

上机数控(603185)

报告日期: 2021年2月8日

复盘与展望: 上涨三部曲——做出产品、做好产品、做好业绩! ——上机数控点评

投资要点

□ 复盘过去: 上机数控上涨三部曲——做出产品、做好产品、做好业绩

公司过去 14 个月从底部上涨 10 倍。截至 2021 年 2 月 8 日, 公司股价从 2019 年 11 月的 17 元, 最高上涨到 190 元, 过去 14 个月实现 10 倍以上的涨幅, 中间仅出现一次跌幅超过 1% 的月度回撤 (2020 年 3 月: -12%, 疫情对光伏行业影响)。复盘公司上涨的三部曲, 核心解决了市场三个关切的问题:

1、能否做出产品? (2019 年 Q4 基本验证, 2020 年 1-3 月第一轮大涨)——2019 年 5 月公司公告进入单晶硅领域, 执行力极强, 建设进度创业内纪录。2019 年建成产能超 2GW, 实现收入 2.5 亿元 (主要在第四季度实现, 2019 年报中体现)。2020 年 1-3 月, 公司股价迎来第一轮大幅度上涨。

2、能否做好产品? 获得客户认可? (2020 年 6-10 月第二轮大涨)——从下游客户采购及反馈证实, 公司产品质量和行业龙头无本质差别, 得到客户高度认可, 2019 年年报披露获得通威、爱旭、阿特斯认可。2020 上半年, 光伏单晶硅已成为公司第一大收入和利润贡献来源, 收入占比约 85% (9.2 亿元), 净利润占比约 80%。公司股价迎来第二轮大幅度上涨。

3、能否做好业绩? 是否有订单保障? 盈利能力能否位居前列? (2020 年 11 月-2021 年 1 月第三轮大涨)——2020Q3 公司 (单晶硅占比近 90%) 毛利率、净利率大幅攀升, 从 2020Q1-Q2 销售净利率 14%, 跃升到 2020Q3 的 22%。隆基股份 (包含单晶硅+组件) 2020Q1-Q3 的销售净利率分别为 23%、20%、17%。而中环股份 (主要是单晶硅) 2020Q1-Q3 销售净利率位于 8.2%-8.6% 之间。2020Q3 公司成为了光伏产业链盈利最好的公司之一。我们测算公司单晶硅业务 2020 年 Q3、Q4 毛利率、净利率已经接近行业龙头隆基股份。2020 年 11 月以来, 公司与天合光能、东方日升、阿特斯、正泰、通威签订订单合计 305 亿元。公司股价迎第三轮大幅度上涨。

□ 展望未来: 新一轮上涨核心驱动——市占率提升、地位提升、盈利领先、业绩超预期释放

核心驱动因素: (1) 在行业上行周期中能否进一步提升市占率。(2) 在技术迭代、硅片向 210 大尺寸升级过程中, 盈利能力能否引领行业、能否保持和提高自己的行业地位。(3) 业绩能否有超市预期的释放。(4) 在行业下行中, 能否管控好风险, 经受光伏价格波动周期的考验。

□ 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 72/23/13 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 39 倍、31 倍; 晶盛机电、迈为股份、捷佳伟创等光伏设备企业平均 PE 为 49 倍、35 倍; 而上机数控为 23 倍、13 倍。公司迈向 210 大硅片龙头, 全球单晶硅有望“三分天下”。给予 2021 年 40 倍 PE, 6-12 月目标市值 800 亿元。

风险提示: 全行业大幅扩产导致竞争格局恶化、疫情对全球光伏需求影响。

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	217	72	23	13
ROE (平均)	11%	28%	43%	39%
PB	17.8	17.3	6.6	4.4

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥172.65

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】硅片涨价大超预期! 210 大硅片龙头盈利能力有保障 -浙商机械国防 20210205

■ **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。

- 1) 光伏单晶硅：隆基股份、中环股份：2021-2022 年 PE 平均估值为 39 倍、31 倍；上机数控为 23 倍、13 倍。
- 2) 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 49 倍、35 倍；上机数控为 23 倍、13 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	2021/2/8		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	172.7	436	0.8	2.4	7.4	12.8	217	72	23	13	2.7	11.4
隆基股份	601012	112.2	4232	1.2	2.2	2.9	3.6	97	50	38	31	3.6	23.9
中环股份	002129	26.3	798	0.3	0.5	0.7	0.9	81	58	40	31	2.5	6.6
行业平均值								89	54	39	31	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）

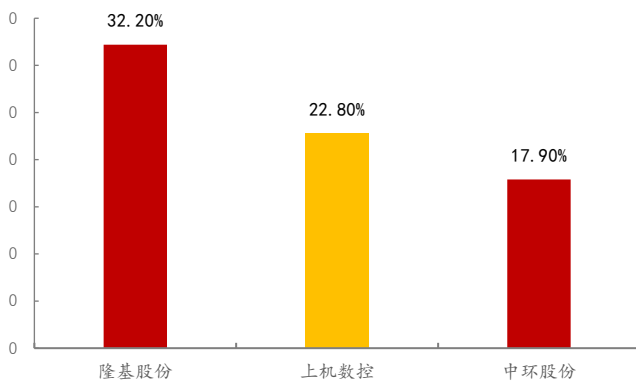
表 2：上机数控：与光伏设备主要上市公司估值比较：公司估值被低估

公司	代码	2021/2/8		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	172.7	436	0.8	2.4	7.4	12.8	217	72	23	13	2.7	11.4
晶盛机电	300316	40.5	521	0.5	0.7	1.1	1.4	82	59	38	29	4.6	15.0
捷佳伟创	300724	112.2	360	1.2	1.9	2.6	3.3	94	59	43	34	4.8	16.0
迈为股份	300751	474.8	272	4.8	7.3	7.3	11.1	100	65	65	43	5.7	20.0
行业平均值								92	61	49	35	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）

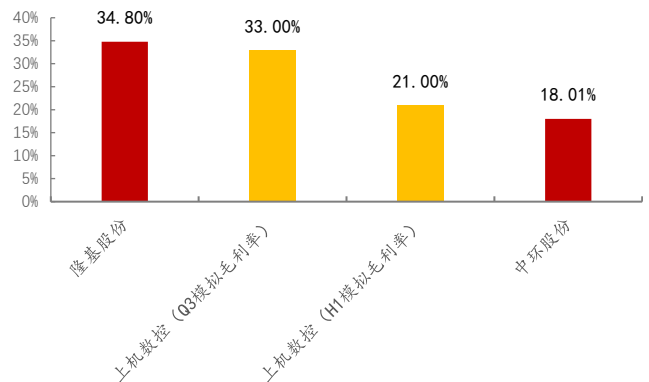
■ **附录 2：上机数控单晶硅毛利率有望逐步向行业龙头隆基股份靠拢。**

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

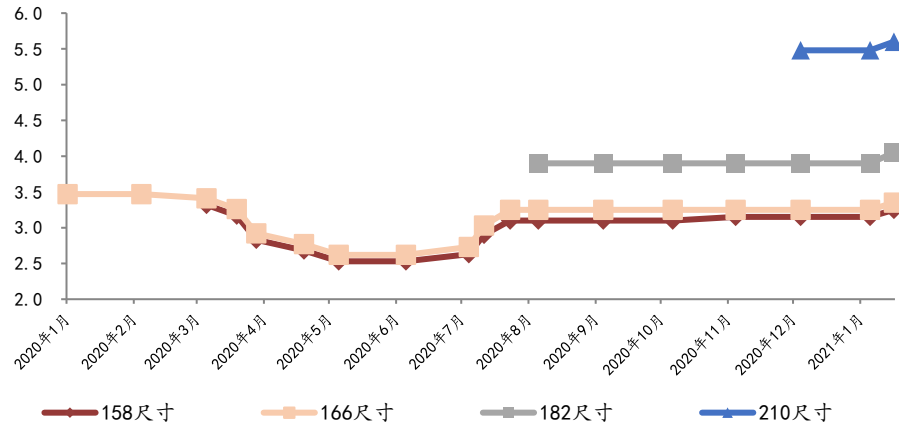
图 2：2020 年 Q3 上机单晶硅预测毛利率已接近隆基 H1 数据



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 3：2020 年 1 月至今硅片价格走势。近期隆基、中环硅片涨价大超预期。

图 3：2020 年 1 月至今 158/166/182/210 尺寸硅片价格走势



资料来源：隆基官网、PVInfolink（158/166/182 尺寸硅片价格来自隆基官网，210 尺寸硅片价格来自 PVInfolink），浙商证券研究所整理

- **附录 4:** 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			
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	217	72	23	13
P/B	17.8	17.3	6.6	4.4
EV/EBITDA	17	52	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>