

合盛硅业 (603260.SH) Q3 业绩环比小幅增长，看好硅产业链盈利逐步修复

2024 年 10 月 31 日

——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
金益腾（分析师）
蒋跨越（分析师）

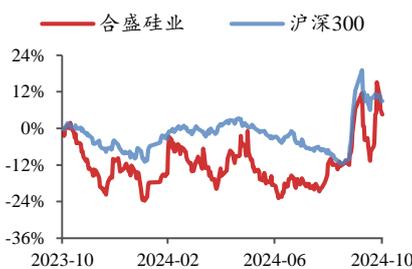
jinyiteng@kysec.cn

jiangkuayue@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790523120001

日期	2024/10/31
当前股价(元)	59.01
一年最高最低(元)	66.03/41.60
总市值(亿元)	697.62
流通市值(亿元)	697.62
总股本(亿股)	11.82
流通股本(亿股)	11.82
近 3 个月换手率(%)	17.65

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《Q1 业绩环比增长，看好产业链延伸潜力——公司信息更新报告》-2024.5.5
 《Q3 或为业绩低点，光伏产业链布局逐步推进——公司信息更新报告》-2023.11.14

● Q3 业绩环比小幅增长，看好硅产业链盈利逐步修复，维持“买入”评级

公司发布 2024 年三季报，Q1-Q3 实现营收 203.71 亿元，同比+2.44%，实现归母净利润 14.54 亿元，同比-33.42%。其中，2024Q3 公司实现营收 70.99 亿元，同比-10.68%，环比-9.63%，实现归母净利润 4.76 亿元，同比+18.42%，环比+5.82%。2024 年公司产品盈利修复不及预期，但我们看好后续硅行业景气度继续修复，因此下调 2024 年并维持 2025-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 21.53 (-7.57)、41.97、48.01 亿元，EPS 为 1.82 (-0.64)、3.55、4.06 元，当前股价对应 PE 为 32.6、16.7、14.6 倍。我们认为公司主营产品工业硅、有机硅及光伏产业链周期均基本见底，未来盈利有望逐步修复，维持“买入”评级。

● 工业硅、有机硅周期见底，未来盈利有望修复

产销量方面，据公司公告，2024Q3 公司工业硅、有机硅产量分别为 48.04、40.17 万吨，分别同比+85.3%、+16.4%，环比-3.3%、+4.1%；2024Q3 公司工业硅、有机硅销量分别为 34.51、24.26 万吨，同比-4.6%、-12.25%，环比-15.0%、+16.0%。
价格方面，据百川盈孚，2024Q3 工业硅、有机硅 DMC 含税均价分别为 12091、13618 元/吨，较 Q2 环比-1254、-88 元/吨。我们认为当前工业硅、有机硅价格与盈利基本处于周期底部，后续伴随 11 月以后西南地区进入枯水期（预计对工业硅供给端形成扰动）及下游需求进一步复苏，工业硅、有机硅盈利有望逐步修复。

● 光伏行业强化行业自律、防止“内卷式”恶性竞争，产业链盈利或迎来拐点

据公司公告，公司当前 40 万吨/年多晶硅、20GW/年组件、150 万吨/年光伏玻璃等项目均在持续布局中。10 月 14 日，CPIA 举行防止行业“内卷式”恶性竞争专题座谈会，各位企业家及代表就“强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争，强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道”及行业健康可持续发展进行了充分沟通交流，并达成共识。10 月 18 日，CPIA 发布《光伏组件当前成本分析：低于成本投标中标涉嫌违法》，呼吁制造企业依法合规地参与市场竞争，不要进行低于成本的销售与投标。我们认为，随着光伏行业积极强化行业自律、防止“内卷式”恶性竞争，光伏产业链盈利也有望得到修复。

● 风险提示：项目投产不及预期、下游需求不及预期、原材料价格大幅波动等。
财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23,657	26,584	28,460	34,628	40,196
YOY(%)	10.6	12.4	7.1	21.7	16.1
归母净利润(百万元)	5,148	2,623	2,153	4,197	4,801
YOY(%)	-37.4	-49.1	-17.9	94.9	14.4
毛利率(%)	34.4	20.1	17.9	20.5	20.5
净利率(%)	21.8	9.9	7.6	12.1	11.9
ROE(%)	21.4	8.0	6.5	11.5	11.9
EPS(摊薄/元)	4.35	2.22	1.82	3.55	4.06
P/E(倍)	13.6	26.8	32.6	16.7	14.6
P/B(倍)	2.9	2.2	2.1	1.9	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13539	14125	16655	18556	21433
现金	2382	1787	1913	2327	2701
应收票据及应收账款	339	1356	1490	1973	2047
其他应收款	235	167	263	260	347
预付账款	691	547	778	834	1037
存货	7610	7148	9090	10041	12179
其他流动资产	2281	3121	3121	3121	3121
非流动资产	40194	69219	71295	79312	85432
长期投资	34	37	42	46	51
固定资产	18790	22365	29879	39470	46763
无形资产	1426	4476	5155	5944	6873
其他非流动资产	19945	42341	36219	33851	31744
资产总计	53733	83344	87950	97868	106865
流动负债	18293	26622	34237	44381	53727
短期借款	5795	7118	18493	30827	35162
应付票据及应付账款	8812	15204	8152	5607	10373
其他流动负债	3686	4299	7592	7946	8192
非流动负债	11463	24299	19897	16403	12335
长期借款	10842	23510	19108	15614	11546
其他非流动负债	620	789	789	789	789
负债合计	29756	50921	54134	60783	66062
少数股东权益	145	17	61	125	198
股本	1074	1182	1182	1182	1182
资本公积	4521	11384	11384	11384	11384
留存收益	18200	19782	21495	24789	28521
归属母公司股东权益	23832	32406	33755	36959	40605
负债和股东权益	53733	83344	87950	97868	106865

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-626	-790	-4494	3930	11910
净利润	5141	2583	2197	4261	4874
折旧摊销	1630	2150	2348	3287	4299
财务费用	334	568	432	380	487
投资损失	-13	-88	-1	-1	-1
营运资金变动	-7929	-6305	-10170	-3998	2251
其他经营现金流	211	301	700	0	0
投资活动现金流	-12147	-18352	-4423	-11303	-10417
资本支出	11484	18657	4420	11299	10414
长期投资	-390	190	-5	-5	-5
其他投资现金流	-273	115	1	1	1
筹资活动现金流	13702	18350	-2332	-4547	-5453
短期借款	4686	1324	11375	12334	4334
长期借款	9745	12668	-4402	-3494	-4068
普通股增加	0	108	0	0	0
资本公积增加	124	6863	0	0	0
其他筹资现金流	-852	-2612	-9305	-13387	-5720
现金净增加额	977	-788	-11249	-11919	-3960

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	23657	26584	28460	34628	40196
营业成本	15522	21228	23356	27517	31961
营业税金及附加	426	490	571	532	606
营业费用	34	42	49	52	51
管理费用	419	639	548	577	663
研发费用	723	566	569	623	724
财务费用	334	568	432	380	487
资产减值损失	-9	-61	0	0	0
其他收益	83	342	443	379	387
公允价值变动收益	17	45	0	0	0
投资净收益	13	88	1	1	1
资产处置收益	97	4	0	0	0
营业利润	6411	3418	2680	5326	6093
营业外收入	28	72	0	0	0
营业外支出	122	54	0	0	0
利润总额	6318	3436	2680	5326	6093
所得税	1176	853	482	1065	1219
净利润	5141	2583	2197	4261	4874
少数股东损益	-7	-40	44	64	73
归属母公司净利润	5148	2623	2153	4197	4801
EBITDA	8943	7516	6455	10621	12768
EPS(元)	4.35	2.22	1.82	3.55	4.06

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	10.6	12.4	7.1	21.7	16.1
营业利润(%)	-34.9	-46.7	-21.6	98.8	14.4
归属于母公司净利润(%)	-37.4	-49.1	-17.9	94.9	14.4
获利能力					
毛利率(%)	34.4	20.1	17.9	20.5	20.5
净利率(%)	21.8	9.9	7.6	12.1	11.9
ROE(%)	21.4	8.0	6.5	11.5	11.9
ROIC(%)	14.1	6.2	4.4	6.6	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	55.4	61.1	61.6	62.1	61.8
净负债比率(%)	67.0	95.1	121.2	134.1	122.3
流动比率	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
速动比率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	42.8	31.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.0	2.1	3.4	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.35	2.22	1.82	3.55	4.06
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.53	-0.67	-3.80	3.32	10.07
每股净资产(最新摊薄)	20.16	27.41	28.55	31.26	34.35
估值比率					
P/E	13.6	26.8	32.6	16.7	14.6
P/B	2.9	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.6	13.4	17.1	11.2	9.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn