
<b>估值比率</b>					
P/E	11.1	21.8	19.6	13.6	11.9
P/B	2.4	1.8	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.1	11.6	13.0	10.3	7.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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