

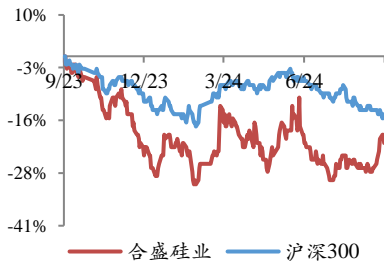
周期底部业绩仍有韧性，产业链一体化有序推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-09-05

收盘价(元)	49.65
近12个月最高/最低(元)	63.79/41.60
总股本(百万股)	1,182
流通股本(百万股)	1,182
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	587
流通市值(亿元)	587

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

主要观点：

● 事件描述

2024年8月29日晚，合盛硅业发布2024年半年报，2024年上半年公司实现营收132.72亿元，同比增长11.18%；归母净利润9.78亿元，同比减少45.12%。公司2024Q2实现营业收入78.56亿元，同比增长26.53%，环比增长45.05%；实现归母净利润4.50亿元，同比下降42.25%，环比下降14.71%。

● Q2工业硅产销提升原料价格回落，存货跌价损失影响利润

2024年上半年，受全球经济增长乏力、下游市场需求增速放缓等因素叠加，工业硅行业市场价格持续承压，公司在市场价格偏弱背景下持续技改降低生产成本，使得生产经营规模持续扩增，产销量均大幅提升。2024Q2公司工业硅产销量分别为50/41万吨，分别环比变化+13.74%/+139.55%，工业硅收入46.72亿元，环比增长107.04%。2024Q2，工业硅/110生胶/107胶的价格分别为1.15/1.24/1.22万/吨，环比分别变化-13.57%/-6.31%/-7.54%，同时原材料价格在上游原油、煤炭价格回落背景下，价格也出现不同程度回落，2024Q2矿石/石油焦/硅厂煤/电厂用煤价格分别较一季度回落4.50%/18.27%/7.46%/7.54%，使得公司2024Q2毛利率23.56%，环比变化+0.65pct。但多晶硅等产品价格回落存在存货跌价损失，二季度存在4.51亿元的资产减值，致使公司业绩短期承压。

● 一体化布局完善降低生产成本，硅产业地位进一步巩固

公司充分利用自有石英砂矿产资源，有效提升产品质量降低生产成本，同时，借助全产业链优势，优先使用内部原料进一步降低采购成本，使得行业竞争优势进一步加强。此外，中部合盛20万吨多晶硅项目、20GW光伏组件项目、150万吨光伏玻璃项目首条光伏产线实现量产。技术方面，公司已完整掌握碳化硅材料的原料合成、晶体生长、衬底加工以及晶片外延等全产业链核心工艺技术，碳化硅产品良率处于国内企业领先水平，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。未来随着成本进一步下降，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2024年工业硅、有机硅及多晶硅价格出现回落，业绩有所承压，预计公司2024-2026年归母净利润分别为22.86、30.62、39.42亿元，（2024-2026前值分别为28.66、39.29、44.62亿元），同比增速为-12.9%、34.0%、28.7%，对应PE分别为26、19、15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	27302	33706	38899
收入同比 (%)	12.4%	2.7%	23.5%	15.4%
归属母公司净利润	2623	2286	3062	3942
净利润同比 (%)	-49.1%	-12.9%	34.0%	28.7%
毛利率 (%)	20.1%	21.3%	21.5%	22.4%
ROE (%)	8.1%	6.7%	8.3%	9.6%
每股收益 (元)	2.24	1.93	2.59	3.33
P/E	22.77	25.76	19.23	14.94
P/B	1.86	1.74	1.59	1.44
EV/EBITDA	15.09	12.54	10.00	8.49

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	14125	28161	41322	53540	
现金	1787	13506	26740	38984	
应收账款	1356	892	1410	1449	
其他应收款	167	221	242	297	
预付账款	547	755	805	990	
存货	7148	9550	8819	8389	
其他流动资产	3121	3238	3305	3430	
非流动资产	69219	77124	85837	93600	
长期投资	37	54	64	78	
固定资产	22365	33398	42632	50639	
无形资产	4470	6245	8657	10751	
其他非流动资产	42347	37427	34484	32133	
资产总计	83344	105285	127159	147140	
流动负债	26622	33323	40203	44684	
短期借款	7118	9118	11118	13118	
应付账款	13722	11614	15702	17124	
其他流动负债	5782	12591	13384	14442	
非流动负债	24299	38066	50014	61592	
长期借款	23510	34732	46677	58260	
其他非流动负债	789	3334	3337	3332	
负债合计	50921	71389	90217	106276	
少数股东权益	17	-2	-38	-78	
股本	1182	1182	1182	1182	
资本公积	11384	11384	11384	11384	
留存收益	19840	21331	24414	28375	
归属母公司股东权益	32406	33898	36980	40942	
负债和股东权益	83344	105285	127159	147140	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	-790	3350	14178	13897	
净利润	2583	2267	3026	3902	
折旧摊销	2157	3343	4211	4957	
财务费用	626	1555	2136	2725	
投资损失	-105	-82	-111	-128	
营运资金变动	-6304	-3731	4964	2517	
其他经营现金流	9139	5996	-1985	1309	
投资活动现金流	-18352	-11073	-12776	-12526	
资本支出	-18462	-12417	-12882	-12635	
长期投资	190	-33	-6	-19	
其他投资现金流	-80	1377	111	128	
筹资活动现金流	18350	19435	11812	10853	
短期借款	1324	2000	2000	2000	
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	6213	-2133	-2730	
现金净增加额	-788	11719	13234	12244	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	26584	27302	33706	38899	
营业成本	21228	21487	26457	30201	
营业税金及附加	490	497	618	711	
销售费用	42	41	52	59	
管理费用	639	570	757	843	
财务费用	568	1483	1596	1656	
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	82	111	128	
营业利润	3418	2895	3944	5035	
营业外收入	72	0	0	0	
营业外支出	54	0	0	0	
利润总额	3436	2895	3944	5035	
所得税	853	629	918	1133	
净利润	2583	2267	3026	3902	
少数股东损益	-40	-19	-36	-40	
归属母公司净利润	2623	2286	3062	3942	
EBITDA	6006	7722	9750	11648	
EPS (元)	2.24	1.93	2.59	3.33	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	12.4%	2.7%	23.5%	15.4%
营业利润	-46.7%	-15.3%	36.2%	27.7%
归属于母公司净利润	-49.1%	-12.9%	34.0%	28.7%
获利能力				
毛利率 (%)	20.1%	21.3%	21.5%	22.4%
净利率 (%)	9.9%	8.4%	9.1%	10.1%
ROE (%)	8.1%	6.7%	8.3%	9.6%
ROIC (%)	4.5%	4.0%	4.2%	4.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	61.1%	67.8%	70.9%	72.2%
净负债比率 (%)	157.1%	210.6%	244.2%	260.1%
流动比率	0.53	0.85	1.03	1.20
速动比率	0.16	0.47	0.74	0.94
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.29	0.29	0.28
应收账款周转率	31.37	24.29	29.28	27.21
应付账款周转率	2.07	1.70	1.94	1.84
每股指标 (元)				
每股收益	2.24	1.93	2.59	3.33
每股经营现金流 (摊薄)	-0.67	2.83	11.99	11.76
每股净资产	27.41	28.67	31.28	34.63
估值比率				
P/E	22.77	25.76	19.23	14.94
P/B	1.86	1.74	1.59	1.44
EV/EBITDA	15.09	12.54	10.00	8.49

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。