

上机数控(603185)

报告日期: 2021年4月26日

业绩超预期! 一季报同比增长 402%; 光伏硅片有望“三分天下”

——上机数控点评

投资要点

□ 2021年Q1: 业绩同比增长 402%; 单晶硅模拟毛利率约 28%、净利率约 20%

1) 一季报业绩: 实现营收 16 亿, 同比增长 269%, 归母净利润 3.15 亿, 同比增长 402%。

2) 盈利能力: 综合毛利率 26.5%, 环比 4 季度降低 1.5pct, 判断主要因成本端硅料价格上涨所致; 净利率 19.6%, 环比增长 1.8pct, 主要因三项费用率进一步优化、环比 Q4 下降 2.5pct。

3) 单晶硅业务(模拟值): 实现收入 14.5 亿元, 占总营收 90%; 净利润 2.9 亿元, 占总利润 93%。毛利率 28%, 环比降低 2.7pct; 净利率 20%, 环比减低 2.2pct, 在一季度硅料价格大幅增长 20%-30% 的背景下, 公司单晶硅盈利能力仍保持较高水平。

(注: 单晶硅业务模拟值为: 合并报表(老业务+新业务)与母公司报表(老业务)相减)

4) 单晶硅产能: 迈向 30GW, 有望进一步扩产。目前产能约 20GW, 待新增 10GW 建成后, 总产能将达 30GW。假设 30GW 全部达产, 按当前价格和利润水平, 测算年化净利润有望接近 30 亿元。

5) 订单保障: 公司已合计签硅片订单 305 亿元, 主要为 210 尺寸, 保障未来业绩增长。我们预计, 公司 2021 年单晶硅出货量有望同比增长 3 倍以上, 2022 年出货量将持续大幅增长。

6) 硅料保障: 公司已合计签硅料采购合同超 210 亿元, 2021-2025 年与新特、大全、保利协鑫、聚光硅业签订硅料采购单合计超 21 万吨(对应可供约 70GW)。同时, 公司与通威、天合合作紧密, 硅料有望进一步保障。我们测算公司 2021 年所需硅料大部分已长单保障。

7) 颗粒硅: 2 月 28 日, 公司公告与协鑫合建 30 万吨颗粒硅项目, 总投资 180 亿元。其中一期产能 6 万吨, 总投资 36 亿元, 上机在合资公司持股 35%。未来硅料保障能力将进一步加强。

□ 硅片行业: 上机数控成长性好、估值低、弹性大

上机数控是行业中硅片利润占比高、成长性好、估值低、弹性大的公司!

硅片利润占比高: 在硅片可比公司中, 预计 2021 年上机硅片净利润占比高, 超过 90%。

成长性好: 预计 2021 年上机业绩增速达 200%-300%, 在可比公司中, 公司利润增速很高。

PE 估值低: 预计上机 2021 年 PE 18 倍, 在可比公司中, 公司 PE 估值较低。

□ 投资建议: 高成长、低估值、大潜力。未来在 210 大硅片、颗粒硅行业战略地位重要

预计 2021-2023 年净利润 20/35/50 亿元, 同比增长 278%/75%/42%, PE 为 18/10/7 倍。2021-2022 年隆基股份、中环股份光伏单晶硅企业平均 PE 为 34 倍、26 倍; 晶盛机电、迈为股份、捷佳伟创光伏设备企业平均 PE 为 42 倍、31 倍; 而公司 PE 为 18 倍、10 倍。公司迈向 210 大硅片龙头, 全球单晶硅有望“三分天下”; 公司颗粒硅项目战略意义重大。维持“买入”评级。

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)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3011	11721	20999	30561
(+/-)	273%	289%	79%	46%
净利润	531	2009	3516	5008
(+/-)	187%	278%	75%	42%
EPS	1.9	7.3	12.7	18.2
P/E	68	18	10	7
ROE(平均)	24%	39%	37%	36%
PB	12.0	4.7	3.2	2.2

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 131.28

单季度业绩

元/股

4Q/2020

0.77

3Q/2020

0.83

2Q/2020

0.38

1Q/2020

0.35

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】业绩增长 187%; 单晶硅产能迈向 30GW、盈利能力向龙头看齐-浙商机械 20210422

4【上机数控】再签 64 亿硅料; 超 210 亿元硅料协议及颗粒硅保障供应-浙商机械 20210412

■ 附录 1：可比公司估值比较：公司 PE 估值低，未来潜力大

在光伏单晶硅/光伏设备可比对象中，公司 PE 估值低，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 34 倍、26 倍；上机数控为 18 倍、10 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 42 倍、31 倍；上机数控为 18 倍、10 倍。

表 1：上机数控：与单晶硅主要上市公司估值比较，估值被低估

公司	代码	2021/4/26		EPS/元				PE				PB	ROE
		股价/元	总市值/亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E		
上机数控	603185	131.3	361	1.1	1.9	7.3	12.7	125	68	18	10	2.7	11.4
隆基股份	601012	91.5	3537	1.2	2.3	3.0	3.7	79	40	31	25	3.6	23.9
中环股份	002129	27.5	833	0.3	0.4	0.7	1.0	84	76	37	27	2.5	6.6
行业平均值（不包括上机数控）								82	58	34	26	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，估值被低估

公司	代码	2021/4/26		EPS/元				PE				PB	ROE
		股价/元	总市值/亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E		
上机数控	603185	131.3	361	1.1	1.9	7.3	12.7	125	68	18	10	2.7	11.4
晶盛机电	300316	36.4	468	0.5	0.7	1.0	1.4	73	55	35	26	4.6	15.0
迈为股份	300751	605.0	347	4.8	6.9	11.7	15.5	127	88	52	39	5.7	20.0
捷佳伟创	300724	113.8	396	1.2	1.7	2.9	4.1	95	65	40	27	4.8	16.0
行业平均值（不包括上机数控）								99	69	42	31	5	17

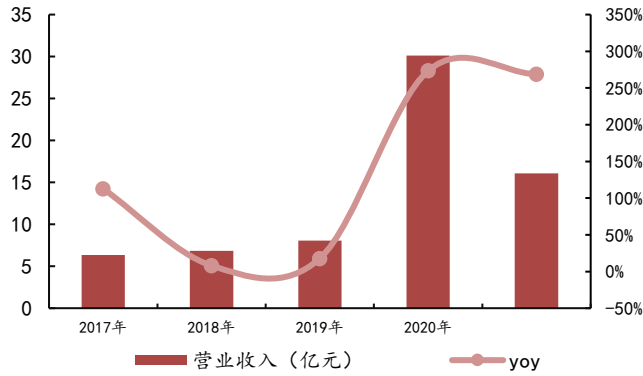
资料来源：公司公告，浙商证券研究所（行业平均估值不包含上机数控；捷佳伟创 2020 年 EPS 为预测值）

■ 附录 2：业绩表现

2020 年业绩：公司营收 30 亿，同比+273%，归母净利润 5.3 亿，同比+187%。

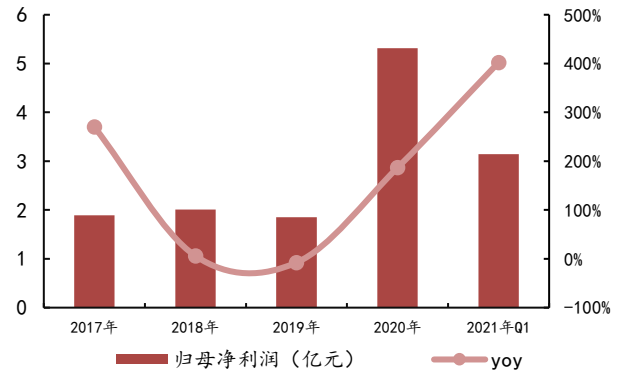
2021 年 Q1 业绩：实现营收 16 亿，同比增长 269%，归母净利润 3.15 亿，同比增长 402%。

图 1：2021 年 Q1，公司营收 16 亿，同比增长 269%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

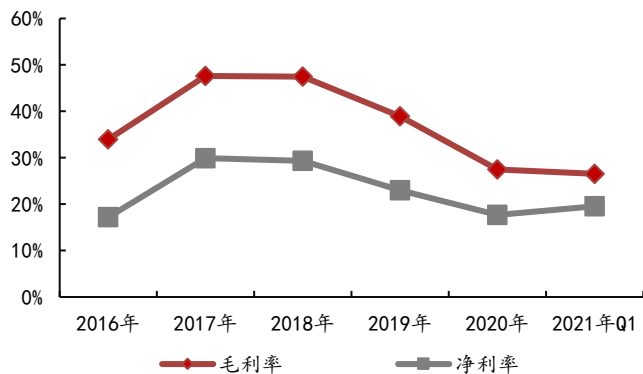
图 2：2021 年 Q1，归母净利润 3.15 亿，同比增长 402%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

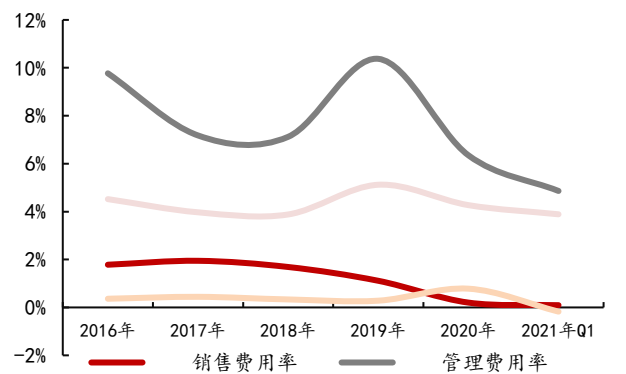
■ 附录 3：盈利能力：2021 年 Q1，公司综合毛利率 26.5%、净利率 19.6%。三项费用率为 4.8%，环比 Q4 降低 2.5pct。

图 3：2021 年 Q1，公司毛利率 26.5%、净利率 19.6%



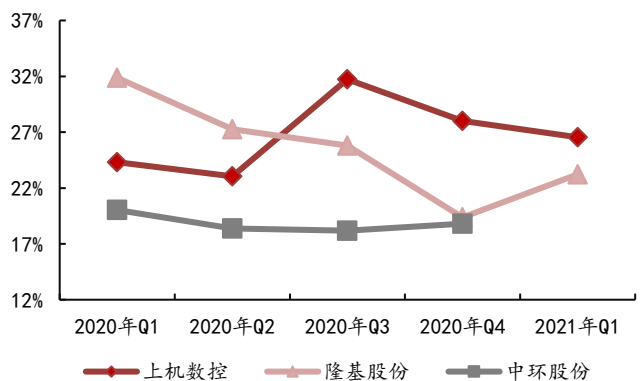
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：Q1 三项费用率大幅优化，降低至 4.8%



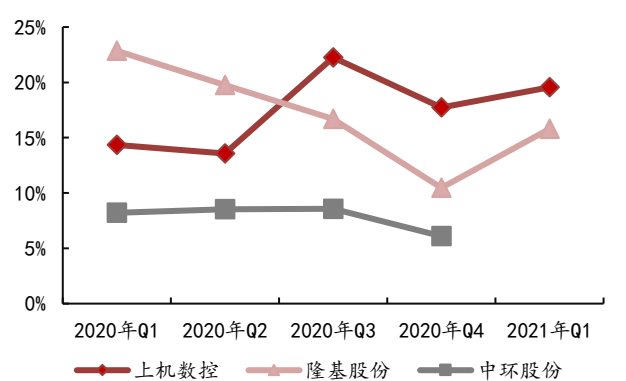
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5 上机、隆基、中环综合毛利率对比（单季数据）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：上机、隆基、中环综合净利率对比（单季数据）

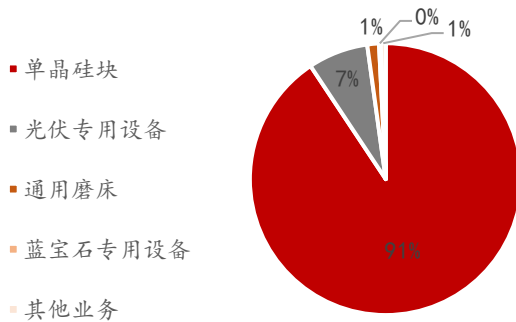


资料来源：Wind，浙商证券研究所

- **附录4：单晶硅收入（模拟值）：**2021年Q1，实现营收14.5亿元，占总营收的90%；净利润2.9亿元，占总利润的93%。

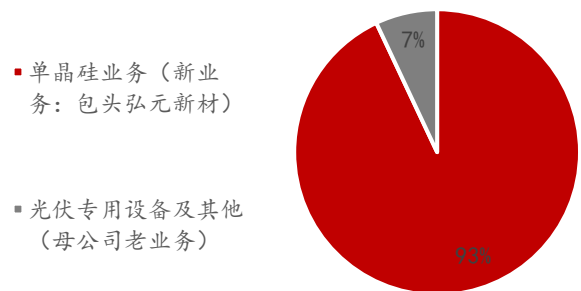
（注：单晶硅业务模拟值为：合并报表（老业务+新业务）与母公司报表（老业务）相减）

图 7：2020 年，单晶硅收入占比 91%，为公司核心收入来源



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：2021 年 Q1，公司单晶硅利润占比 93%（模拟值）

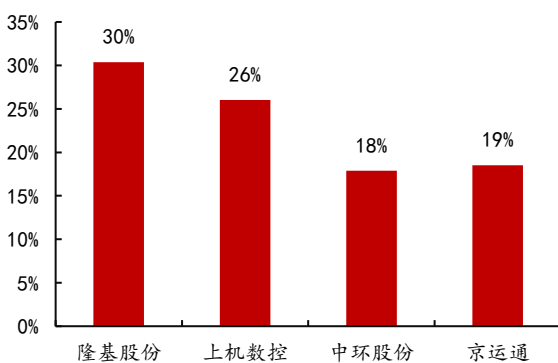


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- **附录5：单晶硅盈利能力（模拟值）：**2021年Q1，单晶硅毛利率27.6%，环比降低2.7pct；净利率20%，环比减低2.2pct。在一季度硅料价格大幅增长20%-30%的背景下，公司单晶硅盈利能力仍保持较高水平。

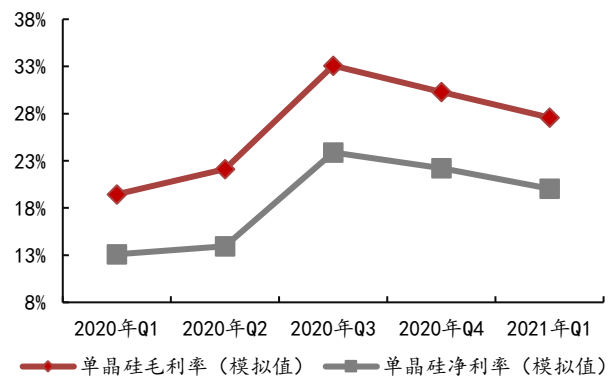
（注：单晶硅业务模拟值为：合并报表（老业务+新业务）与母公司报表（老业务）相减）

图 9：2020 年，行业各公司单晶硅业务毛利率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：2020 年至今，公司单晶硅盈利能力情况（单季模拟值）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- **附:6: 硅料保障: 硅料采购合同超 210 亿元, 2021 年硅料已大部分得到保障。**

上机数控硅料采购合同超 210 亿元; 颗粒硅项目有望进一步保障硅料供应。

表 3: 上机数控硅料采购合同超 210 亿元

上机数控硅料长单统计: 采购合同超 210 亿元				
公告时间	采购对象	合同签订年限	合计采购吨数 (万吨)	预计采购金额 (亿元, 注: 金额基于各公告当日价格计算)
2021/4/12	聚光硅业	2021 年 4 月至 2024 年 12 月	5	64
2021/3/5	大全新能源	2021 年 7 月 2024 年 6 月	5.27	55.34
2021/1/22	新特能源	2021 年-2025 年	7.035	60.501
2020/9/1	保利协鑫	2020 年 9 月-2021 年	1.67	15.7
2020/8/25	大全新能源	2020 年 9 月-2022 年	2.16-3.2	19.44-28.8
合计			21.14-22.18	214.98-224.34

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

表 4: 上机数控和保利协鑫的 30 万吨颗粒硅项目 (总投资 180 亿元) 有望进一步保障公司硅料供应

颗粒硅项目: 与保利协鑫能源合资建设 30 万吨颗粒硅项目, 总投资 180 亿元, 上机参股 35%				
公告时间	颗粒硅项目	产能规划 (万吨)	拟投资金额 (亿元)	备注
2021/2/28	上机&协鑫	30 (一期 6 万吨)	180 (一期 36 亿元)	上机参股 35%, 江苏中能占 65%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

■ 附录 6：订单保障：公司近期已签硅片订单超 300 亿元

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，绝大多数比例为 210 大尺寸硅片。

表 5：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					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2308	5480	8385	11732	营业收入	3011	11721	20999	30561
现金	559	783	527	572	营业成本	2184	8720	15755	23096
交易性金融资产	2	2	2	2	营业税金及附加	11	44	79	116
应收账款	152	591	1058	1540	营业费用	6	129	189	275
其它应收款	2	15	27	33	管理费用	63	281	483	672
预付账款	142	959	1260	1617	研发费用	128	258	441	611
存货	708	2825	5104	7483	财务费用	24	4	38	52
其他	742	306	406	485	资产减值损失	15	0	0	0
非流动资产	2594	8567	14379	19767	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	9	12	15	12
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	24	19	25	23
固定资产	1527	7383	13054	18379	营业利润	613	2316	4053	5773
无形资产	130	154	187	231	营业外收支	-0	0	0	0
在建工程	602	824	861	867	利润总额	612	2316	4053	5773
其他	335	205	276	289	所得税	81	307	537	765
资产总计	4901	14047	22764	31498	净利润	531	2009	3516	5008
流动负债	1906	6171	11303	15043	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	110	96	1514	660	归属母公司净利润	531	2009	3516	5008
应付款项	1330	4549	7431	10893	EBITDA	698	2609	4751	6862
预收账款	265	869	1446	2353	EPS (最新摊薄)	1.9	7.3	12.7	18.2
其他	202	657	912	1137	主要财务比率				
非流动负债	333	155	223	210		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	333	155	223	210	营业收入	273%	289%	79%	46%
负债合计	2239	6325	11526	15253	营业利润	186%	278%	75%	42%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	187%	278%	75%	42%
归属母公司股东权益	2662	7721	11238	16246	获利能力				
负债和股东权益	4901	14047	22764	31498	毛利率	27%	26%	25%	24%
					净利率	18%	17%	17%	16%
					ROE	24%	39%	37%	36%
					ROIC	19%	26%	28%	30%
					偿债能力				
					资产负债率	46%	45%	51%	48%
					净负债比率	5%	2%	13%	4%
					流动比率	1.2	0.9	0.7	0.8
					速动比率	0.8	0.4	0.3	0.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.8	1.2	1.1	1.1
					应收帐款周转率	10.9	31.6	25.5	23.5
					应付帐款周转率	5.8	6.9	5.6	5.1
					每股指标(元)				
					EPS (最新摊薄)	1.9	7.3	12.7	18.2
					每股经营现金	0.3	13.3	17.0	26.8
					每股净资产	10.9	28.0	40.7	58.9
					估值比率				
					P/E	68	18	10	7
					P/B	12.0	4.7	3.2	2.2
					EV/EBITDA	47.7	13.6	7.8	5.3

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	83	3683	4694	7380
净利润	531	2009	3516	5008
折旧摊销	88	289	660	1037
财务费用	24	4	38	52
投资损失	(9)	(12)	(15)	(12)
营运资金变动	637	3379	2846	3685
其它	(1188)	(1988)	(2351)	(2391)
投资活动现金流	(480)	(6380)	(6386)	(6401)
资本支出	(1269)	(6366)	(6366)	(6366)
长期投资	0	0	0	0
其他	788	(14)	(20)	(35)
筹资活动现金流	568	2921	1436	(934)
短期借款	(67)	(14)	1419	(855)
长期借款	0	0	0	0
其他	635	2936	17	(80)
现金净增加额	171	224	(256)	45

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>