合盛硅业（603260）

2021 年中报点评：量价齐升业绩高速增长，工业硅有机硅景气有望持续上行

买入（维持）

2021 年 08 月 18 日

证券分析师 柳强
执业证号：S0600521050001
liuq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8968	15939	17,812	20,229
同比（%）	0.3%	77.7%	11.7%	13.6%
归母净利润（百万元）	1404	5491	4999	5528
同比（%）	27.7%	291.0%	-9.0%	10.6%
每股收益（元/股）	1.50	5.11	4.65	5.15
P/E（倍）	22.34	24.06	26.43	23.90

事件：2021 年 8 月 17 日晚，公司发布 2021 年中报：报告期实现营业收入 77.02 亿元，同比+84.11%；归母净利润 23.72 亿元，同比+428.26%；其中第二季度单季营业收入 44.26 亿元，同比+90.43%，环比+35.1%；归母净利润 14.72 亿元，同比+636.64%，环比+63.36%。

投资要点

- **业绩持续高速增长，符合市场预期：**2020Q2-2021Q2，公司单季度分别实现归母净利润 2.00 亿元、2.70 亿元、6.86 亿元、9.01 亿元、14.72 亿元，公司业绩环比持续上台阶，复合市场预期。主要原因在于主要产品量价齐升：第二季度公司工业硅销量为 16.41 万吨，同比+69%，环比+39%，销售均价为 1.17 万元/吨，同比+18%；有机硅环体硅氧烷销量 1.7 万吨，同比+66%，环比+19%，销售均价为 2.34 万元/吨，同比+70%。第二季度毛利率 46.75%，环比+6.31pct；销售费用率 0.06%，环比-0.23pct；管理费用率 3.84%，环比+0.95pct；财务费用率 1.28%，环比-0.49pct。石河子 20 万吨密封胶项目 2 月正式进入试生产。公司现有工业硅产能 73 万吨/年，有机硅单体产能 93 万吨/年，公司的行业龙头地位突出。

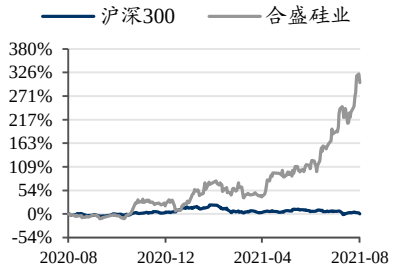
- **工业硅有机硅景气延续，产品价格持续创历史新高。**2021 年以来工业硅市场价格震荡回升至近年来最高水平。环保督察的大背景下，环保设备不合标准的企业停产限产，以及原材料石墨电极和硅石供不应求导致的成本上涨，同时云南地区电价上涨、部分地区限电，进一步支撑了工业硅的高价位。随着有机硅和多晶硅行业的扩产拉动工业硅需求。市场复苏导致需求回升，有机硅下游企业订单明显增长，国内单体厂家库存处于低位，DMC 现货供应呈现紧张局面保持高位运行。

- **产能投放有序，巩固龙头地位。**“第二季度新增资本支出 8.68 亿元，在建工程达到 29.56 亿元，固定资产达到 124.83 亿元，在建工程/固定资产实现 23.68%。公司积极推进云南合盛硅业有限公司水电硅循环经济项目，80 万吨/年工业硅生产及配套 60 万吨型煤加工生产（一期）项目投资规模为 40.84 亿元，一期新建 38 万吨工业硅产量项目。新疆合盛新材煤-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，投资规模 43.78 亿元。两个项目正式开工建设，进一步巩固龙头地位。

- **盈利预测与投资评级：**基于价格上涨的预期，我们上调公司 2021~2023 年归母净利润的预测，分别为 54.91（前值 38.65）亿元、49.99（前值 39.07）亿元和 55.28（前值 42.57）亿元，EPS 分别为 5.11 元、4.65 元和 5.15 元，当前股价对应 PE 分别为 24.06X、26.43X 和 23.90X。**考虑公司为国内工业硅与有机硅双龙头，硅产业链一体化发展构筑护城河，新疆及云南基地持续扩产促成长，维持“买入”评级。**

- **风险提示：**原料及产品价格大幅波动、新增项目投产及盈利不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	132.26
一年最低/最高价	26.87/135.28
市净率(倍)	13.42
流通 A 股市值(百万元)	124059.88

基础数据

每股净资产(元)	9.86
资产负债率(%)	50.30
总股本(百万股)	1074.17
流通 A 股(百万股)	938.00

相关研究

1、《合盛硅业（603260）：无惧风浪，硅产业链龙头扬帆起航》2021-06-27

2、《合盛硅业（603260）：有机硅顺周期涨价持续，一体化硅业龙头值得关注》2020-11-30

请务必阅读正文之后的免责声明部分

合盛硅业三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**4,294**	**7,702**	**13,071**	**18,049**
现金	349	2,643	6,863	11,043
应收账款	293	628	642	763
存货	2,505	3,079	4,062	4,645
其他流动资产	1,126	1,328	1,470	1,564
非流动资产	**15,708**	**17,666**	**19,501**	**21,172**
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	10,638	10,396	10,002	9,458
在建工程	3,958	5,958	7,958	9,958
无形资产	730	857	973	1,094
其他非流动资产	373	446	560	654
资产总计	**20,002**	**25,368**	**32,572**	**39,222**
流动负债	**7,900**	**7,603**	**9,777**	**10,864**
短期借款	2,481	1,030	1,100	1,200
应付账款	3,516	4,086	5,547	6,253
其他流动负债	1,339	2,078	2,401	2,685
非流动负债	**2,316**	**2,316**	**2,316**	**2,316**
长期借款	2,140	2,140	2,140	2,140
其他非流动负债	176	176	176	176
负债合计	**10,216**	**9,919**	**12,093**	**13,180**
少数股东权益	100	136	167	202
归属母公司股东权益	9,686	15,313	20,312	25,839
负债和股东权益	**20,002**	**25,368**	**32,572**	**39,222**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,254	7,481	8,038	7,955
投资活动现金流	-1,351	-3,724	-3,763	-3,749
筹资活动现金流	56	-1,463	-54	-27
现金净增加额	-45	2,294	4,221	4,179
折旧和摊销	1,107	1,148	1,099	879
资本开支	1,303	3,625	3,616	3,621
营运资本变动	-1,537	40	955	188

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**8,968**	**15,939**	**17,812**	**20,229**
减:营业成本	6,442	8,019	10,512	12,057
营业税金及附加	237	501	515	610
营业费用	32	423	269	421
管理费用	219	361	419	467
研发费用	230	348	422	460
财务费用	240	135	81	48
资产减值损失	27	16	19	18
加:投资净收益	-17	-21	-29	-30
其他收益	54	194	162	215
资产处置收益	-1	0	-1	-1
营业利润	**1,580**	**6,307**	**5,707**	**6,331**
加:营业外净收支	20	20	20	20
利润总额	**1,599**	**6,327**	**5,727**	**6,351**
减:所得税费用	186	801	696	788
少数股东损益	9	35	31	35
归属母公司净利润	**1,404**	**5,491**	**4,999**	**5,528**
EBIT	1,857	6,426	5,776	6,363
EBITDA	2,964	8,175	7,675	8,412

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	1.5	5.11	4.65	5.15
每股净资产(元)	9.02	14.26	18.91	24.06
发行在外股份(百万股)	938	1074	1074	1074
ROIC(%)	11.28%	29.92%	21.27%	18.88%
ROE(%)	14.50%	35.86%	24.61%	21.39%
毛利率(%)	28.17%	49.69%	40.98%	40.39%
销售净利率(%)	15.66%	34.45%	28.07%	27.33%
资产负债率(%)	51.07%	39.10%	37.13%	33.60%
收入增长率(%)	0.34%	77.73%	11.75%	13.57%
净利润增长率(%)	27.71%	290.98%	-8.95%	10.57%
P/E	22.34	24.06	26.43	23.90
P/B	3.71	8.63	6.50	5.11
EV/EBITDA	12.07	16.24	16.76	14.81

数据来源：wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn