

增持（维持）

合盛硅业（603260）

有机硅盈利改善，业绩环比增长，产业链一体化巩固成本优势

2024 年 11 月 05 日

投资要点

- 事件：**合盛硅业发布 2024 年三季度报，报告期内公司实现营业收入 203.71 亿元，同比增长 2.44%；实现归母净利润 14.54 亿元，同比下滑 33.42%，按最新 11.82 亿股的总股本计，实现每股收益 1.87 元，每股经营性净现金流 1.54 元。其中 2024Q3 单季度实现营业收入 70.99 亿元，同比下滑 10.68%，环比下滑 9.63%；实现营业利润 6.57 亿元，同比增长 2.25%，环比下滑 6.53%；实现归母净利润 4.76 亿元，同比下滑 60.15%，环比增长 5.82%。
- 公司有机硅销量与价差回升带动 24Q3 业绩环比增长。**2024 年以来，受终端需求偏弱影响，工业硅价格持续下跌，有机硅价差则受益原材料下跌有所回升，24Q3 金属硅(421,云南)均价为 12308 元/吨，环比-11.03%；有机硅(DMC,华东)均价为 13633 元/吨，环比-0.65%；DMC-金属硅-甲醇均价差为 4021 元/吨，环比+32.44%。产量方面，24Q3 公司工业硅维持较高负荷，产量为 48.0 万吨，环比小幅下滑 3.31%；有机硅维持满产，110 生胶/107 胶/混炼胶/环体硅氧烷/气相法白炭黑分别实现产量 11.5/8.8/4.9/14.0/1.0 万吨，环比-1.64%/+12.63%/+25.90%/-2.52%/+18.87%。销量方面，工业硅下游疲软销量有所下滑，工业硅为 34.5 万吨，环比-15.03%；有机硅类产品整体销量增加，110 生胶/107 胶/混炼胶/环体硅氧烷/气相法白炭黑销量分别为销售量 9.62/8.62/4.24/1.17/0.61 万吨，销量环比+11.52%/+1.71%/+105.86%/-8.62/+30.91%。公司有机硅销量与价差回升带动 24Q3 业绩环比增长，当前工业硅及有机硅行业均已处于普亏状态，未来有望迎修复。
- 公司新项目稳步推进。**公司纵向延伸下游多晶硅光伏全产业链；目前中部合盛 20 万吨/年多晶硅项目首条产线 5 万吨已投产。此外，公司进一步拓展硅基新材料布局，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，已开始小批量量产。
- 维持“增持”的投资评级。**合盛硅业是国内硅材料领军企业，工业硅与有机硅国内双龙头。公司工业硅与有机硅产品持续扩产强化规模优势、依托新疆/云南等地的区位优势、前瞻性布局所获得的指标优势、煤电硅一体化带来的能源成本优势，具有行业内领先的成本护城河。公司立足于硅材料，后向一体化布局多晶硅，并进一步计划建设光伏电站，向光伏产业强势布局，打破能耗瓶颈的同时打造公司新的盈利增长点。结合行业景气度，我们给予公司 2024-2026 年 EPS 预测分别至 1.95、2.90、3.53 元，维持“增持”投资评级。
- 风险提示：**产品价格大幅下跌风险；新业务建设不及预期风险。

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26584	27556	32428	38302
同比增长	12.4%	3.7%	17.7%	18.1%
归母净利润(百万元)	2623	2300	3433	4178
同比增长	-49.1%	-12.3%	49.3%	21.7%
毛利率	20.1%	23.3%	25.4%	24.6%
ROE	8.1%	6.8%	9.2%	10.1%
每股收益(元)	2.22	1.95	2.90	3.53
市盈率	26.0	29.6	19.8	16.3

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理（注：EPS 为根据当前股本进行计算）

市场数据

市场数据日期 2024-11-04

收盘价(元)	57.59
总股本(百万股)	1182.21
流通股本(百万股)	1182.21
净资产(百万元)	32628.51
总资产(百万元)	88227.53
每股净资产(元)	27.60

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证化工】合盛硅业（603260）2023 年三季报点评：产品跌价致 Q3 业绩承压，新项目建设稳步推进》2023-11-05

《【兴证化工】合盛硅业（603260）2022 年年报及 2023 年一季报点评：Q1 业绩超预期，加码布局光伏保障未来成长》2023-04-24

《【兴证化工】合盛硅业（603260）2022 年三季报点评：需求下滑拖累短期业绩，硅化工一体化平台不断完善》2022-10-30

分析师：

吉金

jijin@xyzq.com.cn

S0190522030003

张勋

zhangxun19@xyzq.com.cn

S0190521100002

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	14125	15322	16784	19592
货币资金	1787	2000	2000	2584
交易性金融资产	702	800	800	800
应收票据及应收账款	1356	513	603	712
预付款项	547	1057	1209	1444
存货	7148	8453	9672	11552
其他	2586	2500	2500	2500
非流动资产	69219	70204	69664	68211
长期股权投资	37	37	37	37
固定资产	22365	40458	47986	50095
在建工程	38198	20099	11049	6525
无形资产	4470	5440	6410	7380
商誉	5	5	5	5
长期待摊费用	40	51	62	55
其他	4105	4115	4115	4115
资产总计	83344	85526	86448	87803
流动负债	26622	27530	25071	22312
短期借款	7118	11066	6779	1200
应付票据及应付账款	15204	12680	14508	17328
其他	4299	3784	3784	3784
非流动负债	24299	24170	24170	24170
长期借款	23510	23510	23510	23510
其他	789	660	660	660
负债合计	50921	51700	49241	46482
股本	1182	1182	1182	1182
资本公积	11384	11384	11384	11384
未分配利润	19216	20528	23685	27530
少数股东权益	17	-18	-70	-134
股东权益合计	32423	33826	37206	41321
负债及权益合计	83344	85526	86448	87803

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润	2623	2300	3433	4178
折旧和摊销	2150	3046	4560	5455
资产减值准备	112	-138	7	8
资产处置损失	-4	0	0	0
公允价值变动损失	-45	-15	-15	-15
财务费用	626	1578	1567	1342
投资损失	-105	-50	-50	-50
少数股东损益	-40	-35	-52	-64
营运资金的变动	-6305	-3375	349	594
经营活动产生现金流量	-790	2920	9798	11450
投资活动产生现金流量	-18352	-4050	-3944	-3944
融资活动产生现金流量	18350	1343	-5854	-6922
现金净变动	-788	213	0	584
现金的期初余额	1822	1787	2000	2000
现金的期末余额	1034	2000	2000	2584

利润表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	26584	27556	32428	38302
营业成本	21228	21133	24180	28880
税金及附加	490	551	649	766
销售费用	42	41	49	57
管理费用	639	551	649	766
研发费用	566	827	973	1149
财务费用	568	1578	1567	1342
其他收益	342	100	100	100
投资收益	88	50	50	50
公允价值变动收益	45	15	15	15
信用减值损失	-51	0	0	0
资产减值损失	-61	0	0	0
资产处置收益	4	0	0	0
营业利润	3418	3040	4527	5506
营业外收入	72	30	30	30
营业外支出	54	50	50	50
利润总额	3436	3020	4507	5486
所得税	853	755	1127	1372
净利润	2583	2265	3380	4115
少数股东损益	-40	-35	-52	-64
归属母公司净利润	2623	2300	3433	4178
BPS(元)	2.22	1.95	2.90	3.53

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	12.4%	3.7%	17.7%	18.1%
营业利润增长率	-46.7%	-11.1%	48.9%	21.6%
归母净利润增长率	-49.1%	-12.3%	49.3%	21.7%
盈利能力				
毛利率	20.1%	23.3%	25.4%	24.6%
归母净利率	9.9%	8.3%	10.6%	10.9%
ROE	8.1%	6.8%	9.2%	10.1%
偿债能力				
资产负债率	61.1%	60.4%	57.0%	52.9%
流动比率	0.53	0.56	0.67	0.88
速动比率	0.26	0.25	0.28	0.36
营运能力				
资产周转率	38.8%	32.6%	37.7%	44.0%
应收账款周转率	2949.4%	2772.7%	5406.1%	5415.3%
存货周转率	285.6%	269.5%	266.8%	272.1%
每股资料(元)				
每股收益	2.22	1.95	2.90	3.53
每股经营现金	-0.67	2.47	8.29	9.68
每股净资产	27.41	28.63	31.53	35.07
估值比率(倍)				
PE	26.0	29.6	19.8	16.3
PB	2.1	2.0	1.8	1.6

数据来源:天软,兴业证券经济与金融研究院整理(注:EPS为根据当前股本进行计算)

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:沪深两市以沪深300指数为基准;北交所市场以北证50指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn