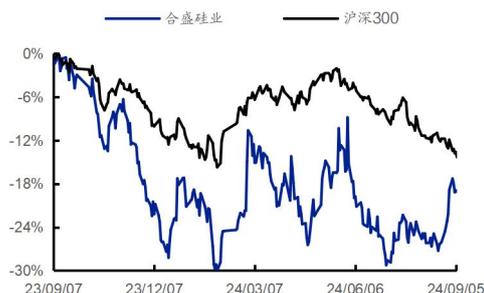


研究所:  
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 贾冰 S0350524030003  
 jiab@ghzq.com.cn

## Q2 销量环比大幅提升，工业硅景气度阶段承压

### ——合盛硅业（603260）动态点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
合盛硅业	7.6%	0.8%	-20.8%
沪深 300	-3.3%	-10.0%	-15.2%

#### 市场数据

市场数据	2024/09/06
当前价格(元)	49.69
52 周价格区间(元)	41.60-62.90
总市值(百万)	58,743.86
流通市值(百万)	58,743.86
总股本(万股)	118,220.69
流通股本(万股)	118,220.69
日均成交额(百万)	40.36
近一月换手(%)	0.11

#### 相关报告

《合盛硅业（603260）2023 年年报及 2024 年一季报点评：Q1 净利润环比向上，期待行业景气度修复（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏，贾冰》——2024-05-06

《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 8 月 29 日，合盛硅业发布 2024 年半年度报告：2024 年 H1 实现营业收入为 132.72 亿元，同比+11.18%；实现归母净利润 9.78 亿元，同比下降 45.12%；实现扣非归母净利润 8.99 亿元，同比下降 43.54%；销售毛利率 23.30%，同比下降 3.35pct，销售净利率 7.18%，同比下降 7.63pct；经营活动现金流净额为 1.69 亿元，同比增加 19.57 亿元。

2024Q2 单季度，公司实现营业收入 78.56 亿元，同比+26.53%，环比+45.05%；实现归母净利润为 4.5 亿元，同比-42.25%，环比-14.71%；扣非后归母净利润 3.79 亿元，同比-39.99%，环比-26.99%；经营活动现金流净额为 27.63 亿元，同比+32.86 亿元，环比+53.57 亿元。销售毛利率为 23.56%，同比+0.96pct，环比+0.65pct；销售净利率为 5.52%，同比-6.92ct，环比-4.08pct。

2024 年 9 月 6 日，昆明:平均现货价:工业硅(553,不通氧,国产)价格为 11850 元/吨，周环比+50 元/吨。

#### 投资要点：

##### ■ 二季度工业硅销量环比大幅提升，行业景气度承压

截至 2024 年 6 月 30 日，公司工业硅产能 122 万吨/年，有机硅单体产能 173 万吨/年，多晶硅产能 5 万吨/年，受益于公司生产经营规模的进一步稳定，工业硅、有机硅产品销量较上年同期有所增加，多晶硅产品实现销售，工业硅、有机硅产能利用率在 2024 年上半年继续保持高位运行，但因受到经济形势、行业以及市场供求关系变化等因素影响，净利率出现环比下滑。

2024Q2，公司销售工业硅 40.62 万吨，环比+139.55%；公司销售 110 生胶 8.63 万吨，环比-12.01%；销售 107 胶 8.47 万吨，环比+29.61%；销售混炼胶 2.06 万吨，环比+1.88%；销售环体硅氧烷 1.28 万吨，环比-33.24%；销售气相法白炭黑 0.47 万吨，环比+52.80%。

价格价差来看，2024Q2 金属硅 553 均价为 12935 元/吨，环比-11.42%；有机硅 DMC 均价为 13712 元/吨，环比-11.80%，价差为 4265 元/吨，环比-19.64%。

■ 二季度净利润环比下降，毛利润环比提升

2024Q2 公司实现净利润 4.33 亿元，环比下降 0.87 亿元。2024Q2 实现毛利润 18.51 亿元，环比增加 6.10 亿元，费用方面，2024Q2 销售费用为 0.13 亿元，环比提升 0.03 亿元；管理费用为 1.78 亿元，环比提升 0.31 亿元；研发费用为 1.80 亿元，环比增加 0.43 亿元；财务费用为 2.41 亿元，环比提升 0.70 亿元。

■ 发挥产业链协同，建设光伏一体化项目

2024 年上半年，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光伏玻璃制造项目等）首条光伏产线实现量产，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根据公司整体战略规划结合市场行情动态推进。

■ 盈利预测和投资评级 预计公司 2024-2026 年营业收入为 280.87、375.87、470.87 亿元，归母净利润分别为 24.82、37.50、48.88 亿元，对应 PE 分别 24、16、12 倍，考虑公司行业龙头地位，维持“买入”评级。

■ 风险提示 下游需求明显下滑、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	28087	37587	47087
增长率(%)	12	6	34	25
归母净利润（百万元）	2623	2482	3750	4888
增长率(%)	-49	-5	51	30
摊薄每股收益（元）	2.22	2.10	3.17	4.13
ROE(%)	8	7	10	12
P/E	22.77	23.67	15.67	12.02
P/B	1.86	1.72	1.59	1.45
P/S	2.27	2.09	1.56	1.25
EV/EBITDA	15.09	12.59	9.67	7.94

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 1、分产品经营数据

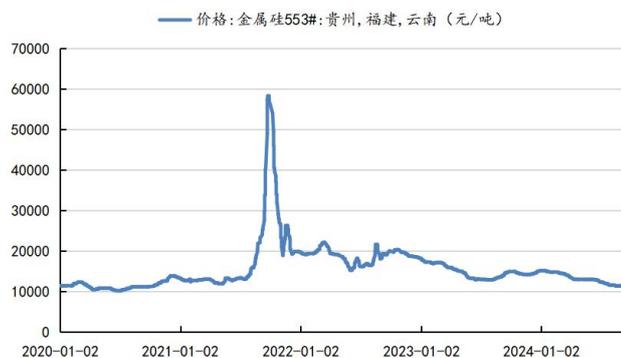
表 1: 合盛硅业产销量数据

产品分类		2022	2023	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
工业硅	生产量 (万吨)	96.05	135.50	34.70	36.81	25.92	38.06	43.68	49.68
	销售量 (万吨)	58.38	101.71	18.07	24.08	36.18	23.37	16.96	40.62
	销售金额 (亿元)	102.66	135.88	28.48	32.47	42.70	32.24	22.56	46.72
	销售均价 (元/吨)	17584	13360	15756	13483	11801	13795	13307	11501
110生胶	生产量 (万吨)	26.14	39.61	8.09	11.34	9.78	10.40	12.13	11.68
	销售量 (万吨)	20.13	34.15	5.69	7.23	11.81	9.42	9.80	8.63
	销售金额 (亿元)	39.04	43.90	8.72	9.54	13.85	11.79	13.00	10.71
	销售均价 (元/吨)	19399	12857	15337	13202	11728	12510	13258	12421
107胶	生产量 (万吨)	21.97	32.98	6.60	8.44	8.52	9.43	7.97	7.85
	销售量 (万吨)	20.76	30.58	5.87	8.09	8.58	8.04	6.54	8.47
	销售金额 (亿元)	42.43	40.37	8.95	10.76	10.42	10.24	8.65	10.37
	销售均价 (元/吨)	20434	13202	15254	13300	12143	12738	13239	12241
混炼胶	生产量 (万吨)	8.30	8.29	2.18	2.43	1.55	2.13	2.22	3.85
	销售量 (万吨)	6.88	9.30	1.94	1.54	3.38	2.44	2.02	2.06
	销售金额 (亿元)	14.03	11.73	2.89	2.16	3.68	3.00	2.66	2.77
	销售均价 (元/吨)	20382	12608	14879	14004	10901	12283	13161	13445
环体硅氧烷	生产量 (万吨)	37.89	53.08	11.80	12.96	14.07	14.25	14.91	14.35
	销售量 (万吨)	9.68	10.17	2.28	1.43	3.44	3.01	1.92	1.28
	销售金额 (亿元)	20.89	13.52	3.51	1.96	4.14	3.90	2.59	1.68
	销售均价 (元/吨)	21568	13297	15394	13763	12010	12958	13506	13111
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	0.84
	销售量 (万吨)	1.13	1.31	0.25	0.25	0.41	0.39	0.30	0.47
	销售金额 (亿元)	2.68	1.66	0.36	0.32	0.43	0.55	0.47	0.63
	销售均价 (元/吨)	23619	12693	14358	12814	10430	13891	15420	13560
总营业收入 (亿元)		236.57	265.84	57.29	62.09	79.49	66.97	54.16	78.56
总营业成本 (亿元)		155.22	212.28	39.51	48.06	67.86	56.86	41.75	60.05
毛利润 (亿元)		81.35	53.56	17.78	14.03	11.63	10.12	12.41	18.51
毛利率 (%)		34.39%	20.15%	31.03%	22.60%	14.63%	15.11%	22.91%	23.56%
净利润 (亿元)		51.41	25.83	9.96	7.72	3.94	4.21	5.20	4.33
净利率 (%)		21.73%	9.72%	17.39%	12.44%	4.96%	6.28%	9.60%	5.52%

资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

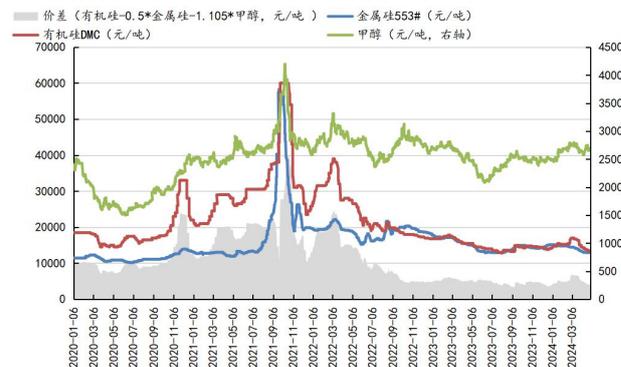
## 2、行业数据

图 1: 工业硅价格情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 有机硅价格价差情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

### 3、公司财务数据

图 3: 2024Q2 营业收入同比+26.53%



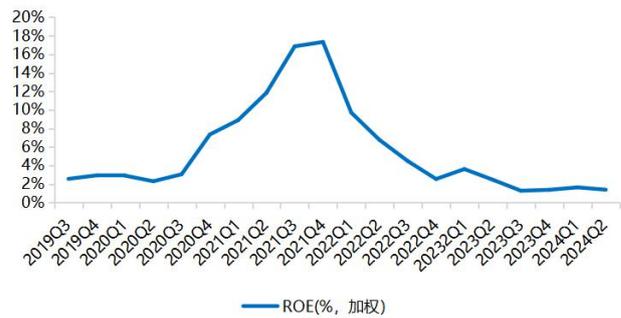
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 2024Q2 归母净利润同比-42.25%



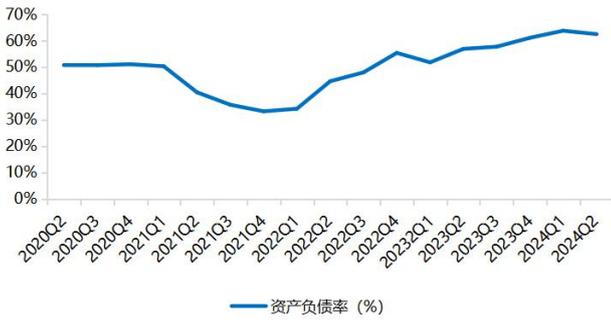
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 季度净资产收益率



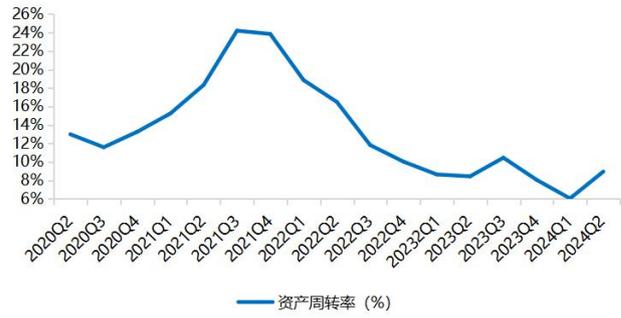
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 6: 季度资产负债率



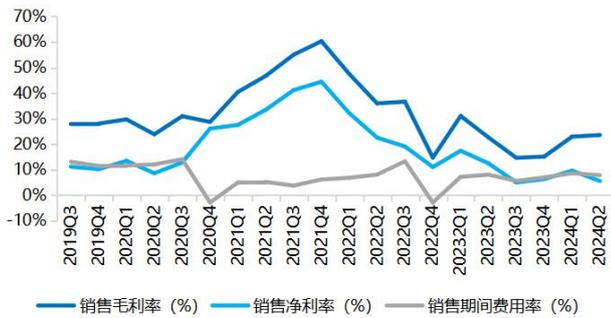
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 7: 季度资产周转率



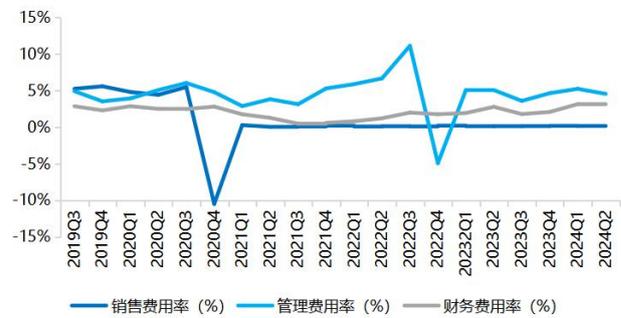
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 8: 季度毛利率、净利率及期间费用率



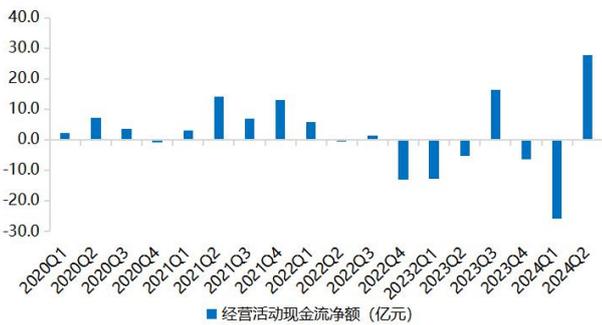
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 9: 季度各项期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 10: 2024 年 Q2 经营活动现金流净额 27.63 亿元



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 11: 季度研发费用情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 4、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入为 280.87、375.87、470.87 亿元，归母净利润分别为 24.82、37.50、48.88 亿元，对应 PE 分别 24、16、12 倍，考虑公司行业龙头地位，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

下游需求明显下滑、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:	49.69	投资评级:	买入	日期:	2024/09/06
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%	7%	10%	12%	EPS	2.24	2.10	3.17	4.13	
毛利率	20%	21%	22%	22%	BVPS	27.41	28.84	31.17	34.28	
期间费率	5%	6%	5%	5%	<b>估值</b>					
销售净利率	10%	9%	10%	10%	P/E	22.77	23.67	15.67	12.02	
<b>成长能力</b>					P/B	1.86	1.72	1.59	1.45	
收入增长率	12%	6%	34%	25%	P/S	2.27	2.09	1.56	1.25	
利润增长率	-49%	-5%	51%	30%						
<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	0.32	0.39	0.44	营业收入	26584	28087	37587	47087	
应收账款周转率	31.37	22.83	27.46	26.06	营业成本	21228	22106	29503	36863	
存货周转率	2.88	2.79	2.98	2.93	营业税金及附加	490	514	689	863	
<b>偿债能力</b>					销售费用	42	43	58	73	
资产负债率	61%	63%	64%	64%	管理费用	639	702	902	1130	
流动比	0.53	0.51	0.49	0.51	财务费用	568	982	964	999	
速动比	0.16	0.15	0.13	0.12	其他费用/(-收入)	566	702	940	1177	
<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	3410	5070	6645	
现金及现金等价物	2488	2891	2581	2417	营业外净收支	17	0	0	0	
应收款项	1356	1104	1633	1981	利润总额	3436	3410	5070	6645	
存货净额	7148	8694	11093	14073	所得税费用	853	955	1366	1814	
其他流动资产	3133	3419	3764	4229	净利润	2583	2455	3704	4831	
<b>流动资产合计</b>	<b>14125</b>	<b>16109</b>	<b>19072</b>	<b>22701</b>	少数股东损益	-40	-26	-46	-57	
固定资产	22365	29489	36176	41558	归属于母公司净利润	2623	2482	3750	4888	
在建工程	38198	38178	37330	37247	<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	8220	9077	9939	经营活动现金流	-790	4632	11343	11897	
长期股权投资	37	50	59	70	净利润	2623	2482	3750	4888	
<b>资产总计</b>	<b>83344</b>	<b>92046</b>	<b>101714</b>	<b>111515</b>	少数股东损益	-40	-26	-46	-57	
短期借款	7118	6118	6618	6918	折旧摊销	2157	3015	3699	4265	
应付款项	15204	14943	20437	25330	公允价值变动	-45	0	0	0	
合同负债	561	562	752	942	营运资金变动	-6304	-1710	3191	2077	
其他流动负债	3738	9999	10779	11565	投资活动现金流	-18352	-9606	-10271	-10267	
<b>流动负债合计</b>	<b>26622</b>	<b>31622</b>	<b>38586</b>	<b>44756</b>	资本支出	-18462	-10973	-10390	-10402	
长期借款及应付债券	23510	23010	23010	23010	长期投资	190	5	17	13	
其他长期负债	789	3329	3329	3329	其他	-80	1362	101	122	
<b>长期负债合计</b>	<b>24299</b>	<b>26339</b>	<b>26339</b>	<b>26339</b>	筹资活动现金流	18350	5370	-1382	-1794	
<b>负债合计</b>	<b>50921</b>	<b>57961</b>	<b>64925</b>	<b>71095</b>	债务融资	13979	6989	500	300	
股本	1182	1182	1182	1182	权益融资	7050	-17	0	0	
股东权益	32423	34084	36789	40420	其它	-2679	-1603	-1882	-2094	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>83344</b>	<b>92046</b>	<b>101714</b>	<b>111515</b>	现金净增加额	-788	403	-310	-164	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，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，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，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，6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，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

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。

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。

李振方，化工行业分析师，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。