

上机数控(603185)

报告日期: 2021 年 1 月 28 日

再获通威大单! 近期 305 亿元光伏硅片订单保障高成长! ——上机数控点评

投资要点

□ 与通威签硅片订单, 近期合计获订单达 305 亿元; 2021 年在手订单超 15GW!

- 1) 公司公告与通威签订“单晶硅片”销售合同。在 2021 年 1 月至 12 月, 通威将向子公司弘元新材采购 2.72 亿片。按照 PVInfoLink 当前市场均价, 预计总销售金额约 13.06 亿元 (含税)。
- 2) 从采购量级来看, 2021 年通威将向公司采购 2.72 亿片, 对应均价约 4.8 元/片。我们预计对应硅片约 2-2.5GW 左右, 其中绝大部分判断为 210 大尺寸硅片。
- 3) 自 2020 年 11 月以来, 公司与天合光能、东方日升、阿特斯、正泰先后签订 292 亿销售合同, 叠加本次与通威签订的 13 亿长单, 公司未来几年在手订单合计金额已达 305 亿元。
- 4) 结合近期 5 大采购合同金额加总, 现有几个订单对应 2021 年合计采购金额达到 78 亿元 (含税)。我们测算对应硅片约 15GW 左右, 公司 2021 年出货量有望较 2020 年大幅增长。

□ 2020 年业绩同比增长 186-213%, 低于我们之前预期; 预计 2021 年业绩有望高增长

- 1) 公司公布 2020 年业绩预告: 受益于公司单晶硅业务的快速增长, 预计 2020 年实现归母净利润 5.3 亿元-5.8 亿元, 同比增长 47%-64%。业绩增速低于我们预期。我们预计公司股权激励、可转债、定向增发费用等影响业绩。我们判断公司单晶硅片盈利能力已接近行业龙头。
- 2) 1 月 25 日, 隆基官网显示 2 月硅片报价与上月不变, 硅片价格继续坚挺, 表明硅片供应仍然紧张, 好于市场预期。我们判断, 随着公司产能的提升、规模效益的渐显、工艺的改善、大尺寸产品的出货, 公司 2021 年业绩、盈利能力有望超市场预期。

□ 市场担心硅片产能过剩、价格战、硅料保障问题, 我们认为公司有望保持较高盈利能力

- 1) “产能过剩”? 一预计未来 2 年小尺寸硅片结构性过剩, 但 210 大硅片预计供不应求, 公司产品以 210 大尺寸为主, 生产效率更高, 成本低于 166/182 硅片; 且较小尺寸硅片具有溢价。
- 2) “价格战”? 一降价为大趋势, 公司已经历压力测试, 均价下降 20%, 净利率仍处较高水平。考虑规模效应、成本降低、210 出货比例提升、盈利能力提升, 预计公司仍可保持较高净利率。
- 3) “拥硅为王”? 一公司与大全、协鑫、通威、新特、天合等合作良好, 未来硅料有保障。

□ 投资建议: 考虑战略地位和高成长性、对光伏行业的战略性贡献, 目标市值 600 亿元

订单保障业绩高增长, 我们维持公司 2021-2022 年盈利预测不变, 预计 2020-2022 年净利润 5.6/20/35 亿元, 增长 203%/260%/73%; 考虑近期 30 亿元增发摊薄, 对应 PE 为 72/24/14 倍。公司迈向 210 大硅片龙头, 全球单晶硅未来有望“三分天下”; 预计公司将对光伏行业作战略性贡献。考虑高成长性, 给予 2021 年 30 倍 PE, 6-12 月目标市值 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	3435	11481	20793
(+/-)	18%	326%	234%	81%
净利润	185	562	2022	3503
(+/-)	-8%	203%	260%	73%
每股收益 (元)	0.8	2.4	7.4	12.8
P/E	219	72	24	14
ROE	11%	28%	43%	39%
PB	18.0	17.4	6.6	4.5

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 174.05

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: 崛起! 光伏 210 大硅片龙头! 全球单晶硅有望“三分天下” -20210121》
- 2 《【上机数控】深度: 成长三部曲——高品质、高接受度、高盈利能力 -20201009》
- 3 《【上机数控】近期共获 292 亿元硅片大单, 迈向 210 大硅片龙头! -浙商机械国防 20210120》

- **附录 1：公司与天合光能、东方日升、阿特斯、正泰、通威大单合同统计，2021-2025 年合计订单金额达 305 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、阿特斯签订 149 亿单晶硅订单

东方日升（日期：2020-11-29）			阿特斯（日期：2020-12-02）		
时间	销售数量（亿片）	预计金额（亿元，含税）	时间	销售数量（吨）	预计销售金额（亿元，含税）
2021 年	4.5	20.03	2020 年 12 月	400	0.7
2022 年	8	39.10	2021 年	9600	16.76
2023 年	10	54.5	2022 年	10000	17.46
合计	22.5	113.63	合计	20000	34.92

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

表 3：公司与正泰、通威签订 54 亿单晶硅订单

正泰新能源（日期：2021-01-21）			通威（日期：2021-01-28）		
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）
2021 年	2.1	7.48	2021 年	2.72	13.06
2022 年	3.36	15.76			
2023 年	3.36	17.35			
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

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1607	2898	6718	12906	营业收入	806	3435	11481	20793
现金	393	471	600	1411	营业成本	492	2535	8499	15643
交易性金融资产	213	71	95	126	营业税金及附加	7	29	96	174
应收账款	408	721	2273	5289	营业费用	9	34	115	208
其它应收款	2	5	17	34	管理费用	42	76	170	308
预付账款	67	279	680	1095	研发费用	41	60	138	250
存货	356	1293	2975	4849	财务费用	2	37	48	5
其他	169	58	78	101	资产减值损失	55	34	103	187
非流动资产	1156	2942	6077	7015	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	25	9	11	15
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	32	12	16	20
固定资产	602	2589	5482	6589	营业利润	215	650	2339	4053
无形资产	50	48	45	42	营业外收支	-0	-0	-0	-0
在建工程	258	213	426	216	利润总额	214	650	2339	4053
其他	246	92	124	168	所得税	29	88	317	550
资产总计	2763	5840	12795	19921	净利润	185	562	2022	3503
流动负债	1037	3506	5637	9257	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	177	1567	666	105	归属母公司净利润	185	562	2022	3503
应付款项	786	1673	4250	7822	EBITDA	241	792	2649	4455
预收账款	36	172	459	832	EPS (最新摊薄)	0.8	2.4	7.4	12.8
其他	38	94	262	499	主要财务比率				
非流动负债	18	8	10	12		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	18	8	10	12	营业收入	18%	326%	234%	81%
负债合计	1055	3514	5647	9269	营业利润	-8%	203%	260%	73%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-8%	203%	260%	73%
归属母公司股东权益	1708	2326	7148	10651	获利能力				
负债和股东权益	2763	5840	12795	19921	毛利率	39%	26%	26%	25%
现金流量表					净利率	23%	16%	18%	17%
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	ROE	11%	28%	43%	39%
经营活动现金流	(91)	563	1656	2684	ROIC	10%	15%	26%	33%
净利润	185	562	2022	3503	偿债能力				
折旧摊销	23	104	262	397	资产负债率	38%	60%	44%	47%
财务费用	2	37	48	5	净负债比率	17%	45%	12%	1%
投资损失	(25)	(9)	(11)	(15)	流动比率	1.5	0.8	1.2	1.4
营运资金变动	407	616	946	525	速动比率	1.2	0.5	0.7	0.9
其它	(684)	(748)	(1611)	(1731)	营运能力				
投资活动现金流	(757)	(1893)	(3377)	(1309)	总资产周转率	0.4	0.8	1.2	1.3
资本支出	(726)	(2045)	(3366)	(1293)	应收帐款周转率	2.3	8.4	12.8	9.2
长期投资	0	0	0	0	应付帐款周转率	3.0	4.3	5.4	5.0
其他	(31)	152	(11)	(15)	每股指标(元)				
筹资活动现金流	144	1409	1851	(565)	每股收益	0.8	2.4	7.4	12.8
短期借款	177	1390	(901)	(561)	每股经营现金	-0.4	2.4	6.1	9.8
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.7	10.0	26.2	39.0
其他	(33)	19	2752	(5)	估值比率				
现金净增加额	(704)	78	129	810	P/E	219	72	24	14
					P/B	18.0	17.4	6.6	4.5
					EV/EBITDA	17	53	18	10

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“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 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>