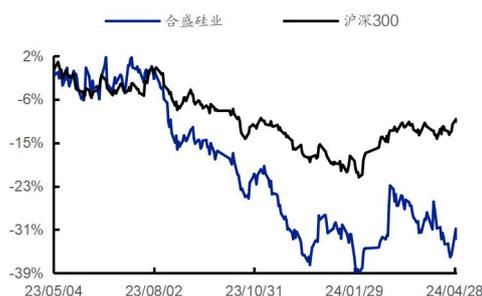


研究所：  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 证券分析师：贾冰 S0350524030003  
 jiab@ghzq.com.cn

## Q1 净利润环比向上，期待行业景气度修复

### ——合盛硅业（603260）2023 年年报及 2024 年一季报点评

#### 最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/04/30		
表现	1M	3M	12M	
合盛硅业	-1.8%	9.3%	-33.2%	
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%	

市场数据		2024/04/30
当前价格(元)		48.35
52 周价格区间(元)		41.60-76.40
总市值(百万)		57,159.71
流通市值(百万)		51,935.91
总股本(万股)		118,220.69
流通股本(万股)		107,416.56
日均成交额(百万)		116.71
近一月换手(%)		0.22

#### 相关报告

《合盛硅业（603260）三季报点评：工业硅及有机硅价格承压，Q3 利润环比下滑（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2023-11-03

《合盛硅业(603260)2022 年报及一季报点评：2022 年业绩承压，2023Q1 利润环比大幅改善（买入）\*化学制品\*董伯骏，李永磊》——2023-04-27

#### 事件：

2024 年 4 月 30 日，合盛硅业发布 2023 年年度报告及一季度报告：2023 年实现营业收入 265.84 亿元，同比上升 12.37%；实现归母净利润 26.23 亿元，同比下降 49.05%；实现扣非归母净利润 21.88 亿元，同比下降 56.80%；销售毛利率 20.15%，同比下降 14.24pct，销售净利率 9.72%，同比下降 12.02pct；经营活动现金流净额为-7.90 亿元，同比下降 1.64 亿元。

2023Q4 单季度，公司实现营业收入 66.97 亿元，同比+24.45%，环比-15.74%；实现归母净利润为 4.38 亿元，同比-26.23%，环比+8.93%；扣非后归母净利润 2.51 亿元，同比-50.94%，环比-26.98%；经营活动现金流净额为-6.30 亿元，同比+6.87 亿元，环比-22.58 亿元。销售毛利率为 15.11%，同比+0.41pct，环比+0.48pct；销售净利率为 6.28%，同比-4.74pct，环比+1.32pct。

同时，公司公布一季报，2024Q1 单季度，公司实现营业收入 54.16 亿元，同比-5.46%，环比-19.14%；实现归母净利润为 5.28 亿元，同比-47.36%，环比+20.45%；扣非后归母净利润 5.20 亿元，同比-45.88%，环比+106.79%；经营活动现金流净额为-25.94 亿元，同比-13.29 亿元，环比-19.64 亿元。销售毛利率为 22.91%，同比-8.12pct，环比+7.80pct；销售净利率为 9.60%，同比-7.78pct，环比+3.32pct。

#### 投资要点：

##### ■ 2023 年业绩承压，利润同比下降

2023 年实现营业收入 265.84 亿元，同比上升 12.37%；实现归母净利润 26.23 亿元，同比下降 49.05%；其中，2023 年公司实现毛利润 55.56 亿元，同比-27.79 亿元，主要是因为报告期内主要产品销售价格下降导致利润减少；期间费用 18.15 亿元，同比+3.05 亿元，资产减值损失-6057 万元，损失同比下降 5127 万元，信用减值损失-5138 万元，损失同比下降 6212 万元。2023 年公司经营活动产生的现金流量为-7.90 亿元，同比-1.64 亿元。期间费用方面，2023 年公司销售费用率为 0.16%，同比+0.01pct；管理费用率为 2.40%，同比+0.63pct；研发费用率为 2.13%，同比-0.93pct；财务费用率为 2.13%，同比+0.72pct。

产品方面，2023 年公司工业硅生产量 135.50 万吨，同比+41.07%，销

售量 101.71 万吨，同比+74.22%；110 生胶生产量 39.61 万吨，同比+51.53%，销售量 34.15 万吨，同比+69.65%；107 胶生产量 32.98 万吨，同比+50.11%，销售量 30.58 万吨，同比+47.30%；混炼胶生产量 8.29 万吨，同比-0.12%，销售量 9.30 万吨，同比+35.17%；环体硅氧烷生产量 53.08 万吨，同比+40.09%，销售量 10.17 万吨，同比+5.06%；气相法白炭黑生产量 2.17 万吨，同比+20.56%，销售量 1.31 万吨，同比+15.93%。

2023 年 Q4 公司实现净利润 4.21 亿元，环比上升 2631 万元，实现毛利润 10.12 亿元，环比下降 1.51 亿元，期间费用 4.64 亿元，环比上升 2247 万元，所得税费用 9865 万元，环比下降 1.68 亿元。

### ■ 2024Q1 净利润环比增加，整体经营向上

根据公司一季度业绩报告，2024Q1 公司实现净利润 5.20 亿元，环比上升 9958 万元。2024Q1 实现毛利润 12.41 亿元，环比上升 2.29 亿元，费用方面，2024Q1 销售费用为 949 万元，环比下降 308 万元；管理费用为 1.47 亿元，环比下降 1.57 亿元；研发费用为 1.38 亿元，环比下降 1.29 亿元；财务费用为 1.71 亿元，环比上升 3133 万元。2024Q1 的资产减值损失-3257 万元，环比上升 2799 万元；信用减值损失为 3889 万元，环比上升 7997 万元。

### ■ 产业链不断延伸，多晶硅、组件、光伏玻璃项目有序推进

2023 年，公司有机硅新疆硅业新材料煤电硅一体化项目三期和工业硅东部合盛煤电硅一体化项目二期达产，新疆中部光伏一体化产业园项目（包含中部合盛年产 20 万吨高纯多晶硅项目、中部合盛年产 20GW 光伏组件项目、中部合盛年产 150 万吨新能源装备用超薄高透光伏玻璃制造项目等）首期实现全产线贯通，云南“绿-电-硅”循环经济生产基地（包含云南合盛水电硅循环经济项目一期等）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。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 350.07、395.87、470.87 亿元，归母净利润分别为 33.44、43.44、51.03 亿元，对应 PE 分别 17、13、11 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26584	35007	39587	47087
增长率(%)	12	32	13	19
归母净利润(百万元)	2623	3344	4344	5103
增长率(%)	-49	27	30	17
摊薄每股收益(元)	2.22	2.83	3.67	4.32
ROE(%)	8	9	11	11
P/E	22.77	17.09	13.16	11.20
P/B	1.86	1.60	1.43	1.26
P/S	2.27	1.63	1.44	1.21
EV/EBITDA	15.09	11.84	10.10	8.83

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

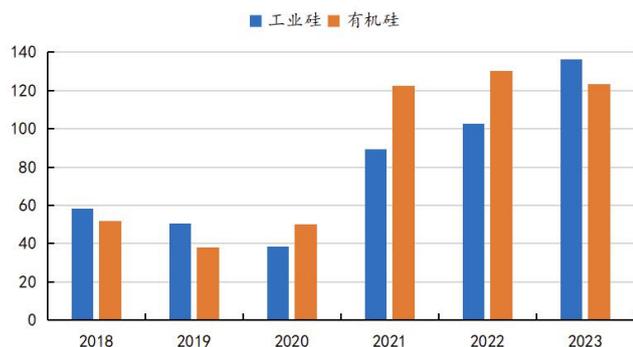
## 1、分产品经营数据

表 1: 合盛硅业分产品经营数据

产品分类		2022	2023	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
工业硅	生产量 (万吨)	96.05	135.50	34.70	36.81	25.92	38.06	43.68
	销售量 (万吨)	58.38	101.71	18.07	24.08	36.18	23.37	16.96
	销售金额 (亿元)	102.66	135.88	28.48	32.47	42.70	32.24	22.56
	销售均价 (元/吨)	17583.74	13359.98	15755.72	13482.92	11800.65	13794.58	13307.21
110 生胶	生产量 (万吨)	26.14	39.61	8.09	11.34	9.78	10.40	12.13
	销售量 (万吨)	20.13	34.15	5.69	7.23	11.81	9.42	9.80
	销售金额 (亿元)	39.04	43.90	8.72	9.54	13.85	11.79	13.00
	销售均价 (元/吨)	19398.93	12856.77	15337.37	13201.82	11728.00	12510.17	13258.28
107 胶	生产量 (万吨)	21.97	32.98	6.60	8.44	8.52	9.43	7.97
	销售量 (万吨)	20.76	30.58	5.87	8.09	8.58	8.04	6.54
	销售金额 (亿元)	42.43	40.37	8.95	10.76	10.42	10.24	8.65
	销售均价 (元/吨)	20434.25	13202.31	15253.82	13299.90	12142.64	12737.67	13239.34
混炼胶	生产量 (万吨)	8.30	8.29	2.18	2.43	1.55	2.13	2.22
	销售量 (万吨)	6.88	9.30	1.94	1.54	3.38	2.44	2.02
	销售金额 (亿元)	14.03	11.73	2.89	2.16	3.68	3.00	2.66
	销售均价 (元/吨)	20382.40	12607.50	14878.88	14004.31	10900.87	12282.75	13161.19
环体硅氧烷	生产量 (万吨)	37.89	53.08	11.80	12.96	14.07	14.25	14.91
	销售量 (万吨)	9.68	10.17	2.28	1.43	3.44	3.01	1.92
	销售金额 (亿元)	20.89	13.52	3.51	1.96	4.14	3.90	2.59
	销售均价 (元/吨)	21567.52	13296.73	15393.58	13763.47	12010.15	12957.55	13506.34
气相法白炭黑	生产量 (万吨)	1.80	2.17	0.42	0.56	0.59	0.60	0.71
	销售量 (万吨)	1.13	1.31	0.25	0.25	0.41	0.39	0.30
	销售金额 (亿元)	2.68	1.66	0.36	0.32	0.43	0.55	0.47
	销售均价 (元/吨)	23619.16	12693.05	14357.99	12813.89	10430.39	13891.17	15420.12
总营业收入 (亿元)		236.57	265.84	57.29	62.09	79.49	66.97	54.16
总营业成本 (亿元)		155.22	212.28	39.51	48.06	67.86	56.86	41.75
毛利润 (亿元)		81.35	53.56	17.78	14.03	11.63	10.12	12.41
毛利率 (%)		34.39%	20.15%	31.03%	22.60%	14.63%	15.11%	22.91%
净利润 (亿元)		51.41	25.83	9.96	7.72	3.94	4.21	5.20
净利率 (%)		21.73%	9.72%	17.39%	12.44%	4.96%	6.28%	9.60%

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

图 1: 公司主要产品营收 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFIND, 国海证券研究所

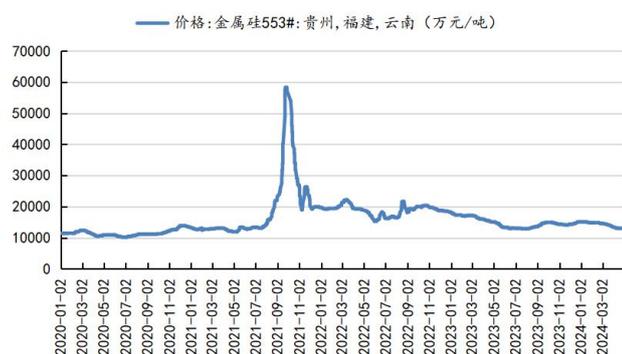
图 2: 公司主要产品毛利率



资料来源: 同花顺 iFIND, 国海证券研究所

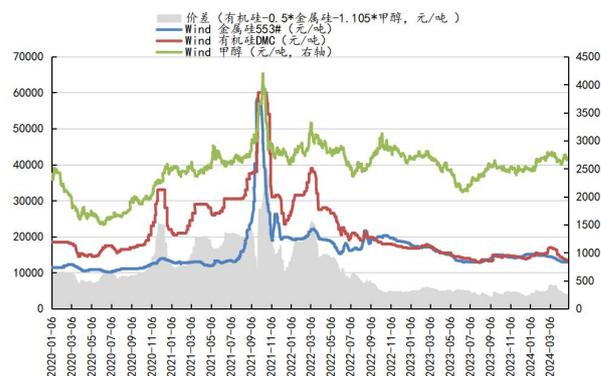
## 2、行业数据

图 3: 工业硅价格 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 有机硅价格价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

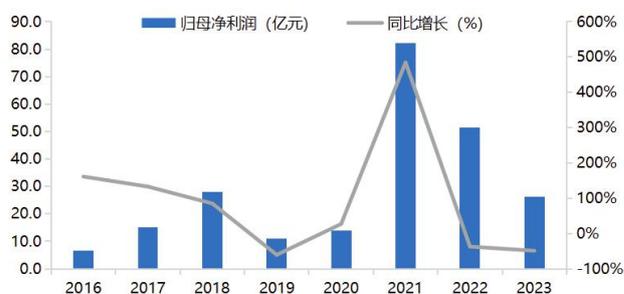
### 3、公司财务数据

图 5：2023 年营收同比上升 12.37%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年归母净利润同比下降 49.05%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年净资产收益率下滑



资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年资产负债率走高



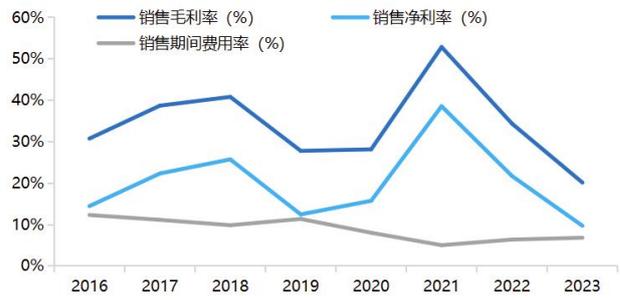
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9: 2023 年资产周转率为 38.79%



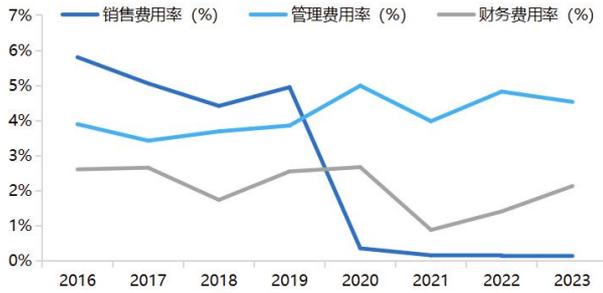
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 10: 2023 年毛利率为 20.15%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 2023 年财务费用率上升



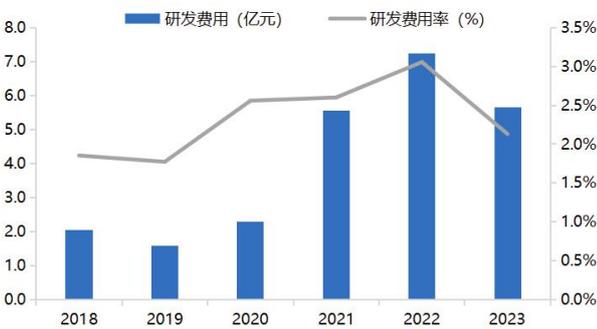
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2023 年经营活动现金流净额同比下降 1.64 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2023 年研发费用为 5.66 亿元



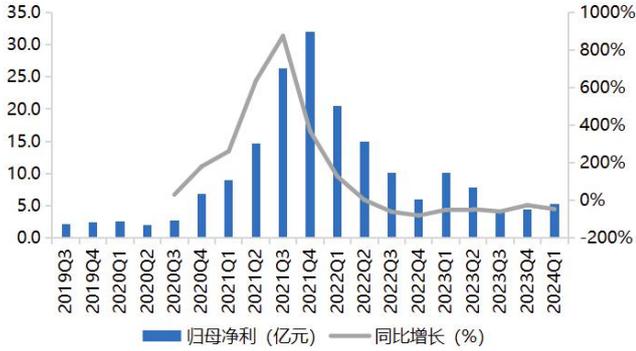
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2024 年 Q1 营收环比下降 19.14%



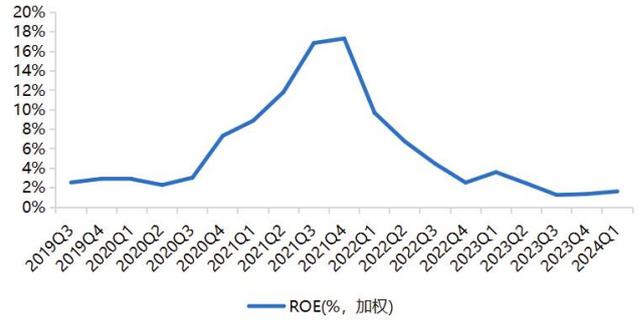
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2024 年 Q1 归母净利环比上升 20.45%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度净资产收益率



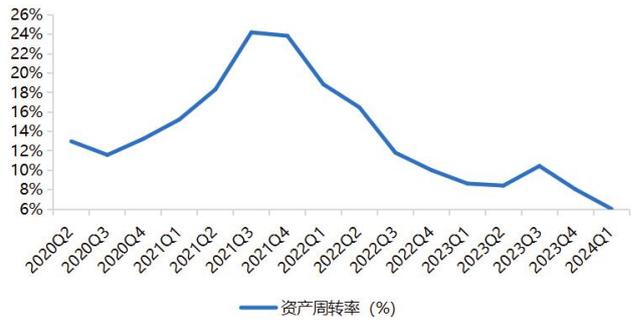
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度资产负债率



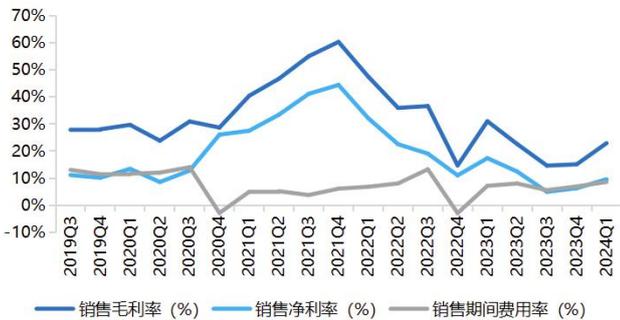
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度资产周转率



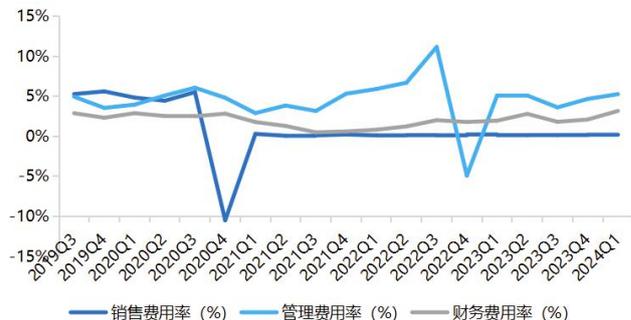
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度毛利率、净利率及期间费用率



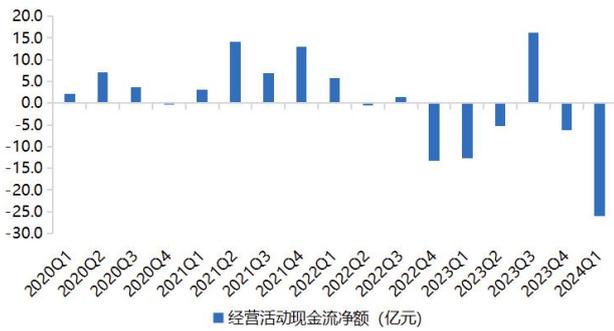
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度期间费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 2024 年 Q1 经营活动现金流净额-25.94 亿元



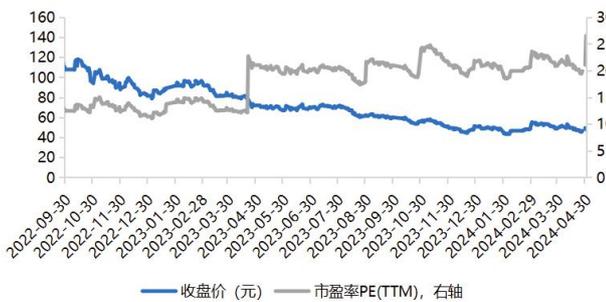
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 季度研发费用情况



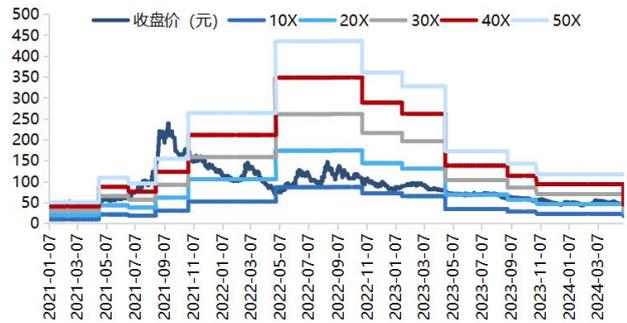
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 收盘价及 PE (TTM)



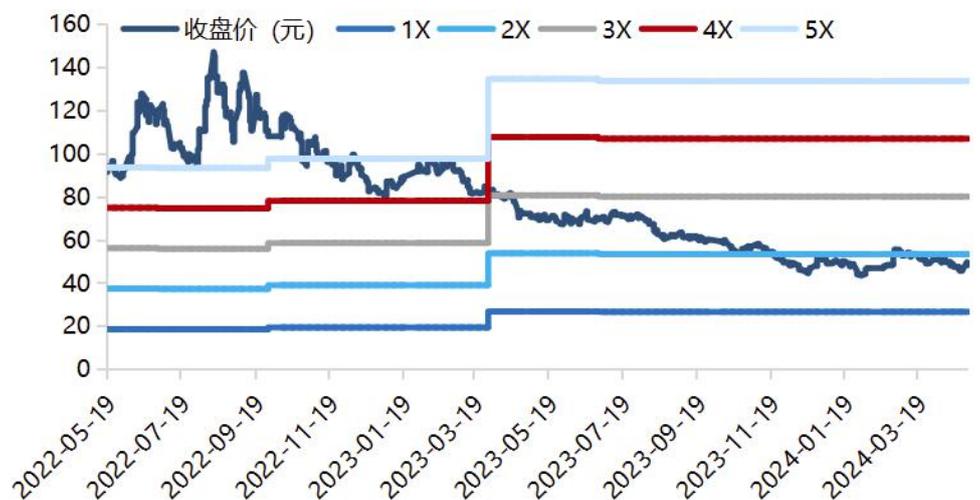
资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/30)

图 24: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/30)

图 25: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/30)

## 4、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 350.07、395.87、470.87 亿元，归母净利润分别为 33.44、43.44、51.03 亿元，对应 PE 分别 17、13、11 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

附表：合盛硅业盈利预测表

证券代码:	603260				股价:	48.35		投资评级:	买入		日期:	2024/04/30	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	8%	9%	11%	11%	EPS	2.24	2.83	3.67	4.32				
毛利率	20%	20%	22%	22%	BVPS	27.41	30.25	33.92	38.24				
期间费率	5%	5%	5%	5%	<b>估值</b>								
销售净利率	10%	10%	11%	11%	P/E	22.77	17.09	13.16	11.20				
<b>成长能力</b>					P/B	1.86	1.60	1.43	1.26				
收入增长率	12%	32%	13%	19%	P/S	2.27	1.63	1.44	1.21				
利润增长率	-49%	27%	30%	17%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	0.39	0.38	0.38	0.40	营业收入	26584	35007	39587	47087				
应收账款周转率	31.37	27.60	31.82	29.84	营业成本	21228	27996	30862	36862				
存货周转率	2.88	3.75	3.98	4.95	营业税金及附加	490	648	725	867				
<b>偿债能力</b>					销售费用	42	54	60	73				
资产负债率	61%	64%	64%	64%	管理费用	639	649	795	983				
流动比	0.53	0.54	0.44	0.40	财务费用	568	963	1121	1276				
速动比	0.16	0.19	0.14	0.15	其他费用/(-收入)	566	908	1027	1149				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	3418	4150	5466	6475				
现金及现金等价物	2488	3277	2775	3199	营业外净收支	17	0	0	0				
应收款项	1356	1224	1324	1874	利润总额	3436	4150	5466	6475				
存货净额	7148	7777	7716	7168	所得税费用	853	822	1152	1418				
其他流动资产	3133	4689	4408	4776	净利润	2583	3328	4314	5057				
<b>流动资产合计</b>	<b>14125</b>	<b>16967</b>	<b>16222</b>	<b>17018</b>	少数股东损益	-40	-16	-31	-46				
固定资产	22365	28555	33933	39195	归属于母公司净利润	2623	3344	4344	5103				
在建工程	38198	44650	50985	55786	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	8619	8853	10457	12420	经营活动现金流	-790	6732	11722	13859				
长期股权投资	37	48	63	73	净利润	2623	3344	4344	5103				
<b>资产总计</b>	<b>83344</b>	<b>99073</b>	<b>111660</b>	<b>124493</b>	少数股东损益	-40	-16	-31	-46				
短期借款	7118	8664	11183	12979	折旧摊销	2157	2870	3373	4021				
应付款项	15204	15649	18288	21346	公允价值变动	-45	0	0	0				
合同负债	561	614	679	876	营运资金变动	-6304	-327	2998	3608				
其他流动负债	3738	6280	6331	7056	投资活动现金流	-18352	-15698	-16545	-15893				
<b>流动负债合计</b>	<b>26622</b>	<b>31208</b>	<b>36481</b>	<b>42256</b>	资本支出	-18462	-16694	-16580	-15973				
长期借款及应付债券	23510	28510	31510	33510	长期投资	190	-33	-26	-9				
其他长期负债	789	3598	3598	3598	其他	-80	1028	62	89				
<b>长期负债合计</b>	<b>24299</b>	<b>32108</b>	<b>35108</b>	<b>37108</b>	筹资活动现金流	18350	9754	4320	2458				
<b>负债合计</b>	<b>50921</b>	<b>63316</b>	<b>71589</b>	<b>79365</b>	债务融资	13979	10741	5518	3796				
股本	1182	1182	1182	1182	权益融资	7050	0	0	0				
股东权益	32423	35757	40071	45128	其它	-2679	-987	-1198	-1338				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>83344</b>	<b>99073</b>	<b>111660</b>	<b>124493</b>	现金净增加额	-788	789	-502	425				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，贾冰，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。