

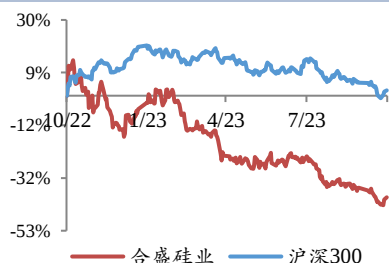
Q3 业绩短期承压，光伏一体化稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2023-10-31

收盘价（元）	56.81
近 12 个月最高/最低（元）	107.7/53.9
总股本（百万股）	1,182
流通股本（百万股）	1,074
流通股比例（%）	90.86
总市值（亿元）	672
流通市值（亿元）	610

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

相关报告

- 1.Q2 业绩短期承压，光伏一体化稳步推进 2023-09-04
- 2.合盛硅业年报深度点评：需求偏弱业绩短期承压，光伏+硅基材料未来成长可期 2023-04-28
- 3.合盛硅业深度报告：硅化工一体化

主要观点：

● 事件描述

2023 年 10 月 27 日晚，合盛硅业发布 2023 年三季报，公司前三季度实现营收 198.86 亿元，同比增加 8.81%；归母净利润 21.85 亿元，同比减少 52.03%。公司第三季度实现营业收入 79.49 亿元，同比改善 50.67%，环比改善 28.02%；实现归母净利润 4.02 亿，同比下降 60.17%，环比下降 48.46%，2023Q3 毛利率 14.63%，环比变化-7.97pct。

● 主营产品量增价减，Q3 公司收入改善盈利下降

2023 年至今，工业硅下游行业需求偏弱，有机硅、铝合金行业的终端消费需求缓慢复苏，工业硅和有机硅价格延续下跌趋势。根据公司经营数据，2023Q3 公司工业硅/110 生胶/107 胶/混炼胶/环体硅氧烷/气相法白炭黑均价（不含税）分别为 1.18/1.17/1.21/1.09/1.20/1.04 万/吨，相比 2023Q2 分别变化-12.48/-11.16/-8.70/-22.16/-12.74/-18.60%，工业硅及有机硅均已跌破行业成本线，公司具备电价、一体化成本优势，即使在价格底部区间，业绩仍有一定韧性。产销量方面，因三季度主营产品价格持续低迷，公司工业硅存在部分检修，工业硅、有机硅产量有所下滑，二季度行业库存处于累积状态，一定程度上承压工业硅价格，因此第三季度公司逐步开始去库存，销量有所提升。2023Q3 工业硅/110 生胶/107 胶/混炼胶/环体硅氧烷/气相法白炭黑销量分别为 36.18/11.81/8.58/3.38/3.44/0.41 万吨，相比 2023Q2 分别变化+50.26/+63.38/+6.12/+119.33/+141.41/+62.06%。随着多晶硅陆续投产以及国内经济逐步复苏对有机硅需求的改善，我们预计工业硅价格目前已经处于底部区间，未来价格、价差有望逐步修复。

● 布局下游光伏及碳化硅领域，硅产业龙头地位进一步巩固

公司规划打造光伏一体化产业链，其中多晶硅项目共计规划 40 万吨，中部合盛 20 万吨项目已经处于试车阶段，东部合盛 20 万吨项目建设中，预计 2024 年一季度陆续投产。同时 20GW 光伏组件同步建设，150 万吨超薄高透光伏玻璃项目也处于建设中，产线规模大，装置设备先进，产业链集成、运输自动化，具有明显的成本优势；光伏组件发展绿电供自身工厂使用，未来有望形成工业硅-硅料-切片-组件-光伏玻璃-光伏电站为一体的全产业链龙头企业。碳化硅新材料方面，合盛新材 2 万片宽禁带半导体碳化硅衬底及外延片产业化生产线项目已通过验收，并具备量产能力，6 英寸晶体良率达到 90%，外延片良率达到 95%；6 英寸衬底和外延片已得到国内多家下游器件客户的验证。未来随着光伏、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 2023 年工业硅和有机硅价格出现回落，业绩有所承压，我们下

调 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 28.94、38.55、45.16 亿元，同比增速为-43.8%、33.2%、17.1%，较前值 2023-2025 年盈利预测分别下调 20.01%、17.49%、26.75%。对应 PE 分别为 23、17、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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	23657	24365	36992	50394
收入同比 (%)	10.6%	3.0%	51.8%	36.2%
归属母公司净利润	5148	2894	3855	4516
净利润同比 (%)	-37.4%	-43.8%	33.2%	17.1%
毛利率 (%)	34.4%	25.5%	23.1%	20.8%
ROE (%)	21.6%	8.8%	10.5%	11.0%
每股收益 (元)	4.79	2.45	3.26	3.82
P/E	17.32	23.21	17.42	14.87
P/B	3.74	2.05	1.83	1.63
EV/EBITDA	12.69	11.90	9.70	8.43

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	2022A	2023E	2024E	2025E					
流动资产	13539	14493	17101	21043					
现金	2382	1748	2141	2592					
应收账款	339	612	729	1129					
其他应收款	235	132	284	331					
预付账款	691	995	1413	2085					
存货	7610	8071	9488	11093					
其他流动资产	2281	2936	3046	3813					
非流动资产	40194	50830	63391	73913					
长期投资	34	49	71	90					
固定资产	18790	22921	27492	31674					
无形资产	1420	1765	2188	2572					
其他非流动资产	19951	26095	33640	39577					
资产总计	53733	65323	80492	94956					
流动负债	18293	19790	30082	39015					
短期借款	5795	6795	9795	11795					
应付账款	6746	7320	11922	16412					
其他流动负债	5753	5676	8366	10808					
非流动负债	11463	12613	13616	14611					
长期借款	10842	11842	12842	13842					
其他非流动负债	620	770	773	768					
负债合计	29756	32403	43698	53626					
少数股东权益	145	147	146	146					
股本	1074	1182	1182	1182					
资本公积	4521	11451	11451	11451					
留存收益	18237	20140	24015	28550					
归属母公司股东权益	23832	32773	36648	41184					
负债和股东权益	53733	65323	80492	94956					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E					
经营活动现金流	-626	5757	13208	13083					
净利润	5141	2895	3853	4516					
折旧摊销	1637	2253	2667	3134					
财务费用	340	1518	1883	2328					
投资损失	-24	-73	-122	-166					
营运资金变动	-7925	-960	5087	3452					
其他经营现金流	13270	3979	-1393	882					
投资活动现金流	-12147	-12923	-14955	-13318					
资本支出	-11473	-11929	-14995	-13406					
长期投资	-350	-75	-82	-78					
其他投资现金流	-324	-919	122	166					
筹资活动现金流	13702	6529	2120	667					
短期借款	4686	1000	3000	2000					
长期借款	9776	1000	1000	1000					
普通股增加	0	108	0	0					
资本公积增加	124	6930	0	0					
其他筹资现金流	-884	-2509	-1880	-2333					
现金净增加额	977	-635	393	452					

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	2022A	2023E	2024E	2025E					
营业收入	23657	24365	36992	50394					
营业成本	15522	18159	28464	39935					
营业税金及附加	426	452	676	927					
销售费用	34	37	55	76					
管理费用	419	384	619	819					
财务费用	334	1423	1813	2243					
资产减值损失	-9	61	47	54					
公允价值变动收益	17	0	0	0					
投资净收益	13	73	122	166					
营业利润	6411	3501	4697	5483					
营业外收入	28	0	0	0					
营业外支出	122	0	0	0					
利润总额	6318	3501	4697	5483					
所得税	1176	606	843	967					
净利润	5141	2895	3853	4516					
少数股东损益	-7	2	-1	1					
归属母公司净利润	5148	2894	3855	4516					
EBITDA	8255	7176	9177	10860					
EPS (元)	4.79	2.45	3.26	3.82					

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	10.6%	3.0%	51.8%	36.2%
营业利润	-34.9%	-45.4%	34.2%	16.7%
归属于母公司净利润	-37.4%	-43.8%	33.2%	17.1%
获利能力				
毛利率 (%)	34.4%	25.5%	23.1%	20.8%
净利率 (%)	21.8%	11.9%	10.4%	9.0%
ROE (%)	21.6%	8.8%	10.5%	11.0%
ROIC (%)	12.8%	7.7%	8.8%	9.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	55.4%	49.6%	54.3%	56.5%
净负债比率 (%)	124.1%	98.4%	118.8%	129.7%
流动比率	0.74	0.73	0.57	0.54
速动比率	0.23	0.22	0.17	0.17
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.41	0.51	0.57
应收账款周转率	42.77	51.26	55.17	54.22
应付账款周转率	2.96	2.58	2.96	2.82
每股指标 (元)				
每股收益	4.79	2.45	3.26	3.82
每股经营现金流 (摊薄)	-0.53	4.87	11.17	11.07
每股净资产	22.19	27.72	31.00	34.84
估值比率				
P/E	17.32	23.21	17.42	14.87
P/B	3.74	2.05	1.83	1.63
EV/EBITDA	12.69	11.90	9.70	8.43

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。