

2022年5月5日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

92.5

公司基本信息

产业别	有色金属
A 股价(2022/4/29)	79.44
上证指数(2022/4/29)	3047.06
股价 12 个月高/低	259.8/56.03
总发行股数(百万)	1074.17
A 股数(百万)	938.00
A 市值(亿元)	745.15
主要股东	宁波合盛集团有限公司 (50.89%)
每股净值(元)	20.65
股价/账面净值	3.85
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-27.3 -25.5 37.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
20220223	127.15	区间操作

产品组合

有机硅	57.9%
工业硅	42.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金
一般法人

股价相对大盘走势



合盛硅业 (603260.SH)

Buy 买进

22 年 Q1 业绩符合预期，硅基龙头成长空间广阔

结论与建议：

公司发布21年年报，公司21年实现营收213.43亿元，yoy+137.99%，归母净利润82.11亿元，yoy+484.74%，略低于此前预告。单季来看，公司Q4实现营收72.28亿元，yoy+172.94%，qoq+12.71%，归母净利润32.08亿元，yoy+368.03%，qoq+22.00%。公司同时公告21年利润分配方案，每股派发现金红利1.51元，股息率为1.87%。

公司公布22年一季报，22年Q1实现营收63.90亿元，yoy+92.57%，qoq-11.60%，归母净利润20.51亿元，yoy+124.74%，qoq-36.08%，业绩符合预期。

公司是全球最大工业硅生产企业，目前拥有工业硅73万吨/年，有机硅产能93万吨/年，规模优势显著。“碳中和”背景下工业硅需求快速增长，公司业绩有保障；同时公司提前布局扩产，多个项目正在建设中，完成后有望再建一个合盛，成长空间广阔，给予“买进”评级。

■ **主营产品量价齐升，21 年公司业绩快速增长：**2021 年公司业绩大幅增长，主要受益于主营产品量价齐升。21 年下半年，能源价格上涨及限电政策影响工业硅产能，迭加下游需求持续增加，工业硅价格波动巨大。公司主营产品工业硅/110 生胶/107 胶/混炼胶/环体硅氧烷/气相法白炭黑出厂均价分别达 1.67/2.80/2.74/2.50/2.71/1.96 万元/吨，yoy 分别为 +59.11%/+73.33%/72.36%/+56.05%/+71.54%/+52.90%。此外西部合盛 20 万吨硅氧烷项目正式投产，有机硅产品销量增加，扩产恰逢其时。受下游需求影响，公司产品销量同比也大幅增加，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 53.35/15.45/13.96/4.72/6.61/0.80 万吨，yoy 分别为 +45.57%/+21.34%/+56.38%/+14.84%/+138.93%/+16.22%。主营产品价格大幅上涨增厚公司利润，21 年公司毛利率增加 24.70pct 达 52.87%。同时随着公司营收增长，各项费用率得到摊薄，三项费用率同比下降 3.04pct 达 2.43%。

■ **硅基材料价格依旧企高，业绩环比下滑：**22 年 Q1 来看，公司业绩同比继续增加，但环比下滑。主要是 21 年 Q4 开始，下游无法承受工业硅高价，倒逼工业硅价格回调。22 年 Q1 公司主营产品价格回调，工业硅/110 生胶/107 胶/混炼胶/环体硅氧烷/气相法白炭黑出厂均价分别为 1.85/2.80/2.70/2.72/2.86/2.62 万元/吨，yoy 分别为 +54.54%/+41.59%/39.47%/+42.87%/+39.94%/+76.96%，qoq 分别为 -44.14%/-10.70%/-13.57%-8.69%/-13.58%/+5.59%，依旧处于同期较高位置。公司毛利率同比增加 7.10pct 达 47.50%，费用方面，三项费用率同比下降 1.34pct 达 2.23%

■ **新建项目丰富，产业链布局完善：**公司是全球最大工业硅生产企业，当前拥有工业硅及有机硅单体产能 73 万吨/年、93 万吨/年，规模优势显著。同时公司持续扩张产能，目前新疆合盛煤电硅一体化项目二期年产 20 万吨硅氧烷及下游深加工项目预计 22 年 Q1 完工，东部合盛煤电硅一体化项目二期年产 40 万吨工业硅项目预计 22 年 Q2 完工，云南合盛 80 万吨/年工业硅生产及配套 60 万吨型煤加工生产项目和新疆硅业煤电硅一体化项目三期年产 20 万吨硅氧烷及下游深加工项目预计 22 年 Q4 完工。公司后

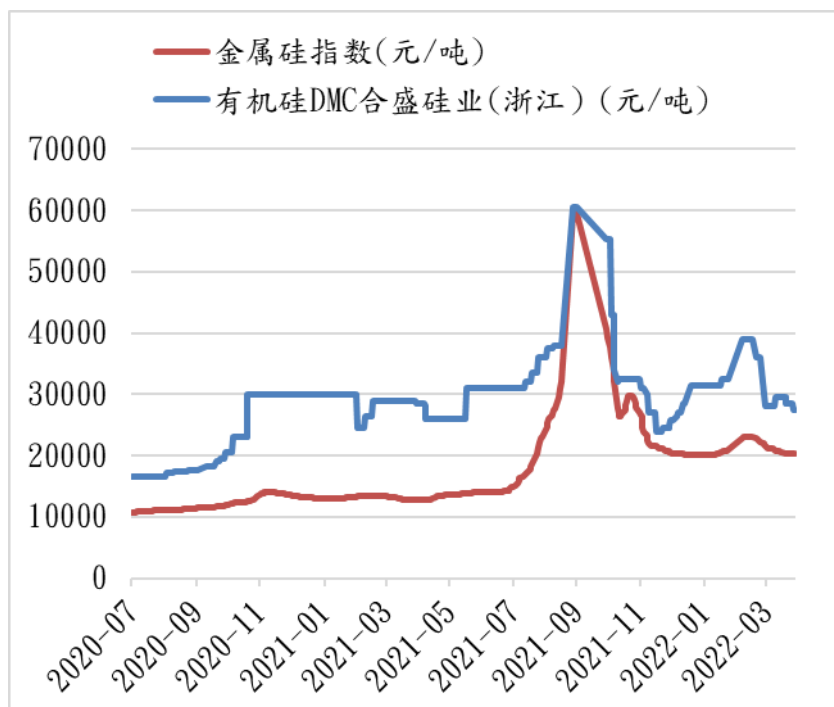
续新增工业硅产能 120 万吨，有机硅 40 万吨，此外公司还计划建设多晶硅、光伏玻璃等项目，进一步拓宽产业链，巩固龙头地位。

- **盈利预测：**考虑到疫情影响，下修盈利预测，预计公司 2022/2023 年实现归母净利润 93/106 亿元，yoy+13%/+15%，折合 EPS 为 8.61/9.91 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 9/8 倍，考虑到公司后续成长前景广阔。给予“买入”评级。
- **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、新产能释放不及预期；

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,100	1,404	8,212	9,250	10,640
同比增减		-60.80%	27.71%	484.74%	12.64%	15.04%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.17	1.50	7.64	8.61	9.91
同比增减		-72.00%	27.71%	410.62%	12.64%	15.04%
A 股市盈率(P/E)	X	67.77	53.06	10.39	9.23	8.02
股利 (DPS)	RMB 元	0.23	0.29	1.51	1.51	1.51
股息率 (Yield)		0.29%	0.37%	1.90%	1.90%	1.90%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
	无法由基本面给予投资评等
中立 (Neutral)	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股



附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021	2022E	2023E
营业收入	8938	8968	21343	27705	32650
经营成本	6452	6442	10058	14759	17727
研发费用	161	230	555	706	816
营业税金及附加	326	237	407	529	623
销售费用	443	32	35	45	53
管理费用	187	219	295	375	443
财务费用	228	240	189	245	289
资产减值损失	-15	-27	-4	-4	-4
投资收益	-6	-17	-30	-9	-7
营业利润	1283	1580	9837	11101	12760
营业外收入	15	34	25	26	28
营业外支出	15	14	65	65	65
利润总额	1282	1599	9797	11036	12695
所得税	175	186	1563	1761	2026
少数股东损益	7	9	22	25	29
归属于母公司股东权益	1100	1404	8212	9250	10640

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021	2022E	2023E
货币资金	300	349	1666	5863	12389
应收账款	414	293	557	668	802
存货	2446	2505	3256	3615	3976
流动资产合计	4408	4294	10114	15530	23401
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	10640	10638	13830	16596	19915
在建工程	1479	3958	4354	4789	5268
非流动资产合计	12979	15708	19953	23225	27074
资产总计	17387	20002	30067	38755	50474
流动负债合计	7308	7900	9707	8379	8050
非流动负债合计	1477	2316	2113	2030	1953
负债合计	8785	10216	11820	10409	10003
少数股东权益	104	100	171	252	362
股东权益合计	8602	9786	16652	24566	35317
负债及股东权益合计	17387	20002	28472	34975	45320

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	1369	1254	2759	4415	6181
投资活动产生的现金流量净额	-1181	-1351	-1892	-757	-303
筹资活动产生的现金流量净额	-380	56	449	539	647
现金及现金等价物净增加额	-190	-45	1317	4198	6525

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。