

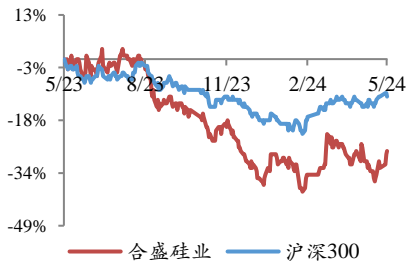
硅产业景气弱业绩仍有韧性，产业链一体化有序推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-08

收盘价(元)	52.14
近12个月最高/最低(元)	76.40/41.60
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)	616
流通市值(亿元)	560

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.Q3 业绩短期承压，光伏一体化稳步推进 2023-10-31

2.Q2 业绩短期承压，光伏一体化稳步推进 2023-09-04

主要观点：

● 事件描述

2024年4月29日晚，合盛硅业发布2023年以及2024年一季度，2023年公司实现营收265.84亿元，同比增长12.37%；归母净利润26.23亿元，同比减少49.05%。公司2024Q1实现营业收入54.16亿元，同比减少5.46%；实现归母净利润5.28亿，同比下降47.36%，2024Q1毛利率22.91%，环比变化+7.80pct。

● 2023 产品量增价减业绩短期承压，2024Q1 产品毛利率逐步修复

2023年以来，工业硅下游行业需求偏弱，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延续下跌趋势。根据公司经营数据，2023公司工业硅/110生胶/107胶/混炼胶/环体硅氧烷/气相法白炭黑均价(不含税)分别为1.34/1.29/1.32/1.26/1.33/1.27万/吨，相比2022分别变化-24.04/-33.72/-35.39/-38.15/-38.35/-46.26%，公司具备电价、一体化成本优势，即使在价格底部区间，业绩仍有一定韧性。产销量方面，工业硅技改以及有机硅产能爬坡，2023年产销量均有所提升。2023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102/34/31/9/10/1万吨，相比2022分别变化+74.21/+69.66/+47.27/+35.16/+4.97/+15.14%。2024Q1，因春节过节因素，工业硅、有机硅销量整理有所缩减，收入54.16亿，环比下降19.13%，但节后有机硅价格有所上涨以及煤炭等价格下降和原料硅石逐步自供带动工业硅成本下降，使得2024Q1公司毛利率达到22.91%，环比改善7.80pct。随着光伏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，硅产业地位进一步巩固

公司规划打造光伏一体化产业链，其中中部合盛年产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，云南合盛水电硅循环经济项目一期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，光伏产业链产线规模大，装置设备先进，产业链集成、运输自动化，具有明显的成本优势，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英寸衬底研发进展顺利，并实现了样品的产出。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，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 28.66、39.29、44.62 亿元，(2024-2025 前值分别为 38.55、45.16 亿元)，同比增速为 9.3%、37.1%、13.6%，对应 PE 分别为 22、16、14 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26584	33878	41532	45858
收入同比 (%)	12.4%	27.4%	22.6%	10.4%
归属母公司净利润	2623	2866	3929	4462
净利润同比 (%)	-49.1%	9.3%	37.1%	13.6%
毛利率 (%)	20.1%	20.5%	22.5%	23.6%
ROE (%)	8.1%	8.1%	10.0%	10.2%
每股收益 (元)	2.24	2.42	3.32	3.77
P/E	22.77	21.51	15.69	13.81
P/B	1.86	1.75	1.57	1.41
EV/EBITDA	15.09	13.76	11.53	11.03

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14125	18847	19624	18881
现金	1787	1201	2458	2401
应收账款	1356	1107	1738	1708
其他应收款	167	274	298	350
预付账款	547	947	980	1149
存货	7148	11977	10733	9738
其他流动资产	3121	3342	3416	3534
非流动资产	69219	89437	112909	134356
长期投资	37	54	64	78
固定资产	22365	28056	33713	39580
无形资产	4470	6245	8657	10751
其他非流动资产	42347	55083	70474	83948
资产总计	83344	108284	132532	153238
流动负债	26622	34678	43075	47764
短期借款	7118	11118	14118	17118
应付账款	13722	14565	19110	19877
其他流动负债	5782	8994	9847	10769
非流动负债	24299	38335	50283	61861
长期借款	23510	34732	46677	58260
其他非流动负债	789	3603	3606	3601
负债合计	50921	73013	93358	109626
少数股东权益	17	-7	-53	-98
股本	1182	1182	1182	1182
资本公积	11384	11384	11384	11384
留存收益	19840	22712	26661	31143
归属母公司股东权益	32406	35279	39227	43710
负债和股东权益	83344	108284	132532	153238

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-790	4430	15213	13421
净利润	2583	2842	3883	4417
折旧摊销	2157	2783	3425	4027
财务费用	626	1585	2211	2830
投资损失	-105	-102	-137	-151
营运资金变动	-6304	-2551	5888	2385
其他经营现金流	9139	5267	-2061	1945
投资活动现金流	-18352	-22880	-26713	-25246
资本支出	-18462	-23948	-26844	-25378
长期投资	190	-33	-6	-19
其他投资现金流	-80	1101	137	151
筹资活动现金流	18350	17864	12737	11748
短期借款	1324	4000	3000	3000
长期借款	12668	11222	11945	11583
普通股增加	108	0	0	0
资本公积增加	6863	0	0	0
其他筹资现金流	-2612	2642	-2208	-2835
现金净增加额	-788	-586	1257	-57

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26584	33878	41532	45858
营业成本	21228	26948	32200	35057
营业税金及附加	490	617	761	838
销售费用	42	51	64	70
管理费用	639	707	933	993
财务费用	568	1513	2163	2732
资产减值损失	-61	17	8	12
公允价值变动收益	45	0	0	0
投资净收益	88	102	137	151
营业利润	3418	3631	5060	5700
营业外收入	72	0	0	0
营业外支出	54	0	0	0
利润总额	3436	3631	5060	5700
所得税	853	789	1178	1282
净利润	2583	2842	3883	4417
少数股东损益	-40	-24	-46	-45
归属母公司净利润	2623	2866	3929	4462
EBITDA	6006	7927	10648	12459
EPS (元)	2.24	2.42	3.32	3.77

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	12.4%	27.4%	22.6%	10.4%
营业利润	-46.7%	6.2%	39.4%	12.6%
归属于母公司净利润	-49.1%	9.3%	37.1%	13.6%
获利能力				
毛利率 (%)	20.1%	20.5%	22.5%	23.6%
净利率 (%)	9.9%	8.5%	9.5%	9.7%
ROE (%)	8.1%	8.1%	10.0%	10.2%
ROIC (%)	4.5%	4.8%	5.4%	5.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	61.1%	67.4%	70.4%	71.5%
净负债比率 (%)	157.1%	207.0%	238.3%	251.4%
流动比率	0.53	0.54	0.46	0.40
速动比率	0.16	0.11	0.13	0.12
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.35	0.34	0.32
应收账款周转率	31.37	27.51	29.20	26.62
应付账款周转率	2.07	1.91	1.91	1.80
每股指标 (元)				
每股收益	2.24	2.42	3.32	3.77
每股经营现金流 (摊薄)	-0.67	3.75	12.87	11.35
每股净资产	27.41	29.84	33.18	36.97
估值比率				
P/E	22.77	21.51	15.69	13.81
P/B	1.86	1.75	1.57	1.41

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。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。