

上机数控(603185)

报告日期: 2023年04月05日

## 投建 16GW 组件、光伏全产业链一体化；推股权激励、定增过会 ——上机数控点评报告

### 投资要点

#### □ 打造光伏全产业链一体化布局；硅片盈利景气向上；推股权激励强化核心人员绑定

1) **扩 16GW 组件、打造全产业链一体化布局**：据公司公告，公司拟投资 50 亿元在江苏江阴市投资建设 16GW 组件产能，其中一期 5GW 项目将于近期启动、预计 2023 年 Q3 投产，二期建设 11GW 产能、具体时间未确定。本次加码组件产能完成后，**公司将覆盖工业硅+硅料+硅片+电池+组件+电站 6 大主要环节，形成产业链一体化。我们认为，一方面将增强公司核心竞争力、打开业绩成长天花板，另一方面一体化布局将利于内部成本进一步优化、抵御行业波动风险。**

2) **发第三期限制性股票激励计划**：覆盖公司核心骨干（不包括董事、高管）241 人，授予价格 51.24 元。业绩解锁条件为：2023-2025 年营收不低于 180 亿/220 亿/260 亿、净利润不低于 40 亿/45 亿/50 亿（公司 2022 年业绩预告：归母净利润 30-33 亿元）。**随着公司一体化布局的加速完善，各环节核心人才的绑定将助于公司未来长期发展。**

3) **石英砂紧缺背景下、硅片盈利向上**：我们预计石英砂将成为光伏行业未来 1-2 年最紧缺环节，带来硅片行业仍处产能过剩、但有效产出紧缺的背景，催生硅片盈利能力上升。**我们预计当前硅片盈利已回升至较高水平，公司石英砂保障良好、将充分受益。**

□ **迈向一体化程度最高光伏龙头之一：“工业硅+硅料+硅片/设备+N 型电池片+组件+电站”**公司依托光伏装备业务优势，切入光伏产业链，致力于成为产品线最全、一体化程度最高、产能最新、成本最低、核心竞争力最强的光伏企业之一。

1) **工业硅+硅料（自建）**：拟建 15 万吨高纯工业硅+10 万吨高纯多晶硅项目，其中 8 万吨高纯工业硅+5 万吨多晶硅正在建设中，一期 5 万吨多晶硅将于近期投产（据公司新闻）。同时政府将予公司配备 3.8GW 光伏+1.7GW 风电电站指标，预计将保障公司低电价优势。

2) **工业硅+颗粒硅（参股 27%）**：已增资 10.2 亿元共同投资年产 10 万吨颗粒硅+15 万吨高纯纳米硅项目，参股 27%。投产后公司将获得不低于 70% 比例的颗粒硅（对应 7 万吨），满足 25GW 硅片的硅料需求，强化硅料保障、硅片竞争力。

3) **硅片拉晶+切片**：目前投产产能已达 35GW 拉晶+25GW 切片。计划在包头投建 40GW 硅片产能+徐州 25GW 切片产能，产能迈向 75GW 拉晶+50GW 切片。

4) **N 型电池**：拟投建 24GW N 型高效电池产能。其中二期 14GW 高效电池正在建设中，三期规划 10GW。电池技术选择包括 TOPCon、HJT 等 N 型电池。已与一道签 32 亿 N 型硅材料订单。

5) **组件**：拟建设 16GW 产能，总投资 50 亿元，一期 5GW 预计 2023 年 Q3 投产。

6) **新能源电站**：公司规划 5.5GW 新能源电站。

□ **盈利预测与估值：高成长、低估值；一体化最高、成本最低、竞争力最强光伏龙头之一**预计公司 2022-2024 年归母净利润为 31/56/72 亿元，同比增长 81%/81%/29%；对应 PE 为 14/7/6 倍。维持“买入”评级。

**风险提示**：大幅扩产导致竞争格局恶化、硅料涨价影响终端需求、技术迭代风险。

### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10915	23125	33670	43771
(+/-) (%)	263%	112%	46%	30%
归母净利润	1711	3092	5601	7218
(+/-) (%)	222%	81%	81%	29%
每股收益(元)	4.2	7.5	13.6	17.6
P/E	25	14	7	6

资料来源：浙商证券研究所

### 投资评级：买入(维持)

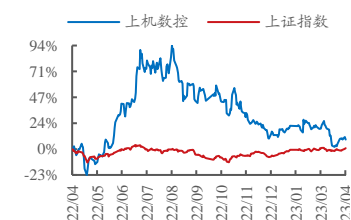
分析师：王华君  
执业证书号：S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：李思扬  
执业证书号：S1230522020001  
lisiyang@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥102.18
总市值(百万元)	41,975.29
总股本(百万股)	410.80

### 股票走势图



### 相关报告

- 《拟更名“弘元绿色能源”；光伏一体化布局大力推进》  
2023.03.14
- 《再获 136 亿单晶硅订单；迈向 N 型光伏一体化龙头》  
2023.03.03
- 《获钧达股份旗下 59 亿硅片大单，受益 N 型需求提升》  
2023.02.27

■ 可比公司盈利预测与估值。

**表 1：上机数控：与行业主要上市公司估值比较，估值被低估**

公司	日期： 代码	2023/4/4		EPS/元				PE				2021A	
		股价/元	总市值/亿元	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	PB	ROE (%)
上机数控	603185	102.2	420	4.2	7.5	13.6	17.6	25	14	7	6	3.8	34
隆基绿能	601012	40.2	3047	1.2	2.0	2.5	3.1	34	20	16	13	10.1	22.0
TCL 中环	002129	47.2	1527	1.2	2.1	3.0	3.7	38	22	16	13	4.4	15.8
通威股份	600438	39.0	1755	1.8	6.3	5.0	5.0	21	6	8	8	5.7	24.1
晶澳科技	002459	56.5	1331	0.9	2.4	3.8	4.9	65	24	15	12	9.4	13.1
晶科能源	688223	13.6	1363	0.1	-	0.6	0.8	119	-	23	17	-	8.8
天合光能	688599	51.6	1122	0.8	-	3.1	4.2	62	-	16	12	10.2	11.2
大全能源	688303	48.1	1029	2.7	9.0	6.9	5.7	18	-	7	8	7.8	54.2
行业平均值 (不包括上机数控)								51	10	14	12	7	21.3

资料来源：Wind，浙商证券研究所（除上机数控外，EPS 均为 wind 一致性预期）

■ 订单保障：公司 2023-2026 年合计金额达 535 亿元。

表 2：公司大单合同统计，2023-2026 年合计金额达 535 亿元

公告日期	公司	项目	年份时间							合计
			2020年12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年		
2020/11/3	天合光能	时间								
		销售数量(亿片)		4	4	4	4	4		20
		预计金额(亿元,含税)		20.48	20.48	20.48	20.48	20.48		102.4
2020/11/29	东方日升	时间		2021年	2022年	2023年	合计			
		销售数量(亿片)		4.5	8	10	22.5			
		预计金额(亿元,含税)		20.03	39.10	54.5	113.63			
2020/12/2	阿特斯	时间	2020年12月	2021年	2022年	合计				
		销售数量(吨)	400	9600	10000	20000				
		预计销售金额(亿元,含税)	0.7	16.76	17.46	34.92				
2021/1/21	正泰新能源	时间		2021年	2022年	2023年	合计			
		销售数量(亿片)		2.1	3.36	3.36	8.82			
		预计金额(亿元,含税)		7.48	15.76	17.35	40.59			
2021/1/28	通威	时间		2021年	合计					
		销售数量(亿片)		2.72	2.72					
		预计金额(亿元,含税)		13.06	13.06					
2021/10/8	龙恒新能源	时间		2021年10-12月	2022年	2023年	2024年1-9月	合计		
		销售数量(亿片)		0.23	2.27	2.40	1.80	6.7		
		预计金额(亿元,含税)		1.35	13.31	14.08	10.56	39.3		
2021/10/25	爱旭股份	时间		2021年11-12月	2022年	2023年	合计			
		销售数量(亿片)		0.60	3.60	3.60	7.8			
		预计金额(亿元,含税)		3.85	23.12	23.12	50.09			
2022/3/9	爱旭股份	时间			2022年3-12月	2023年	2024年	合计		
		销售数量(亿片)			0.88	2.24	2.4	5.52		
		预计金额(亿元,含税)			5.74	14.6	15.65	35.99		
2022/3/17	捷泰新能源	时间			2022年3-12月	2023年	2024年	2025年	合计	
		销售数量(亿片)			1.28	2.4	2.4	0.4	6.48	
		预计金额(亿元,含税)			8.58	16.08	16.08	2.68	43.42	
2022/10/17	一道新能源	时间				2023年	2024年		合计	
		销售数量(亿片)				3.5	4.8		6.48	
		预计金额(亿元,含税)				25.94	36.10		62.04	
2022/10/17	一道新能源(电池)	时间				2023年			合计	
		销售数量(亿片)				3.0			6.48	
		预计金额(亿元,含税)				31.92			31.92	
2023/2/25	捷泰新能源	时间				2023年3月	2024年	2025年2月	合计	
		销售数量(亿片)				3.9	4.8	0.8	9.5	
		预计金额(亿元,含税)				24.6	29.5	4.9	59.09	
2023/3/2	阿特斯	时间				2023年			合计	
		销售数量(亿片)				2.5亿片+1万吨			2.5亿片+1万吨	
		预计金额(亿元,含税)				53.77			53.77	
2023/3/2	捷泰新能源	时间				2023年3月	2024年	2025年	2026年2月	合计
		销售数量(亿片)				2.9	4.8	4.8	0.8	13.3
		预计金额(亿元,含税)				22.9	27.5	27.5	4.6	82.42
合计金额(亿元)			0.7	83.01	143.54	319.36	155.88	55.56	4.58	763

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	8530	23821	31721	44825
现金	2189	7962	15084	22539
交易性金融资产	1646	620	756	1008
应收账款	130	4452	3011	4414
其它应收款	100	91	155	258
预付账款	816	1814	2331	3222
存货	2444	8176	9500	12453
其他	1205	705	884	932
<b>非流动资产</b>	5960	6713	8174	9802
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	123	41	55	73
固定资产	4123	5296	6644	8108
无形资产	221	275	347	419
在建工程	578	590	526	512
其他	916	511	601	690
<b>资产总计</b>	14491	30533	39895	54627
<b>流动负债</b>	6710	19485	23196	30749
短期借款	0	96	69	55
应付款项	5651	17566	20034	27124
预收账款	700	1172	2276	2662
其他	359	650	817	909
<b>非流动负债</b>	340	357	407	368
长期借款	190	190	190	190
其他	150	167	217	178
<b>负债合计</b>	7050	19842	23603	31117
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	7441	10691	16292	23510
<b>负债和股东权益</b>	14491	30533	39895	54627

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	916	5539	6991	7921
净利润	1711	3092	5601	7218
折旧摊销	235	307	404	515
财务费用	16	44	(46)	(158)
投资损失	(46)	(465)	(1985)	(1720)
营运资金变动	3576	7993	4540	5168
其它	(4576)	(5433)	(1522)	(3101)
<b>投资活动现金流</b>	(3153)	27	75	(586)
资本支出	(2571)	(1489)	(1684)	(1961)
长期投资	(123)	82	(14)	(18)
其他	(458)	1434	1773	1394
<b>筹资活动现金流</b>	2990	207	56	120
短期借款	(110)	96	(27)	(14)
长期借款	190	0	0	0
其他	2910	112	83	134
<b>现金净增加额</b>	754	5773	7122	7455

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	10915	23125	33670	43771
营业成本	8760	18486	27265	34921
营业税金及附加	29	62	90	117
营业费用	7	153	222	289
管理费用	78	416	539	569
研发费用	387	1041	1380	1663
财务费用	16	44	(46)	(158)
资产减值损失	18	39	56	73
公允价值变动损益	225	113	169	141
投资净收益	46	465	1985	1720
其他经营收益	56	56	56	56
<b>营业利润</b>	1947	3519	6373	8213
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>利润总额</b>	1947	3518	6372	8212
所得税	236	426	772	995
<b>净利润</b>	1711	3092	5601	7218
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1711	3092	5601	7218
EBITDA	2161	3770	6630	8469
EPS (最新摊薄)	4.17	7.53	13.63	17.57

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	262.51%	111.86%	45.60%	30.00%
营业利润	217.78%	80.69%	81.11%	28.87%
归属母公司净利润	222.10%	80.68%	81.11%	28.87%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19.75%	20.06%	19.02%	20.22%
净利率	15.68%	13.37%	16.63%	16.49%
ROE	33.88%	34.11%	41.51%	36.27%
ROIC	21.81%	27.62%	32.95%	29.34%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.65%	64.98%	59.16%	56.96%
净负债比率	4.30%	1.63%	1.31%	1.00%
流动比率	1.27	1.22	1.37	1.46
速动比率	0.91	0.80	0.96	1.05
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.13	1.03	0.96	0.93
应收账款周转率	77.53	10.40	9.47	12.68
应付账款周转率	7.30	4.78	4.27	4.34
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	4.17	7.53	13.63	17.57
每股经营现金	2.23	13.48	17.02	19.28
每股净资产	27.04	26.03	39.66	57.23
<b>估值比率</b>				
P/E	24.53	13.57	7.49	5.82
P/B	3.78	3.93	2.58	1.79
EV/EBITDA	19.64	8.95	3.99	2.21

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>