太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-30

公司点评报告

买入/维持

合盛硅业(603260)

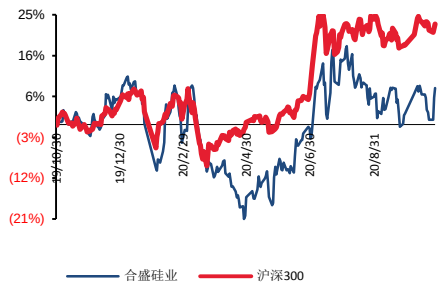
目标价：37

昨收盘：29.85

材料 材料II

有机硅行业复苏，业绩有望持续向上

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	938/365
总市值/流通(百万元)	27,999/10,901
12 个月最高/最低(元)	32.46/21.93

相关研究报告：

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

分析师助理：贺顺利

电话：15117964218

E-MAIL：hesl@tpyzq.com

执业资格证书编码：

事件：公司发布 2020 年三季报，报告期实现营业收入 63.2 亿元，同比-3.41%；归母净利润 7.19 亿元，同比-16.3%；其中第三季度单季营业收入 21.37 亿元，同比+13.5%，环比-8.06%；归母净利润 2.7 亿元，同比+31.5%，环比+34.95%。

主要观点：

1. 有机硅需求旺盛，硅产业链价格全面修复

2020 年二季度有机硅行业价格虽然处于底部盘整，但供需良好，企业开工率较高，库存得以有效去化；在三季度下游地产，纺服服装行业需求复苏刺激下，产品价格实现快速上涨。近期有机硅 DMC 价格从底部 1.5 万元/吨，上涨至 1.9 万元/吨。

2020 年第三季度，公司工业硅产量为 11 万吨，自用 4.17 万吨，外销 8.8 万吨（同比-10%，环比-9%），销售均价为 1 万元/吨（同比+2%，环比+1%）；110 生胶产量 3.98 万吨，自用 0.6 万吨，外销 3.4 万吨（同比+69%，环比-16%），销售均价为 1.51 万元/吨（同比-16%，环比+10%）；107 胶产量 2.45 万吨，自用 0.1 万吨，外销 2.3 万吨（同比+73%，环比-5%），销售均价为 1.46 万元/吨（同比-14%，环比+7%）；混炼胶产量 1.1 万吨，外销 1.1 万吨（同比+3%，环比 03%），销售均价为 1.51 万元/吨（同比-10%，环比+3%）；环体硅氧烷产量为 4.7 万吨，自用 4.06 万吨，外销 0.67 万吨（同比+227%，环比-35%），销售均价 1.46 万元/吨（同比-29%，环比+6%）；气相法白炭黑产量 0.25 万吨，自用 0.09 万吨，外销 0.19 万吨（同比+133%、环比-12%），销售均价为 1.19 万元/吨（同比-40%，环比-3%）。公司第三季度毛利率 30.94%，环比+7.1%；销售费用率 5.5%，环比+1.07%；管理费用率 6.06%，环比+0.97%；财务费用率 2.49%，环比-0.03%。。

2. 产能持续扩张，构筑行业绝对龙头

公司综合布局四省五大园区——新疆鄯善，新疆石河子，浙江嘉兴，四川泸州，云南昭通。目前具备工业硅总产能 73 万吨，余热发电量在 25 亿度。其中新疆石河子园区的西部合盛具备产能工业硅 30 万吨，石墨电极 3 万吨，在建的 20 万吨密封胶项目预计 2020 年 12 月完工；另有金松硅业工业硅产能 3 万吨。2019 年新疆鄯善园区的东部合盛年产 40 万吨工业硅投产，募投项目 10 万吨硅氧烷及下游深加工项目投产，另有隆盛碳素石墨电极产能 7.5 万吨。目前合盛硅业有机硅总产

能 53 万吨，分别布局在鄯善硅业（20 万吨），浙江合盛（20 万吨），泸州合盛（13 万吨/年）。2019 年 12 月公司与云南省政府签署战略合作框架协议，计划在昭通建设“水电硅”循环经济项目，包括年产 80 万吨有机硅单体(含配套 80 万吨工业硅、50 万吨煤制有机原料)及硅氧烷下游深加工项目，其中一期建设 40 万吨有机硅单体（含配套 40 万吨工业硅）及下游深加工。预计 2021 年一期完工后合盛硅业的工业硅产能达 113 万吨，国内龙头地位稳固。

2019 年我国工业硅年产能合计 482 万吨，产量为 220 万吨，公司工业硅产量连续 7 年位列全国第一位，公司市占率约为 25%。公司的行业龙头地位突出，市场格局呈现一超多强，中长期市场占有率目标为 50%。2019 年我国有机硅单体生产企业主要有 10 家左右，合计年产能 309 万吨，产量 230 万吨，公司国内市场占有率约为 15%，中长期市场占有率目标为 50%。第三季度新增资本支出 4.04 亿元，在建工程达到 30.61 亿元，固定资产达到 104.25 亿元，在建工程/固定资产实现 29.37%。。

3. 下游持续扩展，产业链一体化发展模式构建成本护城河

公司工业硅产能布局占据全国最具电力能源优势与石英石原料的地区新疆(石河子，鄯善)与云南（昭通），并积极参与当地工业硅发展规划，限制高成本、低效的小产能建设，推动产能整合。新疆地区的原材料、火电等资源丰富，价格优势突出；云南水电资源丰富、昭通具备丰富高纯石英石资源。工业硅生产成本中占比较大的电耗成本能够得到较大程度的削减。从成本曲线上看，公司规模化与自备电厂生产优势，相比于行业平均成本低 1000 元/吨以上。

4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.3 亿元、13.57 亿元、20.52 亿元，对应 EPS 1.1 元、1.45 元、2.19 元， PE 27.36、20.8、13.76 倍。**考虑公司为国内工业硅与有机硅龙头，产业链一体化发展构筑护城河，云南基地扩产进一步巩固优势，成长空间大，给与“买入”评级。**

风险提示：新产品研发及产业化进度不及预期、汽车及消费电子等行业下滑、市场需求下滑

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,939	7,931	9,609	12,933
(+/-%)	-19%	-11.3%	21.2%	34.6%
净利润(百万元)	1,106	1,032	1,357	2,052
(+/-%)	-61%	-7%	31%	54%
摊薄每股收益(元)	1.18	1.10	1.45	2.19
市盈率(PE)	24.99	27.36	20.80	13.76

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

财务报表预测

利润表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**8939**	**7931**	**9609**	**12933**
营业成本	6453	5581	6707	8824
毛利	2485	2349	2903	4109
%营业收入	28%	30%	30%	32%
税金及附加	326	215	260	350
%营业收入	4%	3%	3%	3%
销售费用	443	365	443	596
%营业收入	5%	5%	5%	5%
管理费用	186	179	216	291
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	159	184	223	301
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	228	205	205	205
%营业收入	3%	3%	2%	2%
资产减值损失	14	34	14	20
信用减值损失	-2	0	0	0
其他收益	163	57	70	89
投资收益	-6	-16	-20	-26
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	1
营业利润	**1289**	**1208**	**1592**	**2411**
%营业收入	14%	15%	17%	19%
营业外收支	0	8	8	8
利润总额	**1289**	**1216**	**1600**	**2419**
%营业收入	14%	15%	17%	19%
所得税费用	175	186	244	369
净利润	1114	1031	1356	2050
归属于母公司的净利润	**1106**	**1032**	**1357**	**2052**
少数股东损益	7	-1	-1	-2
EPS（元/股）	1.18	1.10	1.45	2.19

现金流量表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	**1369**	**100**	**1586**	**2292**
投资	0	0	0	0
资本性支出	152	152	470	212
其他	-1332	-16	-20	-26
投资活动现金流净额	**-1181**	**135**	**450**	**187**
债权融资	0	184	0	0
股权融资	0	0	2470	0
银行贷款增加（减少）	874	0	0	0
筹资成本	-744	-205	-205	-205
其他	-510	-1	0	0
筹资活动现金流净额	**-380**	**-21**	**2264**	**-205**
现金净流量	**-192**	**214**	**4300**	**2273**

资产负债表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	300	514	4815	7088
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	414	0	0	0
存货	2446	0	0	0
预付账款	192	0	0	0
其他流动资产	861	856	856	856
流动资产合计	4212	1370	5671	7944
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4
投资性房地产	11	11	11	11
固定资产合计	10640	10606	10592	10572
无形资产	625	625	625	625
商誉	5	5	5	5
递延所得税资产	92	92	92	92
其他非流动资产	1603	1460	999	795
资产总计	**17191**	**14172**	**17997**	**20047**
短期借款	2785	2785	2785	2785
应付票据及应付账款	3134	0	0	0
预收账款	163	0	0	0
应付职工薪酬	106	0	0	0
应交税费	817	0	0	0
其他流动负债	303	290	290	290
流动负债合计	7308	3075	3075	3075
长期借款	496	496	496	496
应付债券	607	791	791	791
递延所得税负债	9	9	9	9
其他非流动负债	365	365	365	365
负债合计	**8785**	**4737**	**4737**	**4737**
归属于母公司的所有者权益	8498	9529	13355	15407
少数股东权益	104	103	102	100
股东权益	**8602**	**9632**	**13457**	**15507**
负债及股东权益	**17387**	**14368**	**18194**	**20244**

基本指标

EPS	1.18	1.10	1.45	2.19
BVPS	9.06	10.16	14.24	16.43
PE	24.99	27.36	20.80	13.76
PEG	—	—	0.66	0.27
PB	3.25	2.96	2.11	1.83
EV/EBITDA	13.30	22.73	17.98	11.43
ROE	13%	11%	10%	13%

资料来源：Wind，太平洋证券研究院；

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。