

硅片涨价大超预期! 210大硅片龙头盈利能力有保障

——上机数控点评

投资要点

□ 中环宣布上调 158/166/210 尺寸硅片报价 2-3%; 利好具有核心竞争力的硅片龙头!

1) 据盖锡咨询报道, 2月4日, 中环宣布上调 158/166/210 尺寸硅片报价。

210 硅片: 5.6 元/片, 上涨 0.12 元/片, 涨价幅度 2.2%;

166 硅片: 3.35 元/片, 上涨 0.1 元/片, 涨价幅度 3.1%;

158 硅片: 3.25 元/片, 上涨 0.1 元/片, 涨价幅度 3.2%。

1月25日隆基宣布2月硅片价格保持不变。之前市场预期硅片降价概率大, 对于硅片涨价市场基本没有预期。我们认为硅片厂可转移部分硅料上涨压力, 利好具核心竞争力的硅片龙头。

3) 据 Trendforce 统计, 2021 年硅料产能将达到 57.5 万吨/年, 对应支撑约 180-190GW 的硅片产量。我们认为全年硅片的供需情况较为平衡, 前三季度价格情况有望超市场预期。

□ 上机数控: 光伏单晶硅“后浪”崛起! 210大硅片龙头! 全球单晶硅将“三分天下”

单晶硅为目前光伏产业链中壁垒高、竞争格局好、利润丰厚的环节, 之前隆基、中环两家占据全球市场 70% 以上份额。上机数控作为专业化的独立第三方供应商, 抓住单晶硅向“210/182 大尺寸”升级的机遇“弯道超车”, 在 210 大硅片领域迅速形成核心竞争力, 成功崛起。近期公司获得 305 亿硅片大单, 其中大部分为 210 订单。我们预计全球单晶硅市场将“三分天下”。

□ 有别于市场的认知: 市场担心产能过剩、价格战、硅料保障; 公司将保持较高盈利能力

1) “产能过剩”? — 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”? — 降价为大趋势, 公司已经历压力测试, 均价下降 10-20%, 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”? — 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: 高成长、低估值、大潜力! 考虑战略地位及高成长性, 目标市值 800 亿元

预计 2020-2022 年净利润 5.6/20/35 亿元, 同比增长 203%/260%/73%; 考虑 30 亿元增发摊薄, 对应 PE 为 73/24/14 倍。在可比对象中, 公司 2021-2022 年 PE 估值最低, 未来潜力大: 2021-2022 年隆基股份、中环股份等光伏单晶硅企业平均 PE 为 40 倍、32 倍; 晶盛机电、迈为股份、捷佳伟创等光伏设备企业平均 PE 为 50 倍、36 倍; 而上机数控为 24 倍、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”。我们预计公司将对光伏行业作战略性贡献。考虑公司高成长性, 给予 2021 年 40 倍 PE, 6-12 月目标市值 800 亿元。

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	223	73	24	14
ROE	11%	28%	43%	39%
PB	18.3	17.7	6.8	4.5

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥176.98

单季度业绩 元/股

3Q/2020 0.83

2Q/2020 0.38

1Q/2020 0.35

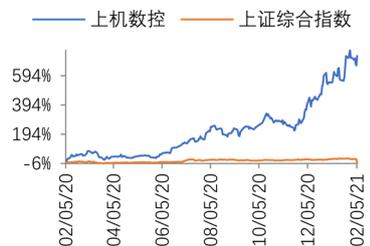
4Q/2019 0.19

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: 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】高成长、低估值、大潜力: 光伏 210 大硅片龙头逐步崛起! -浙商机械国防 20210201》

- **附录 1：可比公司估值表：**在光伏单晶硅/光伏设备可比对象中，公司 2021/2022 年 PE 估值最低，未来潜力大。
- 光伏单晶硅：隆基股份、中环股份：2021-2022 年 PE 平均估值为 40 倍、32 倍；上机数控为 24 倍、14 倍。
- 光伏设备：晶盛机电、迈为股份、捷佳伟创：2021-2022 年 PE 平均估值为 50 倍、36 倍；上机数控为 24 倍、14 倍。

表 1：上机数控：与单晶硅主要上市公司估值比较：公司估值被低估

公司	代码	2021/2/5		EPS/元				PE				PB	ROE
		股价/元	总市值/亿元	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E		
上机数控	603185	177.0	447	0.8	2.4	7.4	12.8	223	73	24	14	2.7	11.4
隆基股份	601012	114.6	4323	1.2	2.2	2.9	3.6	99	51	39	32	3.6	23.9
中环股份	002129	26.7	809	0.3	0.5	0.7	0.9	82	59	40	31	2.5	6.6
行业平均值								91	55	40	32	3.1	15.3

资料来源：公司公告，浙商证券研究所（除上机数控外估值均为 wind 一致性预期；行业平均估值不包含上机数控）

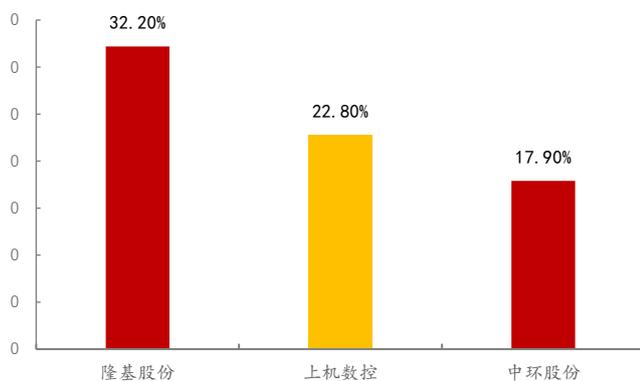
表 2：上机数控：与光伏设备主要上市公司估值比较：公司估值被低估

公司	代码	2021/2/5		EPS/元				PE				PB	ROE
		股价/元	总市值/亿元	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E		
上机数控	603185	177.0	447	0.8	2.4	7.4	12.8	223	73	24	14	2.7	11.4
晶盛机电	300316	40.3	518	0.5	0.7	1.1	1.4	81	59	38	29	4.6	15.0
捷佳伟创	300724	118.7	381	1.2	1.9	2.6	3.3	99	62	46	36	4.8	16.0
迈为股份	300751	477.1	273	4.8	7.3	7.3	11.1	100	65	65	43	5.7	20.0
行业平均值								94	62	50	36	5	17

资料来源：公司公告，浙商证券研究所（行业平均估值不包含上机数控）

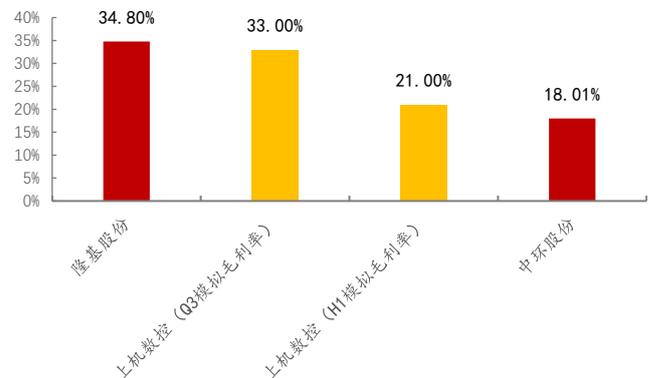
附录 2：上机数控单晶硅毛利率有望逐步向行业龙头隆基股份靠拢。

图 1：2019 年上机数控单晶硅毛利率介于隆基、中环之间



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所整理

图 2：2020 年 Q3 上机单晶硅预测毛利率已接近隆基 H1 数据



资料来源：各公司公告（注：除上机数控外，其余为 2020 上半年数据），浙商证券研究所整理

■ 附录 3: 公司与天合光能、东方日升、阿特斯、正泰、通威大单合同统计, 2020 年 12 月-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 3: 公司与天合光能、东方日升、阿特斯、正泰、通威大单合同统计, 合计金额超 305 亿元

公告日期	公司	项目	时间						
			2020 年 12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	合计
2020/11/3	天合光能	时间	2020 年 12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	合计
		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				
时间			2020 年 12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	合计
合计金额 (亿元)			0.7	77.81	92.8	92.33	20.48	20.48	305

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				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1607	2898	6718	12906
现金	393	471	600	1411
交易性金融资产	213	71	95	126
应收账款	408	721	2273	5289
其它应收款	2	5	17	34
预付账款	67	279	680	1095
存货	356	1293	2975	4849
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	5840	12795	19921
流动负债	1037	3506	5637	9257
短期借款	177	1567	666	105
应付款项	786	1673	4250	7822
预收账款	36	172	459	832
其他	38	94	262	499
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	3514	5647	9269
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1708	2326	7148	10651
负债和股东权益	2763	5840	12795	19921

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(91)	563	1656	2684
净利润	185	562	2022	3503
折旧摊销	23	104	262	397
财务费用	2	37	48	5
投资损失	(25)	(9)	(11)	(15)
营运资金变动	407	616	946	525
其它	(684)	(748)	(1611)	(1731)
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	1409	1851	(565)
短期借款	177	1390	(901)	(561)
长期借款	0	0	0	0
其他	(33)	19	2752	(5)
现金净增加额	(704)	78	129	810

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	806	3435	11481	20793
营业成本	492	2535	8499	15643
营业税金及附加	7	29	96	174
营业费用	9	34	115	208
管理费用	42	76	170	308
研发费用	41	60	138	250
财务费用	2	37	48	5
资产减值损失	55	34	103	187
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	650	2339	4053
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	214	650	2339	4053
所得税	29	88	317	550
净利润	185	562	2022	3503
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	185	562	2022	3503
EBITDA	241	792	2649	4455
EPS (最新摊薄)	0.8	2.4	7.4	12.8

主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	18%	326%	234%	81%
营业利润	-8%	203%	260%	73%
归属母公司净利润	-8%	203%	260%	73%
获利能力				
毛利率	39%	26%	26%	25%
净利率	23%	16%	18%	17%
ROE	11%	28%	43%	39%
ROIC	10%	15%	26%	33%
偿债能力				
资产负债率	38%	60%	44%	47%
净负债比率	17%	45%	12%	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	8.4	12.8	9.2
应付帐款周转率	3.0	4.3	5.4	5.0
每股指标(元)				
每股收益	0.8	2.4	7.4	12.8
每股经营现金	-0.4	2.4	6.1	9.8
每股净资产	9.7	10.0	26.2	39.0
估值比率				
P/E	223	73	24	14
P/B	18.3	17.7	6.8	4.5
EV/EBITDA	17	53	18	11

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>