



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪256号

合盛硅业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“合盛硅业股份有限公司2016年公司债券（第一期）”、“合盛硅业股份有限公司2017年第一期公司债券”和“合盛硅业股份有限公司2017年第二期公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，上调贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；上调上述债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月七日

合盛硅业股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）、合盛硅业股份有限公司 2017 年第一期、第二期公司债券跟踪评级报告（2018）

债券名称	合盛硅业股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）		
债券代码	136877		
债券简称	16 合盛 01		
发行主体	合盛硅业股份有限公司		
发行规模	人民币 2 亿元		
存续期限	2016/12/14-2021/12/14		
上次评级时间	2017/06/14		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

债券名称	合盛硅业股份有限公司 2017 年第一期公司债券、合盛硅业股份有限公司 2017 年第二期公司债券		
债券代码	第一期：143210	第二期：143379	
债券简称	第一期：17 合盛 01	第二期：17 合盛 02	
发行主体	合盛硅业股份有限公司		
发行规模	第一期：人民币 4.2 亿元	第二期：人民币 1.8 亿元	
存续期限	第一期：2017/09/22-2022/09/22	第二期：2017/11/03-2022/11/03	
上次评级时间	第一期：2017/08/25	第二期：2017/10/25	
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

合盛硅业	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	20.29	27.02	54.65	61.05
总资产（亿元）	64.12	74.08	141.64	151.48
总债务（亿元）	29.23	32.48	48.15	47.86
营业总收入（亿元）	36.14	45.75	69.50	22.45
营业毛利率（%）	29.21	30.78	38.72	43.69
EBITDA（亿元）	9.91	13.89	24.86	-
所有者权益收益率（%）	12.70	24.50	28.41	41.90
资产负债率（%）	68.35	63.53	61.41	59.70
总债务/EBITDA（X）	2.95	2.34	1.94	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.31	11.00	12.83	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。
2、公司 2018 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2017 年，合盛硅业股份有限公司（以下简称“合盛硅业”或“公司”）凭借完善的产业链及突出的市场地位，实现了产品产销量的稳步增长，同时主要产品价格比上年同期有较大幅度上升，公司业务规模保持增长，盈利能力和获现能力进一步提升。另外，公司成功上市使得融资渠道更为畅通以及自身资本实力进一步增强。但中诚信证券评估有（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司面临新增产能的释放压力、财务结构稳健性欠佳以及安全环保压力等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评上调合盛硅业主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定，上调“合盛硅业股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺，上调“合盛硅业股份有限公司 2017 年第一期公司债券”信用等级为 AA⁺，上调“合盛硅业股份有限公司 2017 年第二期公司债券”信用等级为 AA⁺。

正面

- 产业链完善，工业硅业务市场地位突出。公司拥有工业硅、有机硅及多晶硅等多类硅基新材料生产能力，系国内硅基新材料行业中产业链最完整的企业之一。2017 年公司工业硅产量达 41.68 万吨，市场占有率超过 18%，继续保持国内生产规模第一的行业地位。
- 业务规模保持增长。依托技术及规模优势，公司近年市场拓展情况良好，客户群体数量保持增长，2017 年工业硅及有机硅的产销量持续增大，业务规模保持了较快的增长趋势，2017 年公司营业收入达 69.50 亿元，同比增长 51.90%。
- 良好的盈利能力和获现能力。得益于公司良好的区域布局、突出的配套能源优势以及产品价格涨势强劲，2017 年公司营业毛利率为 38.72%，同比上升 7.94 个百分点；同期净利润为 15.53 亿元，同比上升 134.59%，具备良

分析师

侯一甲 yjh@ccxr.com.cn
黄永 condor@ccxr.com.cn
Tel: (021) 60330988
Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2018年6月7日

好的盈利能力。同时公司还逐步完善客户信用政策和应收账款管理,2017年经营活动净现金流大幅上升至19.29亿元,获现能力较强。

- 融资渠道更为畅通,自身资本实力进一步增强。2017年10月公司发行A股成功上市,募集资金净额12.74亿元,公司直接融资渠道更为畅通,自身资本实力提升。

关注

- 在建项目将陆续投产,新增产能面临释放压力。公司在工业硅方面的扩产项目较多,在建项目计划均于2018年内陆续投产,需关注其可能面临的新增产能释放压力。
- 资产结构与负债结构不匹配,财务结构稳健性欠佳。公司财务杠杆比率较高,且负债集中为短期债务,而近年投资规模较大,大量资金沉淀于固定资产等长期资产,2017年非流动资产占总资产的比重分别为68.10%,虽因公司成功上市财务杠杆同比有所下降,但仍维持在高位,公司资产结构与负债结构匹配度不佳,财务结构稳健性有待提高。
- 面临一定的安全环保压力。公司2017年未发生重大的安全事故以及环境违法事件,但随着国家对安全生产标准的提高以及环保整治力度的加大,公司仍面临着一定的安全环保压力以及为满足相关要求而造成的公司环保支出增加、经营成本提高,对公司的利润水平带来的负面影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金专项说明

经中国证监会于 2016 年 11 月 24 日签发的“证监许可[2016]2805 号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额为 8 亿元的公司债券，采取分期发行。合盛硅业股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）（债券简称“16 合盛 01”），采取网下面向合格投资者询价配售的方式，由发行人、簿记管理人根据簿记建档情况进行债券配售，发行工作已于 2016 年 12 月 14 日结束，实际发行规模为 2 亿元，最终票面利率为 5.55%，债券期限为 5 年期；合盛硅业股份有限公司 2017 年第一期公司债券（债券简称“17 合盛 01”），采取网下面向合格投资者询价配售的方式，由发行人、簿记管理人根据簿记建档情况进行债券配售，发行工作已于 2017 年 9 月 22 日结束，实际发行规模为 4.2 亿元，最终票面利率为 6.80%，债券期限为 5 年期；合盛硅业股份有限公司 2017 年第二期公司债券（债券简称“17 合盛 02”），采取网下面向合格投资者询价配售的方式，由发行人、簿记管理人根据簿记建档情况进行债券配售，发行工作已于 2017 年 11 月 3 日结束，实际发行规模为 1.8 亿元，最终票面利率为 6.80%，债券期限为 5 年期。2016 年和 2017 年公司债券募集资金用途均为偿还银行借款和补充公司流动资金，截至 2017 年底，公司债券募集资金已按募集说明书约定用途使用完毕。

行业关注

我国工业硅行业在全球行业中仍占据了较高地位，整体保持了较好的发展态势，但仍需关注大幅增长的产量及库存量、持续萎缩的出口市场或加大业内企业的市场竞争压力

从世界范围来看，中国的工业硅产量占比均超过全球的 50%，2017 年达到 67.07%，同比上升 0.19 个百分点，系全球第一大生产国，公司系国内最大的工业硅生产企业之一，据中国有色金属工业协会硅业分会的行业统计数据，2016 年公司工业硅产量占全国总产量的 18.40%。

表 1：2012 年~2017 年我国工业硅产能及产量情况

单位：万吨

时间	产能	产量	产能利用率	产能增长率	产量增长率
2012 年	360	113	31.39%	-	-
2013 年	380	145	38.16%	5.56%	28.32%
2014 年	385	170	44.16%	1.32%	17.24%
2015 年	420	195	46.43%	9.09%	14.71%
2016 年	460	210	45.65%	9.52%	7.69%
2017 年	480	220	45.83%	4.35%	4.76%

资料来源：中国有色金属工业协会硅业分会，中诚信证评整理

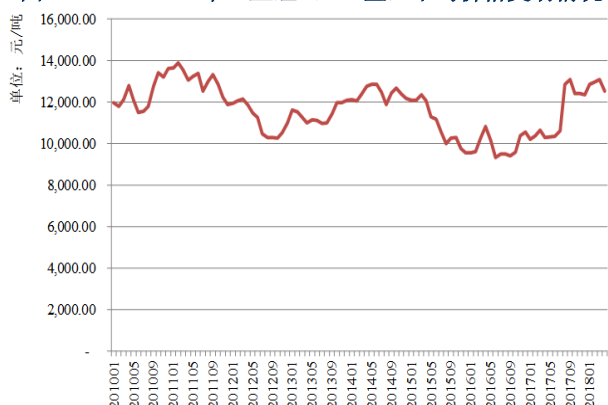
我国工业硅产能及产量主要集中于火电和水电资源丰富、发电成本较低的西北和西南地区。尤其，目前新疆地区大量采用煤电硅一体化工业硅生产模式的企业正在崛起，2017 年新疆新增工业硅产能 25 万吨/年，总产能达到 145 万吨/年，当地具备竞争力的生产条件，将增大产能转移的内生动力，未来市场的竞争将日趋激烈。同时，据硅业分会统计，目前我国硅产业已经出现投资预期过热的情况，工业硅在建拟建项目产能超过 100 万吨/年。如按照统计项目的规划推进投资进程，目前在拟建项目大部分产能都将在 2018 年释放产能，未来几年中工业硅产能将增加 100 万吨/年以上，增幅为 20%以上，整体产能将面临较大的释放压力。公司工业硅生产基地主要位于新疆地区，资源及价格优势突出，2017 年产量达到了 41.68 万吨，产能利用率为 119.09%，持续处于高位。但中诚信证评同时也关注到日益激烈的市场竞争给公司带来的压力。

工业硅需求方面，2015 年巴西电力恢复之后，抢占市场份额，我国工业硅出口快速下滑，2016 年出口量进一步下降至 70 万吨，2017 年因全球需求回暖，出口量反弹增至 78 万吨。在工业硅的国内消费中，铝合金、有机硅、多晶硅是主要需求来源。2017 年，铝合金行业受新能源汽车等新兴行业以及供给侧结构性改革的影响，对工业硅需求保持了稳定增长趋势，同时多晶硅受益于在太阳能光伏中的应用及有机硅在新兴领域的拓展，均对工业硅的需求保持了稳定增长。根据硅业分会统计，2017 年国内多晶硅产量共计 24 万吨，同比增加 23.10%。

工业硅价格变动方面，2017 年我国工业硅价格涨跌互现。553 工业硅全年均价 11,328 元/吨，同比

上涨 14.6%，最高点 14,500 元/吨，出现在 8 月底，最低点 10,200 元/吨，出现在 1 月初。

图 1：2010~2017 年工业硅（553 型）平均价格变动情况



资料来源：广州黄埔港，中诚信证评整理

2017 年有机硅行业供需基本平衡，高端有机硅产品未来仍有较大需求缺口，但下游行业增速放缓、环保因素日益突出对有机硅市场产生一定影响

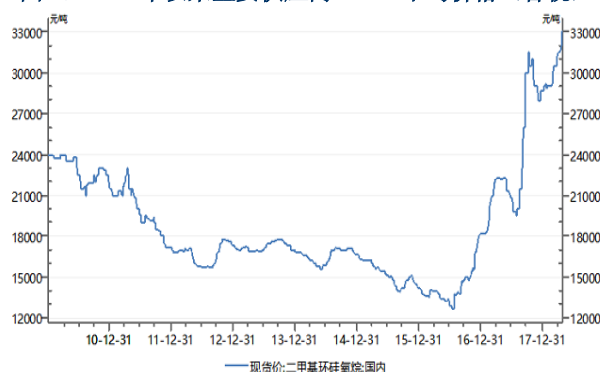
我国有机硅中间体生产相对集中，生产企业数量相对较少，单个企业的生产规模较大，目前公司的有机硅单体产量位列世界有机硅行业前十，且随着在建项目的完工并投产，有机硅产能将进一步扩大。

截至 2017 年年底，国内有机硅单体合计有效产能增加 29 万吨至 308 万吨，总体开工率在 71.30% 左右，2017 年全年产量约 213 万吨，需求量约为 195 万吨，行业供需基本平衡。同时，高端有机硅产品保持了较好的发展趋势和利润水平，随着越来越多的日用消费品正被含有有机硅成分的高品质产品取代，有机硅产品人均使用量有望进一步提高。不过，短期内房地产、汽车等下游行业增速放缓、环保因素日益突出对有机硅市场将产生一定影

响。

有机硅价格方面，2017 年价格逐步上升，其中 10 月均价为 30,000 元/吨，达到最大值，和 1 月均价相比涨幅为 63.16%；特别是 8 月以来，价格明显上涨。短期看因环保督查和企业检修，开工率下滑，供给减少，价格或将上涨；长期看因供给侧改革，部分产能出清，行业供需改善，价格有望维持高位。2018 年一季度，DMC、107 胶、混炼胶价格涨幅均超过 500 元每吨。海外巨头迈图发布涨价公告称，3 月 15 日起，有机硅密封胶产品价格上涨 20%；4 月 1 日起，弹性体产品将提价至少 10%。

图 2：2010 年以来主要供应商 DMC 平均价格（含税）



资料来源：中国氟硅有机材料工业协会，中诚信证评整理

业务运营

2017 年公司工业硅和有机硅两类主要产品取得收入占营业总收入的比重分别为 49.44% 和 49.29%，分别同比下降 17.60 个百分点和上升 18.62 个百分点。此外，公司于 2014 年开始经营多晶硅产品，但业务量较少，对营业总收入贡献小，2017 年业务占比仅为 0.09%。

表 2：2015~2018.Q1 公司营业总收入构成情况

单位：亿元、%

业务	2015		2016		2017		2018.1~3	
	营业总收入	占比	营业总收入	占比	营业总收入	占比	营业总收入	占比
工业硅	21.42	59.26	30.67	67.04	34.25	49.44	11.74	52.29
有机硅	14.10	39.02	14.03	30.67	34.14	49.29	10.62	47.31
多晶硅	0.27	0.75	0.76	1.66	0.82	1.18	0.10	0.40
其他	0.35	0.97	0.29	0.63	0.29	0.09	-	-
总计	36.14	100.00	45.75	100.00	69.50	100.00	22.45	100.00

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司工业硅业务收入保持增长，成本优势明显，并与下游有机硅产业协同发展

目前公司工业硅生产基地主要系位于新疆维吾尔自治区石河子市的新疆西部合盛硅业有限公司（以下简称“西部合盛”）。此外，公司还投资成立了新疆西部天富合盛热电有限公司作为西部合盛的配套能源供应单位。

近年，在西部合盛二期年产10万吨工业硅项目逐步达产的同时，公司通过技术研发及生产工艺改进，改良催化剂配方，优化工艺流程，以及加强生产管理，提高了设备运行效率，2017年工业硅产能达到35.00万吨，同比增长10.13%。同时，公司当年工业硅市场拓展情况良好，生产设备维持超负荷运转，年实际产量达到了41.68万吨，同比增长7.87%，产能利用率达到119.09%，产能释放率持续处于高位。

表 3：2015~2017 年公司工业硅产销情况

单位：万吨			
	2015	2016	2017
产能	25.13	31.78	35.00
产量	29.20	38.64	41.68
销量	21.24	34.10	32.69
自用量	4.63	5.10	7.73

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2017年公司工业硅对外销售量约32.69万吨，同比减少4.14%；工业硅自用量约7.73万吨，同比增加51.57%。近年，公司加大新客户拓展力度，客户群体数量保持扩增，2017年公司工业硅业务收入34.25亿元，同比增长11.67%；其中前五大客户合计销售额占工业硅总销售额的比重为19.79%，下游客户集中度同比有所降低。从产品价格来看，2017年公司工业硅均价延续2016年下半年的上升趋势，全年均价为10,455.45元/吨。

得益于新疆地区原材料和能源成本优势，公司成本控制能力较强。2017年，虽然直接材料单位成本有所上涨，当年工业硅产品单位成本同比上升7.76%，但是公司当年未直接外购精煤，均通过采购原煤经委托加工后获取精煤，有效地降低了采购成本。此外，随着合盛热电项目逐步投产，公司发电量不断增加，有效地降低了外购用电量，并削减

了生产成本。当前合盛热电二期项目装机容量达到66万千瓦时，2017年总计发电量51.56万千瓦时，同比减少2.77%。全年公司总计用电量约64.24亿千瓦时，其中自供量约46.98亿千瓦时，电量自供率为73.13%，虽同比减少8.57个百分点，但仍为工业硅业务发展提供了良好的保障。

综合来看，2017年公司工业硅业务收入保持增长，同时凭借新疆地区良好的资源及能源优势，成本优势明显，业务获利能力较强，并且为下游有机硅产业的发展提供了良好的保障。

2017 年公司有机硅产销量保持增长，同时产品均价大幅上升使得业务收入显著增长

公司有机硅产品主要由位于浙江省的本部负责生产，2017年公司可利用的有机硅粗单体综合产能为33.00万吨，同比增加13.00万吨。当年公司各类有机硅粗单体的总产量约为30.98万吨，同比增加13.97万吨，综合产能利用率约为93.88%，产能释放较为充分。同时主要产品销售价格呈现上升趋势，当年实现收入34.14亿元，同比大幅上升143.43%。

公司有机硅产品的原材料主要为硅块，以及甲醇、氯甲烷、沉淀法白炭黑等化工原料。公司生产有机硅所需的硅块全部实现自给；其他原材料主要是通过化工原料生产厂家直接采购或向贸易商采购，一般采取货到付款的形式，结算方式包括银行转账和银行承兑汇票。公司有机硅生产成本包括直接材料、职工薪资和制造费用，其中直接材料在成本构成中占比最高，2017年直接材料成本占比达71.58%。由于2017年直接材料成本显著上升，公司有机硅单位成本亦大幅增加，2017年有机硅单位成本同比大幅增加1,294元/吨。

整体来看，得益于市场需求整体回暖，2017年公司有机硅销售量和销售价格同比上涨，使得2017年有机硅营业收入同比显著增长。

公司工业硅扩产项目将于 2018 年内投产，工业硅以及有机硅项目新增产能释放情况仍需关注

目前，公司正推进工业硅扩产项目，项目将于2018年6月底前投入试生产。有机硅方面，公司计

划总投资16.39亿元的年产10万吨硅氧烷及下游深加工项目，目前该项目尚未开工建设；2017年末，公司对收购的四川省硅峰有机硅材料有限公司原生产线进行技术改造已完工并投产，该生产线涉及粗单体年产能13万吨，公司有机硅产能得到大幅扩

增。公司有机硅产业正逐步向中西部地区推进，有利于原料的供应以及成本优势的体现，对有机硅业务发展提供正面支持。但后期市场的景气度以及客户开拓情况将直接影响新增产能的及时释放。中诚信证评对公司未来新增产能释放情况保持关注。

表 4: 截至 2017 年末公司主要在建项目情况

项目名称	计划总投资 (亿元)	公司持股比例	项目投产时间	截至 2017 年底累计已投资 (亿元)
鄯善合盛硅业公司年产 40 万吨工业硅项目	34.02	100%	2018 年	19.03
鄯善合盛电业公司 2×350MW 热电联产项目	30.93	100%	2018 年	18.29
鄯善能源管理 6×50MW 工业硅烟气余热发电工程	13.56	100%	2018 年	6.62
隆盛碳素年产 7.5 万吨硅用石墨质炭电极项目	5.96	100%	2018 年	5.28
新疆硅业公司公租房项目	3.35	100%	-	0.68
合晶能源公司年产 5,000 吨太阳能级多晶硅项目	10.00	100%	-	0.45
年产 10 万吨硅氧烷及下游深加工项目	15.91	100%	2020 年	0.07
泸州合盛公司有机硅技改项目	3.93	90%	已投产	3.94
合计	119.43	-	-	55.04

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

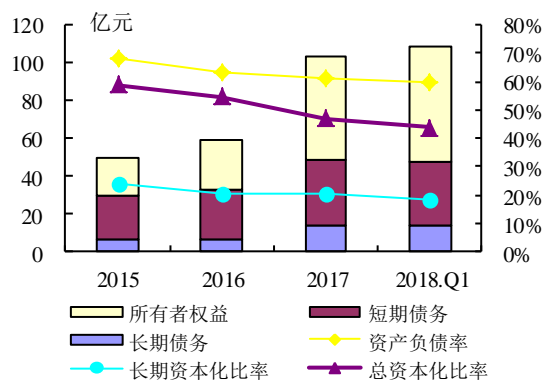
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年~2017 年度审计报告，以及未审计的 2018 年一季度财务报告。

资本结构

随着生产规模的扩大以及配套热电联产项目建设的逐步推进，公司总资产规模稳步扩大，2017 年末总资产同比大幅增长 67.56 亿元至 141.64 亿元。同时，利润留存增加以及首次公开发行股票使其自有资本规模达到 54.65 亿元，同比增长 102.26%。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额和所有者权益分别为 151.48 亿元和 61.05 亿元。

较大的投资需求带来外部融资规模的持续增长，2017 年末公司总负债和总债务分别为 86.98 亿元和 48.15 亿元，同比增长 84.83% 和 48.25%；但在总资产及自有资本规模大幅提升的前提下，公司同期资产负债率和总资本化比率同比分别下降 2.12 个百分点和 7.75 个百分点至 61.41% 和 46.84%。截至 2018 年 3 月末，公司总负债为 90.42 亿元，总债务为 47.86 亿元，资产负债率为 59.70%，总资本化率为 43.94%。

图 3: 2015~2018.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从资产结构来看，2017 年末公司流动资产规模为 45.18 亿元，同比增加 25.21 亿元，占当年资产总额的比例为 31.90%，较上年提升 4.94 个百分点。公司流动资产主要包括货币资金、存货和其他流动资产等，三者占比分别为 47.24%、24.47% 和 16.22%。当年末公司货币资金为 21.34 亿元，同比增长 168.69%，主要系本期完成首次公开发行，募集资金增加所致，其中 15.92 亿元质押用于开具银行承兑汇票；存货主要包括原材料和库存商品等，随着业务规模的扩大，近年公司存货规模有所增长，2017 年末达 11.06 亿元，同比增长 55.34%，计提存货跌价准备 0.13 亿元，在当前硅产品价格存在波动下行压

力的背景下，公司存货面临一定跌价风险；其他流动资产主要系公司本期使用首次公开发行股票闲置募集资金2.9亿元购买理财产品。非流动资产方面，2017年末公司非流动资产同比增长78.28%至96.46亿元，占当年资产总额的比例为68.10%，主要集中于固定资产（48.50亿元）、在建工程（41.85亿元）和无形资产（4.55亿元），其中2017年泸州合盛有机硅技改项目全部完工转固以及鄯善硅业40万吨工业硅项目部分完工转固共计13.29亿元，年末公司固定资产规模同比增加26.23%；在建工程主要系鄯善电业公司热电联产、鄯善硅业40万吨工业硅、合盛（鄯善）能源管理有限公司（以下简称“鄯善能源管理”）6*50MW工业硅烟气余热发电工程和鄯善隆盛碳素制造有限公司（以下简称“隆盛碳素”）年产7.5万吨硅用石墨质碳电极等项目的投入，随着项目投资建设的推进，2017年末在建工程规模同比大幅增加31.04亿元。截至2018年3月末，公司流动资产和非流动资产占资产总额的比重分别为34.47%和65.53%。总体上，近年来随着产能的扩张及配套热电联产项目的投资，公司占比较大的非流动资产增速较快，且由于受限货币资金量较大，公司资产的流动性较弱。

表5：2015~2017年同行业资产规模比较表

单位：亿元、%

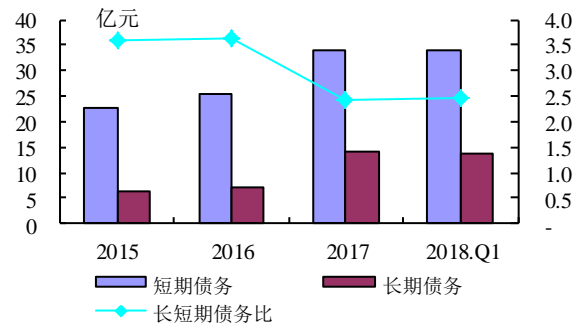
	2015		2016		2017	
	总资产	负债率	总资产	负债率	总资产	负债率
新安股份	78.39	44.53	79.90	44.51	90.60	45.85
三友化工	203.47	66.53	209.60	64.50	240.90	55.86
兴发集团	213.73	71.73	213.50	68.90	217.43	67.27
合盛硅业	64.12	65.80	74.08	59.89	141.64	61.41

资料来源：上市公司定期报告、公司提供，中诚信证评整理

从负债结构来看，公司负债主要为流动负债，2017年末占负债总额的比重为80.10%，同比下降4.00%，主要包括短期借款、应付票据和应付账款等。其中，2017年末公司短期借款13.64亿元主要为担保及抵押借款；应付票据17.99亿元主要为银行承兑汇票；应付账款26.23亿元包括20.72亿元设备工程款和5.12亿元材料采购款，同比大幅增加201.82%，主要系公司当年在建项目以及业务扩张的需要使得工程设备和原材料的采购显著增加。

2017年末公司非流动负债主要为长期借款6.23亿元及应付债券7.89亿元。截至2018年3月末，公司流动负债和非流动负债占负债总额的比重分别为76.63%和23.37%。

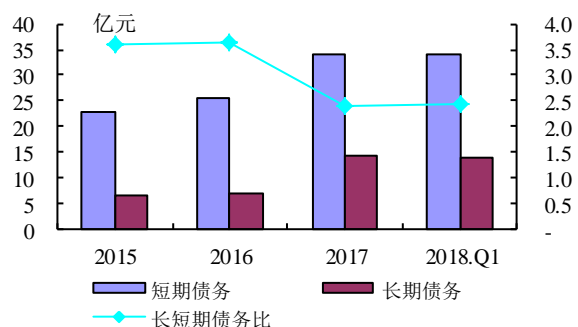
图4：2015~2018.Q1公司债务结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司债务主要来自银行长、短期借款。截至2017年末，公司总债务为48.15亿元，同比增长15.67亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为2.41倍，较上年有所下降。当年公司发行公司债券使其长期债务规模增长，使其债务结构有所调整，但整体债务仍以短期债务为主。总体来看，公司债务结构有所调整，但以短期债务为主的债务结构仍不利于公司扩产及热电项目的推进，其债务结构有待进一步优化。截至2018年3月末，公司总债务为47.86亿元，长短期债务比为2.45倍。

图5：2015~2018.Q1公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模和所有者权益逐年上升，但资产流动性较弱，债务期限结构不甚合理，资产结构和负债结构匹配度不佳，财务结构稳健性有待提高。

盈利能力

受益于产能扩张、产业链延伸以及硅产品下游应用领域的扩大，公司产销规模保持稳步上升。

2017 年公司营业总收入同比增加 23.75 亿元至 69.50 亿元，增幅达 51.92%。2018 年 1~3 月公司实现营业收入 22.45 亿元，同比增长 55.26%。

表 6：2015~2018.Q1 公司主营业务收入构成及各板块毛利率情况

单位：亿元、%

业务	2015		2016		2017		2018.Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工业硅	21.42	32.84	30.67	32.25	34.25	37.37	11.74	38.98
有机硅	14.10	23.95	14.03	27.74	34.14	40.37	10.62	48.80
多晶硅	0.28	-9.17	0.76	17.01	0.82	19.43	0.05	34.81
其他	0.24	29.97	0.07	-15.90	0.06	-9.66	-	-
总计	36.04	29.01	45.52	30.53	69.27	38.59	22.41	43.69

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

同时，受益于产业链延伸，自备电厂能源优势显现，公司成本优势突出，2017 年实现营业毛利率 38.72%。分产品来看，由于工业硅行业属于高能耗产业，公司工业硅业务采用自备电厂发电方式，相比外部购电成本较低；但由于 2016 年公司工业硅价格比成本下降幅度略大，全年工业硅毛利率同比小幅下降 0.59 个百分点至 32.25%。2017 年市场需求整体回暖，工业硅售价同比上涨，使得毛利率同比增长 5.12 个百分点；2018 年 1~3 月工业硅产品价格高位运行，公司工业硅产品毛利率进一步上升至 38.98%。有机硅业务方面，公司有机硅生产所需工业硅原料均自给，工业硅、有机硅上下游一体化产业链优势的发挥，以及有机硅产品出产率的提升，使其毛利水平大幅优于同行业上市公司。2017 年有机硅市场需求亦整体回暖，公司有机硅产品虽然原材料价格也出现大幅度上涨，但涨幅明显低于产品的销售价格，致公司有机硅毛利率大幅增加 12.70 个百分点。2018 年 1~3 月有机硅价格进一步上涨，公司有机硅毛利率上升至 48.80%。

表 7：2015~2017 年公司有机硅产品与同行业上市公司毛利率比较表

	2015	2016	2017
新安股份	11.67%	19.37%	24.21%
三友化工	9.86%	15.12%	34.57%
兴发集团	-0.96%	10.24%	32.25%
合盛硅业	23.95%	27.74%	40.37%

资料来源：上市公司定期报告、公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，随着生产规模的扩大，公司期

间费用仍维持在较高水平，2017 年为 7.75 亿元，同比增长 37.41%。但得益于当年收入规模的大幅上涨，公司三费收入占比同比下降 1.17 个百分点至 11.15%。2018 年 1~3 月，公司三费合计 2.23 亿元，三费收入占比下降至 9.97%，保持稳步下降趋势。

表 8：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

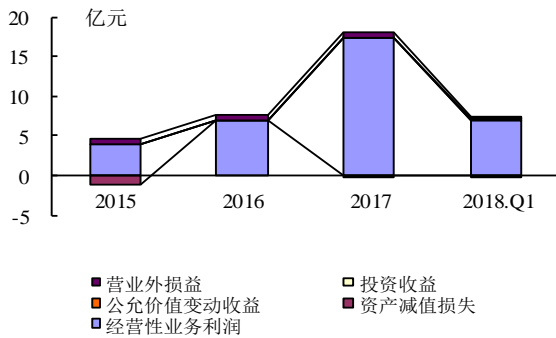
单位：亿元

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	1.93	2.66	3.52	0.92
管理费用	1.87	1.78	2.38	0.71
财务费用	1.80	1.19	1.85	0.61
三费合计	5.61	5.64	7.75	2.24
营业总收入	36.14	45.75	69.50	22.45
三费收入占比	15.51%	12.32%	11.15%	9.97%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失和营业外损益构成。近年收入规模及营业毛利率保持增长，三费支出基本维持在相对较低水平，经营性业务利润向好。2017 年公司经营性业务利润、利润总额和净利润分别为 17.33 亿元、18.03 亿元和 15.53 亿元，同比分别增长 152.34%、132.25% 和 134.62%；同期所有者权益收益率较上年增加 2.57 个百分点至 28.41%。2018 年 1~3 月，公司经营性业务利润为 7.05 亿元，利润总额为 7.44 亿元，净利润为 6.39 亿元，所有者权益收益率为 41.90%。

图 6：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



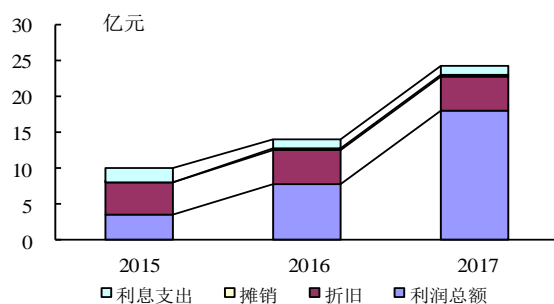
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，依托区域布局以及产业链优势，公司产品的成本优势突出，业务竞争力及盈利能力很强，营收及盈利规模保持了良好增长态势。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 由折旧、摊销、利息支出及利润总额构成，近年随着折旧及利润总额的增长，公司 EBITDA 保持上升趋势，2017 年增至 24.86 亿元，增幅为 78.98%。从公司 EBITDA 对债务本息保障程度来看，2017 年公司总债务/EBITDA 指标为 1.94 倍；同期 EBITDA 利息保障倍数为 12.83 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖程度处于很高水平，且有所提升。

图 7：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从经营性现金流情况来看，在销售规模扩张的同时，公司逐步完善客户信用政策和应收账款管理，经营性现金流状况良好，2017 年公司经营活动净现金流为 19.29 亿元，延续上年良好态势。当年公司经营活动净现金流/总债务 0.40 倍；经营活动净现金流利息保障倍数提升至 9.95 倍，经营性现金流对债务本息的保障程度较高。

表 9：2015~2018.Q1 公司主要偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务 (亿元)	22.86	25.46	34.03	33.98
长期债务 (亿元)	6.37	7.02	14.12	13.88
总债务 (亿元)	29.23	32.48	48.15	47.86
资产负债率 (%)	65.80	59.89	61.41	59.70
总资本化比率 (%)	57.14	52.22	46.84	43.94
EBITDA (亿元)	10.74	14.95	24.86	-
EBITDA 利息倍数 (X)	5.75	11.84	12.83	-
总债务/EBITDA (X)	2.72	2.17	1.94	-
经营活动净现金流/利息支出 (X)	5.10	7.36	9.95	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.33	0.29	0.40	-0.13*

注：上述带*指标经过年化处理

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

就财务弹性而言，公司与国内诸多银行建立了良好合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司共获得中国银行、交通银行、浦发银行和中信银行等多家金融机构综合授信额度 37.43 亿元，其中未使用额度 10.34 亿元，备用流动性一般。另外，公司于 2017 年 10 月上市后，直接融资渠道将更为畅通。

资产抵质押方面，截至 2018 年 3 月末，公司所有权或使用权受限资产合计 48.13 亿元，占总资产的比例为 31.78%，其中票据保证金 12.04 亿元，抵押固定资产 26.57 亿元，抵押无形资产 2.66 亿元。

或有事项方面，截至 2018 年 3 月末，公司无对外担保。未决诉讼方面，2018 年 3 月末，公司控股子公司作为原告涉及金额较大的未决诉讼（标的金额 500 万元以上）合计 1.53 亿元，作为被告涉及未决诉讼 0.80 亿元，相关案件均尚在审理中。中诚信证评认为公司及其子公司涉诉案件的金额规模较小，上述事项对公司偿债能力的影响不大。

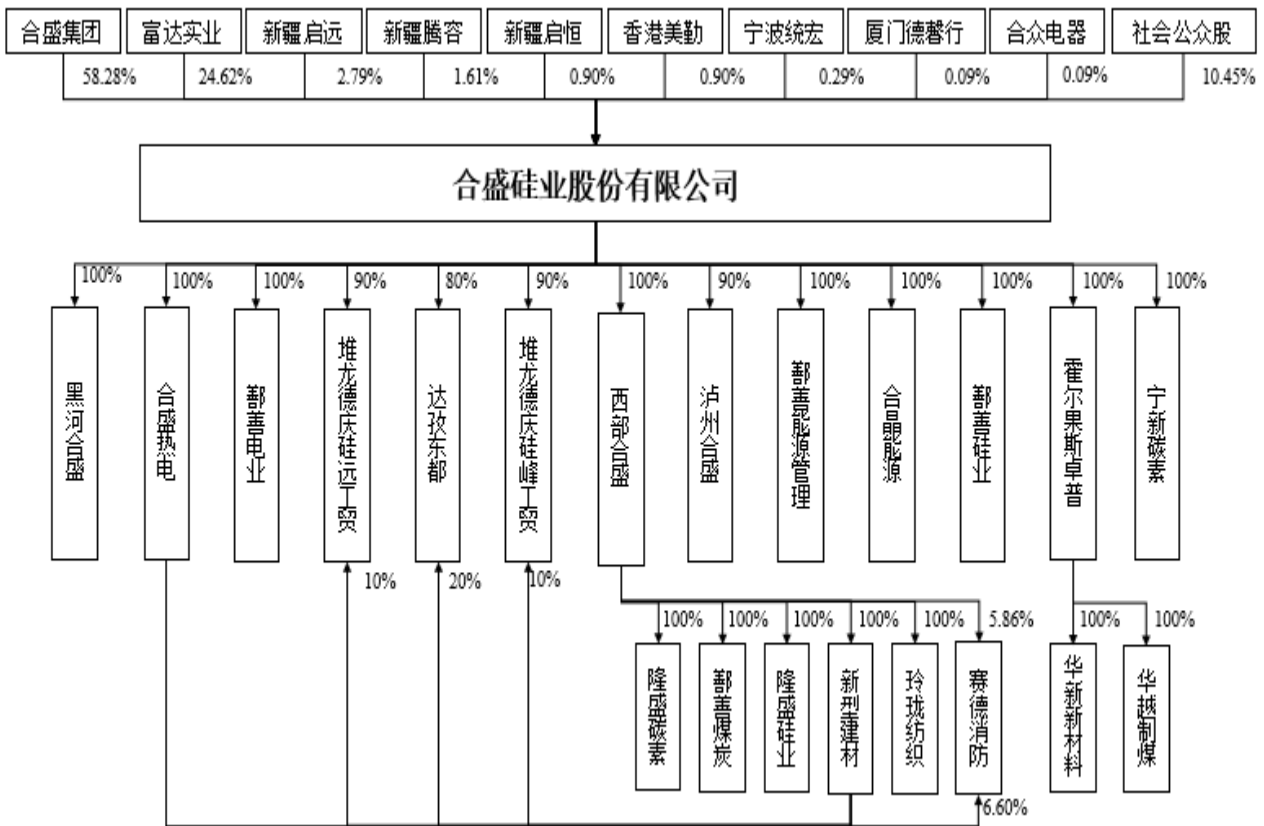
整体而言，依托良好的区域布局及突出的能源优势，公司业务竞争优势明显，营收增长及盈利能力持续向好，经营性现金流及 EBITDA 对债务本息的覆盖能力良好，整体偿债能力很强。但中诚信证评也关注到，公司债务规模较大，且资产负债期限结构不匹配，财务稳健性欠佳等对其经营及整体信用状况的影响。

结论

综上，中诚信证评上调合盛硅业股份有限公司

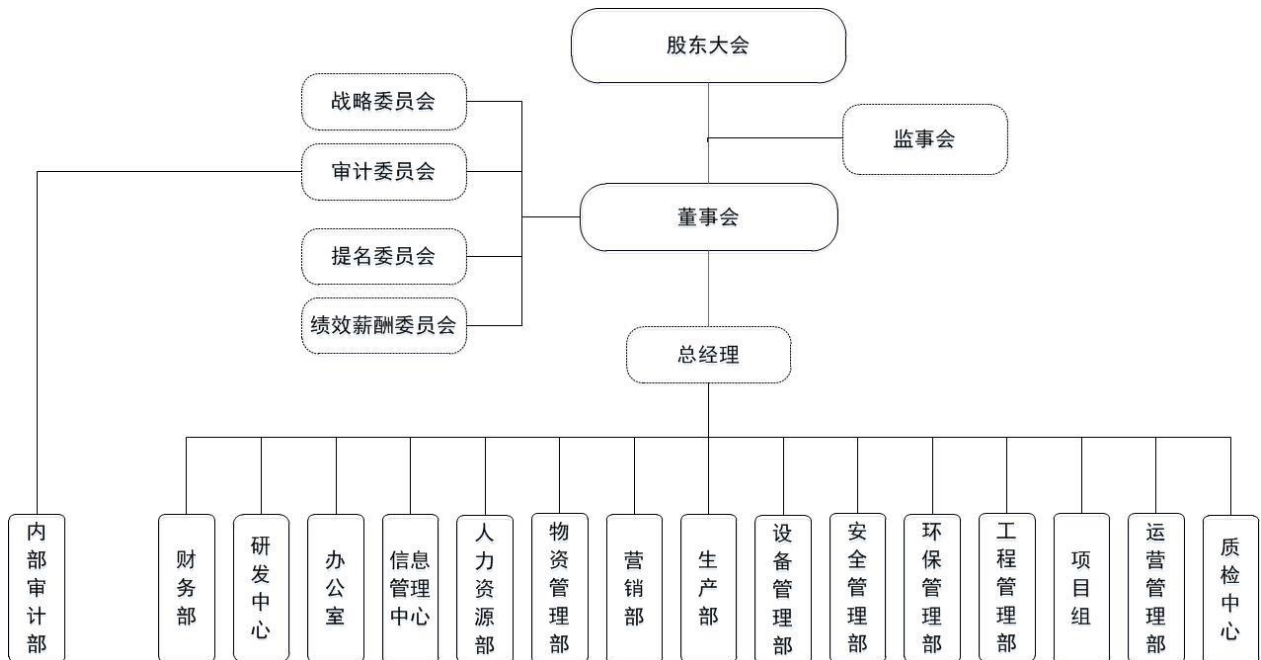
主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；上调“合盛硅业股份有限公司2016年公司债券（第一期）”信用等级为AA⁺，上调“合盛硅业股份有限公司2017年第一期公司债券”信用等级为AA⁺，上调“合盛硅业股份有限公司2017年第二期公司债券”信用等级为AA⁺。

附一：合盛硅业股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 5 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：合盛硅业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：合盛硅业股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	66,872.67	79,425.21	213,409.04	168,189.05
应收账款净额	18,100.93	17,483.20	25,036.21	39,628.26
存货净额	69,475.69	71,228.45	110,563.96	167,610.76
流动资产	168,958.07	199,719.48	451,799.90	522,197.62
长期投资	0.00	326.64	362.93	362.93
固定资产合计	423,687.24	492,533.77	911,635.10	930,241.09
总资产	641,164.08	740,767.23	1,416,354.76	1,514,759.05
短期债务	228,583.70	254,607.45	340,321.22	339,816.52
长期债务	63,700.00	70,166.71	141,214.31	138,765.82
总债务（短期债务+长期债务）	292,283.70	324,774.16	481,535.52	478,582.34
总负债	438,264.74	470,611.61	869,811.28	904,236.53
所有者权益（含少数股东权益）	202,899.34	270,155.62	546,543.47	610,522.52
营业总收入	361,446.71	457,527.44	695,003.76	224,549.85
三费前利润	95,670.89	125,040.39	250,795.38	92,881.64
投资收益	0.00	445.89	16.26	336.40
净利润	25,763.01	66,176.28	155,266.04	63,945.46
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	99,107.52	138,895.05	248,610.45	-
经营活动产生现金净流量	95,232.66	92,890.51	192,896.11	-15,478.55
投资活动产生现金净流量	-69,620.12	-96,311.80	-332,195.69	-7,751.40
筹资活动产生现金净流量	-18,638.05	3,339.72	182,841.49	16,890.04
现金及现金等价物净增加额	7,028.21	12.38	43,366.05	-6,522.54
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	29.21	30.78	38.72	43.69
所有者权益收益率（%）	12.70	24.50	28.41	41.90*
EBITDA/营业总收入（%）	27.42	30.36	35.77	-
速动比率（X）	0.27	0.32	0.49	0.51
经营活动净现金/总债务（X）	0.33	0.29	0.40	-0.13*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.42	0.36	0.57	-0.18*
经营活动净现金/利息支出（X）	5.10	7.36	9.95	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.31	11.00	12.83	-
总债务/EBITDA（X）	2.95	2.34	1.94	-
资产负债率（%）	68.35	63.53	61.41	59.70
总资本化比率（%）	59.03	54.59	46.84	43.94
长期资本化比率（%）	23.89	20.62	20.53	18.52

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

2、上述带“*”指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。