



合盛硅业 (603260.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩承压，行业拐点仍需等待

业绩简评

2024年8月29日公司发布了半年度报告，2024年上半年实现营业收入132.72亿元，同比增加11.18%；归母净利润9.78亿元，同比下滑45.12%；其中2季度单季度实现营业收入78.56亿元，同比增长26.53%，环比增长45.05%，归母净利润4.5亿元，同比下滑42.25%，环比下滑14.71%。

经营分析

行业景气回落，硅基材料价格持续承压。2024年上半年，受全球经济增长乏力、地缘政治风险加剧、下游市场需求增速放缓等因素叠加，工业硅、有机硅和多晶硅行业整体呈现出供应增速领先于需求的态势，市场价格持续承压。从2季度单季度销售价格来看，工业硅销售均价为11501元/吨，同比下滑15%，环比下滑14%；有机硅板块中110生胶销售均价为12421元/吨，同环比均下滑6%；107胶销售均价为12241元/吨，同环比均下滑8%；混炼胶销售均价为13445元/吨，同比下滑4%，环比提高2%；环体硅氧烷销售均价为13111元/吨，同比下滑5%，环比下滑3%；气相法白炭黑销售均价为13558元/吨，同比提高6%，环比下滑12%；多晶硅销售均价为43611元/吨，环比下滑12%。

依托“煤-电-硅”产业链协同发展的优势，不断完善下游产业链布局。公司新能源板块产业布局较为丰富，新疆中部光伏一体化产业园项目（包含20万吨多晶硅、20GW光伏组件、150万吨光伏玻璃等）首条光伏产线已经实现量产，云南“绿-电-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根据公司整体战略计划结合市场行情动态推进。硅基新材料方面，公司6英寸碳化硅衬底已全面量产，晶体良率达90%以上，外延良率稳定在95%以上，处于行业领先地位；在8英寸碳化硅衬底研发方面，公司凭借自研体系和高效研发，已开始小批量生产。

盈利预测、估值与评级

公司作为国内硅基材料巨头，规模优势显著且具备较强的成本优势，但考虑目前主要产品价格均处于底部，行业盈利仍待修复，我们下调公司2024-2025年的归母净利润为22.75、26.72亿元（下调幅度分别为42%、47%），预计2026年归母净利润为32.99亿元，未来3年对应PE分别为24.84、21.15、17.13倍，维持“买入”评级。

风险提示

新项目投产不及预期、产品价格下跌、原料价格上涨、光伏装机需求低于预期、限电影响生产及下游需求等

基础化工组

分析师：陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：李含钰 (执业 S1130523100003)

lihanyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：47.80 元

相关报告：

1.《合盛硅业公司点评：短期业绩承压，进军光伏未来可期》，2023.10.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	23,657	26,584	29,100	33,439	37,178
营业收入增长率	10.84%	12.37%	9.47%	14.91%	11.18%
归母净利润 (百万元)	5,148	2,623	2,275	2,672	3,299
归母净利润增长率	-37.30%	-49.05%	-13.28%	17.49%	23.46%
摊薄每股收益 (元)	4.793	2.219	1.924	2.260	2.791
每股经营性现金流净额	-0.58	-0.67	7.21	6.41	7.75
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.60%	8.09%	6.69%	7.45%	8.64%
P/E	9.97	21.55	24.84	21.15	17.13
P/B	2.15	1.74	1.66	1.58	1.48

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	21,343	23,657	26,584	29,100	33,439	37,178
增长率	10.8%	12.4%	12.4%	9.5%	14.9%	11.2%
主营业务成本	-10,058	-15,522	-21,228	-22,369	-25,694	-28,006
%销售收入	47.1%	65.6%	79.9%	76.9%	76.8%	75.3%
毛利	11,285	8,135	5,356	6,731	7,744	9,172
%销售收入	52.9%	34.4%	20.1%	23.1%	23.2%	24.7%
营业税金及附加	-407	-426	-490	-553	-635	-706
%销售收入	1.9%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
销售费用	-35	-34	-42	-49	-57	-63
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-295	-419	-639	-728	-836	-929
%销售收入	1.4%	1.8%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-555	-723	-566	-698	-803	-892
%销售收入	2.6%	3.1%	2.1%	2.4%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	9,993	6,533	3,618	4,703	5,413	6,581
%销售收入	46.8%	27.6%	13.6%	16.2%	16.2%	17.7%
财务费用	-189	-334	-568	-1,256	-1,365	-1,582
%销售收入	0.9%	1.4%	2.1%	4.3%	4.1%	4.3%
资产减值损失	-30	1	-112	0	0	0
公允价值变动收益	0	17	45	0	0	0
投资收益	-30	13	88	0	0	0
%税前利润	n.a	0.2%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	9,837	6,411	3,418	3,446	4,049	4,999
营业利润率	46.1%	27.1%	12.9%	11.8%	12.1%	13.4%
营业外收支	-40	-94	17	0	0	0
税前利润	9,797	6,318	3,436	3,446	4,049	4,999
利润率	45.9%	26.7%	12.9%	11.8%	12.1%	13.4%
所得税	-1,563	-1,176	-853	-1,172	-1,377	-1,700
所得税率	16.0%	18.6%	24.8%	34.0%	34.0%	34.0%
净利润	8,234	5,141	2,583	2,275	2,672	3,299
少数股东损益	22	-7	-40	0	0	0
归属于母公司的净利润	8,212	5,148	2,623	2,275	2,672	3,299
净利率	38.5%	21.8%	9.9%	7.8%	8.0%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	8,234	5,141	2,583	2,275	2,672	3,299
少数股东损益	22	-7	-40	0	0	0
非现金支出	1,317	1,636	2,269	2,619	3,116	3,464
非经营收益	-54	522	661	1,362	1,392	1,610
营运资金变动	-5,788	-7,925	-6,304	2,273	397	788
经营活动现金净流	3,709	-626	-790	8,528	7,578	9,162
资本开支	-2,641	-11,473	-18,462	-7,703	-6,996	-6,000
投资	-490	-350	190	0	0	0
其他	57	-324	-80	0	0	0
投资活动现金净流	-3,074	-12,147	-18,352	-7,703	-6,996	-6,000
股权募资	2,495	150	7,050	0	0	0
债权募资	-1,789	15,073	13,979	739	1,551	-433
其他	-666	-1,521	-2,679	-1,971	-2,194	-2,600
筹资活动现金净流	41	13,702	18,350	-1,233	-643	-3,033
现金净流量	662	977	-788	-407	-61	128

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	954	2,382	1,787	1,377	1,314	1,442
应收款项	2,284	1,024	1,858	2,280	2,361	2,439
存货	4,533	7,610	7,148	7,967	8,447	9,207
其他流动资产	1,638	2,522	3,333	2,877	3,010	3,103
流动资产	9,409	13,539	14,125	14,502	15,134	16,192
%总资产	31.0%	25.2%	16.9%	16.3%	16.2%	16.7%
长期投资	212	278	237	237	237	237
固定资产	18,990	35,581	60,563	67,026	70,990	73,603
%总资产	62.6%	66.2%	72.7%	75.5%	76.1%	75.9%
无形资产	938	1,444	4,520	4,440	4,361	4,287
非流动资产	20,905	40,194	69,219	74,331	78,211	80,747
%总资产	69.0%	74.8%	83.1%	83.7%	83.8%	83.3%
资产总计	30,314	53,733	83,344	88,834	93,345	96,939
短期借款	1,874	7,218	8,590	13,114	14,665	14,232
应付款项	4,012	8,847	15,260	17,183	17,625	18,443
其他流动负债	2,950	2,229	2,773	3,911	4,560	5,460
流动负债	8,836	18,293	26,622	34,208	36,850	38,135
长期贷款	1,066	10,842	23,510	19,724	19,724	19,724
其他长期负债	170	620	789	886	885	884
其他	10,072	29,756	50,921	54,818	57,459	58,743
普通股股东权益	20,119	23,832	32,406	33,998	35,869	38,178
其中：股本	1,074	1,074	1,182	1,182	1,182	1,182
未分配利润	14,314	17,850	19,216	20,808	22,679	24,988
少数股东权益	123	145	17	17	17	17
负债股东权益合计	30,314	53,733	83,344	88,834	93,345	96,939

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	7.645	4.793	2.219	1.924	2.260	2.791
每股净资产	18.730	22.187	27.412	28.758	30.341	32.294
每股经营现金净流	3.453	-0.583	-0.668	7.214	6.410	7.750
每股股利	1.510	0.880	0.680	0.577	0.678	0.837
回报率						
净资产收益率	40.81%	21.60%	8.09%	6.69%	7.45%	8.64%
总资产收益率	27.09%	9.58%	3.15%	2.56%	2.86%	3.40%
投入资本收益率	36.04%	12.58%	4.20%	4.62%	5.06%	5.99%
增长率						
主营业务收入增长率	137.99%	10.84%	12.37%	9.47%	14.91%	11.18%
EBIT增长率	452.20%	-34.62%	-44.61%	29.97%	15.12%	21.56%
净利润增长率	484.74%	-37.30%	-49.05%	-13.28%	17.49%	23.46%
总资产增长率	51.55%	77.25%	55.11%	6.59%	5.08%	3.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.1	8.5	11.6	12.0	11.0	11.0
存货周转天数	127.7	142.8	126.9	130.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	131.8	123.4	176.0	250.0	220.0	210.0
固定资产周转天数	237.1	289.9	307.1	324.0	292.5	259.2
偿债能力						
净负债/股东权益	8.54%	62.18%	91.33%	90.43%	90.21%	83.29%
EBIT利息保障倍数	52.9	19.6	6.4	3.7	4.0	4.2
资产负债率	33.23%	55.38%	61.10%	61.71%	61.56%	60.60%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	9	12	32
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-28	买入	107.10	N/A
2	2023-04-21	买入	80.31	N/A
3	2023-10-29	买入	56.04	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究