

上机数控(603185)

公司点评

公司点评——机械装备行业——证券研究

证券研究报告

近期共获 292 亿元硅片大单，迈向光伏 210 大硅片龙头！

——上机数控点评

事件：签订正泰 41 亿重大销售合同公告；近期合计获得订单达 292 亿元

公司公告与正泰签订“单晶硅片”长单销售合同。自 2021-2023 年，正泰将向子公司弘元新材分别采购 2.2 亿片、3.36 亿片、3.36 亿片。按照 PVInfoLink 当前市场均价，预计总销售金额约 40.59 亿元（含税）。之前公司与天合光能、东方日升、阿特斯先后签订 251 亿销售合同。

投资要点

□ 与正泰签 41 亿硅片长单，2021 年合计在手订单约 13GW！公司单晶硅业务将超预期

- 1) 自 2020 年 11 月以来，公司与天合光能、东方日升、阿特斯先后签订 251 亿销售合同，叠加本次与正泰签订的 41 亿长单，公司未来几年在手订单合计金额已达 292 亿元。
- 2) 从采购量级来看，未来 3 年正泰将向公司分别采购 2.2 亿片、3.36 亿片、3.36 亿片单晶硅片，我们预计 2021 年对应硅片约 1-1.5GW 左右，合计三年对应硅片约在 7-7.5GW 左右。
- 3) 结合近期 4 大采购合同金额加总，现有这几个订单对应 2021 年合计采购金额达到 65 亿元（含税）。按 GW 级估算，我们预计对应硅片约 13GW 左右，公司今年出货量有望大幅增长。

□ 预计 210 大尺寸占比逐年提升；公司 210 大硅片未来龙头地位逐步奠定！

- 1) 根据公告测算，对应 2021-2023 年硅片平均价格为 3.56 元/片、4.69 元/片和 5.16 元/片。参照 PVInfoLink 最新报价，判断 210 大尺寸出货占比将逐年提升，三年合计占比达 50% 以上。
- 2) 近年来，部分硅片龙头不断向下游进行一体化布局延伸，与电池片、组件厂存在竞争关系，市场亟需独立第三方供应商。公司作为单晶硅“后浪”，客户关系更为友好，受下游大力支持，覆盖天合光能、东方日升、阿特斯、正泰、通威、爱旭、东磁等主流客户。我们判断公司与客户合作友好、下游接受度高，有望成为 210 大硅片规模最大、最重要的供应商之一，在大尺寸硅片领域“弯道超车”！光伏 210 大硅片龙头地位逐步奠定！
- 3) 10 月以来，硅片价格保持坚挺，我们预计，随着公司产能的提升、规模效益的渐显、工艺的改善，公司四季度业绩、盈利能力有望超市场预期。

□ 盈利预测：考虑公司战略地位和高成长性，上调目标市值至 600 亿元

公司核心竞争力：单晶硅品质一流、盈利能力极强、客户友好——高成长性！公司有望成 210 大硅片未来龙头，全球单晶硅未来有望“三分天下”。考虑大单落地及四季度硅片价格好于预期，考虑近期 30 亿元定增摊薄，我们上调 2020-2022 年公司净利润为 6/20/35 亿元，同比增长 224%/240%/72%，PE 分别为 57/20/11 倍。考虑公司光伏 210 大硅片战略地位和高成长性，给予公司 2021 年 30 倍 PE，上调 6-12 月目标市值至 600 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：疫情对全球光伏需求影响、全行业大幅扩产导致竞争格局恶化。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	806	3687	11570	20846
(+/-)	18%	357%	214%	80%
净利润	185	600	2038	3513
(+/-)	-8%	224%	240%	72%
每股收益(元)	0.8	2.6	7.5	12.9
P/E	184	57	20	11
ROE	11%	29%	43%	39%
PB	15.1	14.4	5.5	3.7

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥145.98

单季度业绩 元/股

3Q/2020	0.83
2Q/2020	0.38
1Q/2020	0.35
4Q/2019	0.19

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

联系人：李思扬

lisiyang@stocke.com.cn



相关报告

- 1 《【上机数控】深度：成长三部曲——高品质、高接受度、高盈利能力-20201009》
- 2 《【上机数控】近 1 个月获 251 亿元大单，独立第三方 210 大硅片龙头受众客户高度认可！-浙商机械军工 202011202》
- 3 《【上机数控】再获东方日升 114 亿元大单！光伏 210 大硅片未来龙头地位逐步奠定！-浙商机械军工 202011129》

- **附录 1：公司与天合光能、东方日升、阿特斯、正泰大单合同统计，2021-2025 年合计订单金额达 292 亿元。我们判断，绝大多比例为 210 大尺寸硅片。**

表 1：公司与天合光能大单合同统计，未执行订单合计金额超 102 亿元

天合光能（日期：2020-01-22）			天合光能（日期：2020-11-03）		
时间	销售数量（亿片）	预计金额（亿元，含税）	时间	销售数量（亿片）	预计金额（亿元，含税）
2020 年	3.67	12.15	2021 年	4	20.48
2021 年	2020 年底重新商议		2022 年	4	20.48
2022 年	2021 年底重新商议		2023 年	4	20.48
			2024 年	4	20.48
			2025 年	4	20.48
			合计	20	102.4

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

表 2：公司与东方日升签订 114 亿单晶硅订单

东方日升（日期：2020-11-29）		
时间	销售数量（亿片）	预计金额（亿元，含税）
2021 年	4.5	20.03
2022 年	8	39.1
2023 年	10	54.5
合计	22.5	113.63

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

表 3：公司与阿特斯、正泰大单合同统计，2021-2023 年订单合计金额达 75 亿元

阿特斯（日期：2020-12-02）			正泰新能源（日期：2021-01-21）		
时间	销售数量（吨）	预计销售金额（亿元，含税）	时间	销售数量（亿片）	预计金额（亿元，含税）
2020 年 12 月	400	0.7	2021 年	2.1	7.48
2021 年	9600	16.76	2022 年	3.36	15.76
2022 年	10000	17.46	2023 年	3.36	17.35
合计	20000	34.92	合计	8.82	40.59

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

- **附录 2:** 公司作为单晶硅行业独立第三方供应商, 客户关系更为友好, 受到下游客户大力支持。

表 4: 公司单晶硅业务: 已经覆盖主流组件和电池片厂商

客户分类	上机数控光伏单晶硅客户	进展
现有客户	阿特斯、通威集团、晶澳科技、保利协鑫等	单晶硅销售情况良好
新客户	天合光能、东方日升、爱旭股份、正泰新能源、山西潞安、东磁新能源等	已通过该等企业的质量检测及认证, 实现批量供货

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

- **附录 3:** 预计上机数控的几家重要客户——2021 年底天合光能、东方日升、阿特斯等几家组件产能合计将超 100GW。我们判断, 其中 210 大尺寸产能有望超 50GW。

表 5：2021 年硅片、电池片、组件三大环节，主流厂商大尺寸投产计划预测

	企业名称	210 产能供应情况预测	210 产能预计 (2021 年底)
硅片	中环	2022 年硅片产能将达到 85GW, 其中 G12 达到 50GW	>80GW
	上机数控	硅片产能预计超 20GW	
	隆基	2021 年尺寸供应视市场需求供应	
	京运通	2021 年尺寸供应视市场需求供应	
	通威&天合	2021 年一期 7.5GW 210 尺寸硅片产能达产	
电池	通威	2021 年底 210 向下兼容产能为 20GW	>90GW
	爱旭	2020 年底兼容 210 以下的电池产能为 24GW	
	天合光能	2021 年电池产能达 26GW, 其中 18-20GW 为 210 电池	
	东方日升	2021 年电池片产能达 20GW, 其中 210 电池达 13GW	
	通威&天合	2021 年 15GW 210 电池片产能达产	
组件	天合光能	2020 年底组件产能达 22GW, 其中 210 产能 12GW, 2021 年底组件产能达 50GW 以上, 210 组件产能为 35GW	>90GW
	东方日升	2021 年组件产能达 30GW, 预计 210 尺寸产能达 16GW	
	阿特斯	2021 年底组件产能达 25.7GW, 预计部分为 210 尺寸	
	环晟光伏	2020 年底 210 组件产能 3GW, 2021 年计划扩至 12-15GW	
	通威&天合	2021 年 15GW 210 组件产能达产	
	亿晶光电	2021 年 210 组件产能预计超 6GW	

资料来源：各公司公告、官网、光伏们，浙商证券研究所整理（2021 年产能投放节奏为我们预测值）

- **附录 4: 国内主要单晶硅厂商扩产计划。**隆基、中环双寡头垄断，市场亟需独立第三方供应商。

表 6: 国内主要单晶硅厂商扩产计划

厂商	2019 年底 产能 (GW)	2020 年底 产能规划 (GW)	2021 年底产 能规划 (GW)	现有产能及 2020 年扩产计划表述
隆基	42.0	80	100	根据公司 2019 年年报，截至 2019 年底，公司单晶硅片产能达到 42GW；2019 年单晶硅片产量为 64.78 亿片，同比增长 78%；扩产目标：截至 2020 年底，单晶硅片年产能达到 75GW 以上；2020 年度单晶硅片出货量目标 58GW（含自用）。
中环	33.0	55	70	根据公司 2019 年年报，截至 2019 年末，公司太阳能级单晶硅材料年产能合计达到 33GW；根据公司 2019 年度业绩网上说明会内容，预计 2020 年末产能达到 55GW，其中 G12 产能 19GW。
晶科	11	18	30	2019 年底，晶科能源硅片产能为 15GW（其中单晶硅产能 11GW）。2019 年 11 月，晶科能源将在四川省乐山市 5GW 单晶硅片产能的基础上再扩建 5GW 单晶硅片产能，预计将在 2020 年第二季度全面达产。
晶澳	11.5	12.8	25	根据公司 2019 年年报：预计到 2020 年底，公司组件产能将超过 16GW，硅片和电池环节产能达到组件产能的 80%左右。
上机	2.0	>5	>20	弘元新材 5GW 项目预计于 2020 年达产。根据公司公告，不断改进的工艺技术推动了生产效率的提升，公司“5GW 单晶硅拉晶生产项目”的实际产能水平超过预期。公司 2020 年 7 月发布 30 亿定增预案，主要用于 8GW 单晶硅项目。
京运通	2.0	5	10	乌海一期单晶硅总产能为 5GW，如果定增项目（拟募资 25 亿元）完成后，公司单晶硅棒总产能预计可达 15GW。
合计	101.5	>175.8	>255	

资料来源：各公司公告、官网、浙商证券研究所整理（2020&2021 年产能规划为我们预测值）

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1607	3070	6762	12993
现金	393	471	600	1472
交易性金融资产	213	71	95	126
应收账款	408	774	2289	5300
其它应收款	2	5	17	34
预付账款	67	300	685	1098
存货	356	1391	2998	4862
其他	169	58	78	101
非流动资产	1156	2942	6077	7015
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	602	2589	5482	6589
无形资产	50	48	45	42
在建工程	258	213	426	216
其他	246	92	124	168
资产总计	2763	6012	12838	20008
流动负债	1037	3640	5627	9281
短期借款	177	1557	617	105
应付款项	786	1800	4283	7842
预收账款	36	184	463	834
其他	38	99	264	500
非流动负债	18	8	10	12
长期借款	0	0	0	0
其他	18	8	10	12
负债合计	1055	3648	5636	9293
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1708	2364	7202	10715
负债和股东权益	2763	6012	12838	20008

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(91)	572	1693	2695
净利润	185	600	2038	3513
折旧摊销	23	104	262	397
财务费用	2	37	47	3
投资损失	(25)	(9)	(11)	(15)
营运资金变动	407	683	893	517
其它	(684)	(844)	(1535)	(1720)
投资活动现金流	(757)	(1893)	(3377)	(1309)
资本支出	(726)	(2045)	(3366)	(1293)
长期投资	0	0	0	0
其他	(31)	152	(11)	(15)
筹资活动现金流	144	1399	1813	(515)
短期借款	177	1380	(940)	(512)
长期借款	0	0	0	0
其他	(33)	19	2753	(3)
现金净增加额	(704)	78	129	872

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	806	3687	11570	20846
营业成本	492	2727	8565	15683
营业税金及附加	7	31	97	175
营业费用	9	37	116	208
管理费用	42	81	171	309
研发费用	41	65	139	250
财务费用	2	37	47	3
资产减值损失	55	37	104	188
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	25	9	11	15
其他经营收益	32	12	16	20
营业利润	215	694	2358	4065
营业外收支	-0	-0	-0	-0
利润总额	214	694	2358	4065
所得税	29	94	320	551
净利润	185	600	2038	3513
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	185	600	2038	3513
EBITDA	241	835	2666	4465
EPS (最新摊薄)	0.8	2.6	7.5	12.9

主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	18%	357%	214%	80%
营业利润	-8%	224%	240%	72%
归属母公司净利润	-8%	224%	240%	72%
获利能力				
毛利率	39%	26%	26%	25%
净利率	23%	16%	18%	17%
ROE	11%	29%	43%	39%
ROIC	10%	16%	27%	32%
偿债能力				
资产负债率	38%	61%	44%	46%
净负债比率	17%	43%	11%	1%
流动比率	1.5	0.8	1.2	1.4
速动比率	1.2	0.5	0.7	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.8	1.2	1.3
应收帐款周转率	2.3	8.7	12.6	9.2
应付帐款周转率	3.0	4.3	5.3	5.0
每股指标(元)				
每股收益	0.8	2.6	7.5	12.9
每股经营现金	-0.4	2.5	6.2	9.9
每股净资产	9.7	10.1	26.4	39.3
估值比率				
P/E	184	57	20	11
P/B	15.1	14.4	5.5	3.7
EV/EBITDA	17	42	15	9

资料来源: Wind、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“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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>