

2021年1季报点评：百亿在手超预期，盈利能力爆发 21年迎戴维斯双击

买入（维持）

2021年04月29日

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002
13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,811	6,346	8,809	12,073
同比（%）	22.5%	66.6%	38.8%	37.1%
归母净利润（百万元）	858	1,392	1,967	2,694
同比（%）	34.6%	62.2%	41.3%	37.0%
每股收益（元/股）	0.67	1.08	1.53	2.10
P/E（倍）	56.17	34.64	24.51	17.89

事件：晶盛机电4月28日发布一季报，归属于母公司所有者的净利润2.82亿元，同比增长109.71%；营业收入9.12亿元，同比增长27.37%；基本每股收益0.22元，同比增长120.0%。

投资要点

■ 利润增速大超收入增速，规模效应明显

2021年Q1晶盛机电收入9.1亿元，同比+27%，归母净利润2.8亿元，同比+110%，利润增速大超收入增速核心原因在于规模效应明显。公司作为国内长晶设备龙头，囊括了全市场除了隆基以外的绝对高份额的订单（我们测算是除了隆基以外的90%份额），晶盛机电作为独立第三方的设备商，优势明显。且公司通过精益制造的理念，不断优化供应链管理，单晶炉的单日出产量不断创造历史新高，目前已单日出产量为30台，单日营收超4000万元。

2021年一季度新接订单超50亿元，接近2020年全年水平（2020年全年公司新签订光伏设备订单超过60亿元），截止到2020年一季度末公司未完成设备订单总金额为104.5亿元，其中未完成的半导体订单金额是5.6亿元。由于占比最高的光伏订单生产周期在3个月，发货后的验收周期为3-5个月，按照目前的订单确认进度，我们判断将充分保障2021年公司的业绩成长。

■ 盈利能力亮眼，净利率均创历史新高

2021年Q1晶盛机电盈利能力创历史最高单机水平，其中毛利率为36.35%，同比+3pct；净利率31.20%，同比+13pct，远超市场预期，和我们的判断完全一致。因为新增加的收入，从边际来说，没有产生新的生产工人成本、研发费用和销售费用，仅多了组装费用和运输成本；均通过自身的管理优化，将毛利润很好的转换成了实际利润。2021年Q1晶盛机电三项费用率合计不足5%，充分体现了公司的管理水平。

现金流连续8个季度为正数，持续健康稳定经营。2021年Q1晶盛机电经营性现金流的净额为+0.37亿元。

■ 光伏硅片环节迎来扩产潮，更新迭代背景下长晶龙头迎来收获期

光伏硅片与半导体相似，大尺寸是未来发展方向。2019年起，隆基、中环、晶科、晶澳等光伏企业相继启动硅片扩产项目，210大硅片渗透率不断提高。其中，作为核心设备商的晶盛机电最为受益，原因系区别于其它的电池片设备，部分设备技改即可完成产品的更新换代，而长晶炉随着硅片直径的变化，将会完全迭代。

更新迭代背景下公司光伏长晶业务即将迎来收获期。公司凭借较强的产品实力，积累了较好的客户资源，和多家行业领先企业均建立了长期深入的合作关系。在除了隆基以外的单晶炉市场需求上，公司销售额占据了90%的份额，总体市占率约70-80%，是行业内的主力供应商，将充分受益大硅片扩产潮，光伏长晶业务即将进入收获期。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2021-2023年净利润分别为13.92（维持原值）/19.67（维持原值）/26.94亿元，对应PE为35/25/18倍，维持“买入”评级。

风险提示：光伏下游扩产进度低于预期，半导体业务进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.49
一年最低/最高价	19.83/45.79
市净率(倍)	8.71
流通A股市值(百万元)	45246.51

基础数据

每股净资产(元)	4.30
资产负债率(%)	48.73
总股本(百万股)	1285.69
流通A股(百万股)	1206.90

相关研究

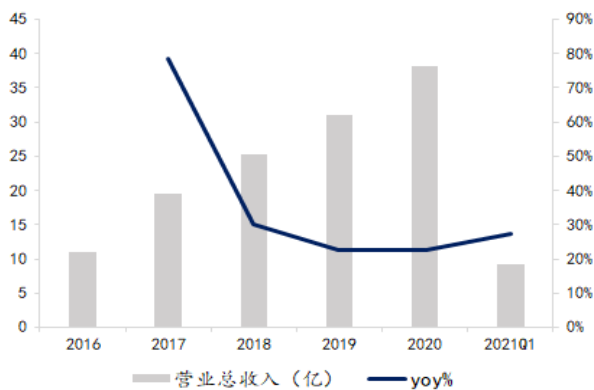
- 1、《晶盛机电(300316)：长晶业务多点开花，精益制造管理成果显著》2021-04-26
- 2、《晶盛机电(300316)：Q1业绩超市场预期，21年迎戴维斯双击》2021-04-07
- 3、《晶盛机电(300316)：与中环签20.8亿光伏设备大单，210大硅片成主流拉长景气周期》2021-03-14

1. 利润增速大超收入增速，规模效应明显

2021年 Q1 晶盛机电收入 9.1 亿元。同比+27%，归母净利润 2.8 亿元，同比+110%，利润增速大超收入增速核心原因在于规模效应明显。公司作为国内长晶设备龙头，囊括了全市场除了隆基以外的绝对高份额的订单（我们测算是除了隆基以外的 90% 份额），晶盛机电作为独立第三方的设备商，优势明显。且公司通过精益制造的理念，不断优化供应链管理，单晶炉的单日出货量不断创造历史新高，目前已单日出货量为 30 台，单日营收超 4000 万元。

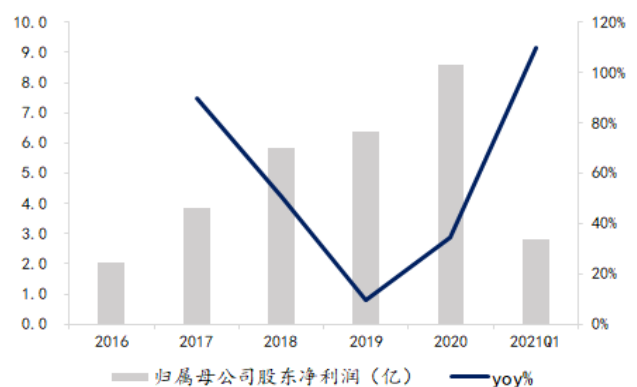
伴随着 210 渗透率提高这一贯穿未来 3 年的行业大变革，全市场存量的 10000 台长晶炉有望迎来替换；叠加硅片环节新玩家不断涌现，我们判断晶盛机电将迎来公司创立至今的新接订单最高年度。且由于 210 大尺寸对热场和长晶工艺的挑战加大，公司拳头产品光伏长晶炉的单价并没有出现任何下滑，长期保持竞争力。

图 1: 2021Q1 收入持续高增长



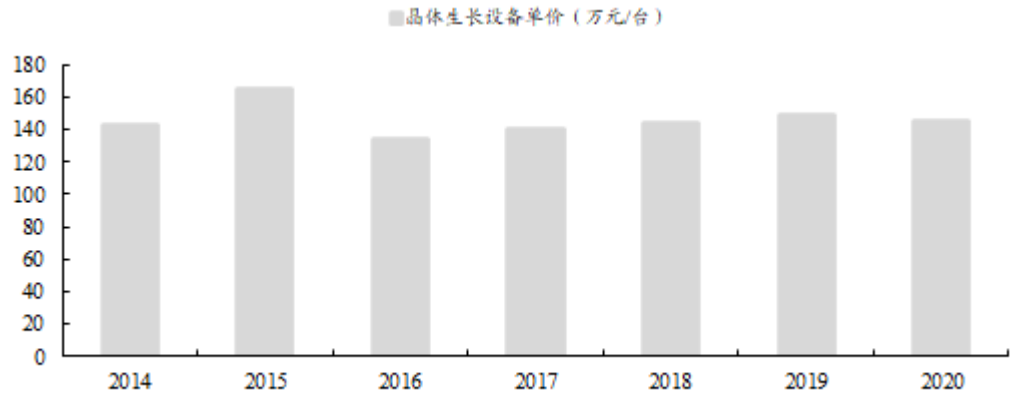
数据来源：晶盛机电公司公告、东吴证券研究所

图 2: 2021Q1 利润增速远超收入增速，规模效应明显



数据来源：晶盛机电公司公告、东吴证券研究所

图 3: 几年来公司晶体生长设备单价未出现明显下滑



数据来源: 晶盛机电公司公告, 东吴证券研究所整理

2021 年一季度新接订单超 50 亿元, 接近 2020 年全年水平 (2020 年全年公司新签订光伏设备订单超过 60 亿元), 截止到 2020 年一季度末公司未完成设备订单总金额为 104.5 亿元, 其中未完成的半导体订单金额是 5.6 亿元。由于占比最高的光伏订单生产周期在 3 个月, 发货后的验收周期为 3-5 个月, 按照目前的订单确认进度, 我们判断将充分保障 2021 年公司的业绩成长。

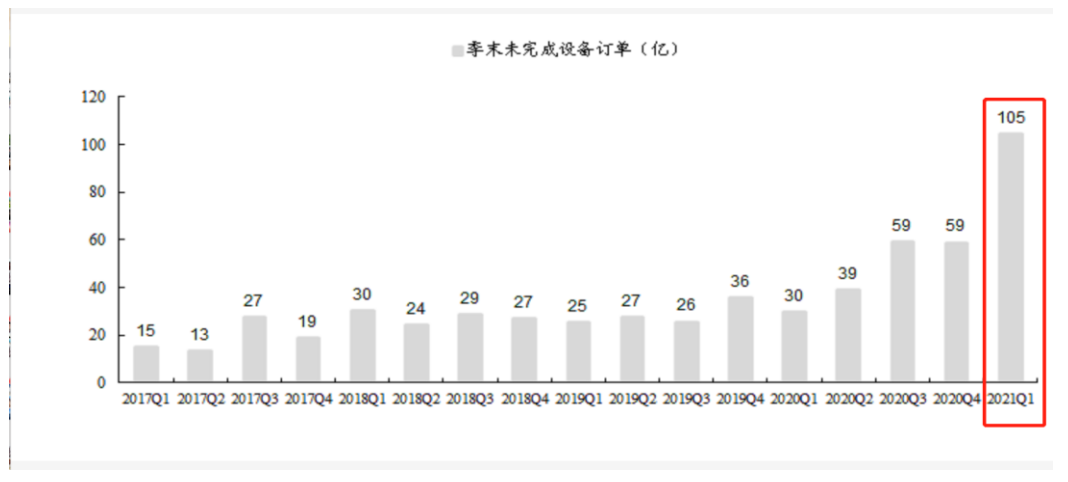
表 1: 2017 年至今晶盛机电公告大订单 (黄色高亮部分为中环的订单)

签订时间/公告时间	客户	金额 (亿元)	科目	交货时间
2021.3.11	中环协鑫、中环光伏	20.7894	全自动晶体生长设备 (16.18 亿元), 单晶硅棒加工设备 (1.94 亿元), 线切割机设备 (2.67 亿元)	晶体生长设备 2021 年 5 月 31 日前, 单晶硅棒加工设备 2021 年 6 月 30 日前, 线切割机设备 2021 年 9 月 30 日前
2020.6.29	中环协鑫	12.267	全自动晶体生长炉 (12.10 亿元), 单晶硅棒截断机 (1710 万元)	全自动晶体生长炉 2021 年 1 月 31 日前, 单晶硅棒截断机 2020 年 11 月 30 日前
2019.10.10	中环协鑫	14.25	全自动晶体生长炉, 单晶硅棒切磨加工一体机装置, 单晶硅棒截断机	合同正式签订后 210 日, 约为 2020 年 5 月 31 日前
2019.7.10	晶科能源	9.54	单晶炉及配套设备	2019 年 12 月 31 日前
2019.6.18	上机数控	5.5	全自动单晶炉	2019 年 12 月 20 日前
2018.9.28	中环领先	4.03	半导体单晶炉及半导体单晶硅切断机、滚磨机	3.6 亿 2019 年 5 月底前交付; 4240 万元 2019 年 8 月底前交付
2018.7	中环光伏	8.5824	全自动单晶炉	2018 年 11 月底前交付
2018.1.16	Hanwha Kalyon Gunes Teknolojileri Uretim A.Ş.	2.8	单晶炉	按月分批交货, 2018 年 9 月 20 日完成全部设备交付
2018.1.11	中环光伏	8.5824	全自动晶体生长炉	2.57 亿订单于 2018 年 4 月底前交付; 6.01 亿订单于 2018 年 6 月底前交付
2017.10.8	中环光伏	10.0963	全自动晶体生长炉	按月分批交货, 2018 年 2 月底前交付全部
2017.6.29	包头晶澳太阳能科技有限公司	3.0942	全自动晶体生长炉	2017 年 12 月 31 日前
2017.4.24	中环光伏	4.313	全自动晶体生长炉、单晶硅棒切磨加工一体机、晶棒单线截断机	全自动晶体生长炉: 2017 年 8 月 晶棒单线截断机: 2017 年 9 月
2017.3.10	中环光伏	8.3125	全自动直拉单晶炉、单晶硅棒切磨加工一体机、晶棒单线截断机	2017 年 7 月底
2017.2.16	宜昌南玻硅材料有限公司	1.44	多晶铸锭炉	2017 年 6 月 15 日
2017.2.7	A 公司	3.392	晶体生长设备	2017 年 8 月 30 日

数据来源: 晶盛机电公司公告, 东吴证券研究所整理

(备注: 2017 年年初至今, 晶盛机电公告口径的新接大订单合计为 116.99 亿元, 其中中环为 91.22 亿元, 中环占比是 78.0%)

图 4: 未完成设备订单维持历史最高位



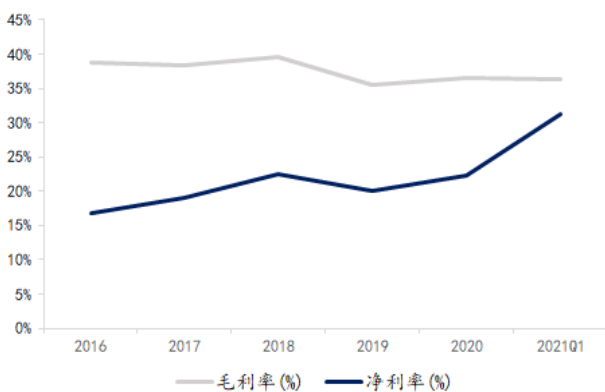
数据来源: 晶盛机电公司公告、东吴证券研究所

2. 盈利能力亮眼, 净利率均创历史新高

2021 年 Q1 晶盛机电盈利能力创历史最高单机水平, 其中毛利率为 36.35%, 同比 +3pct; 净利率 31.20%, 同比+13pct, 远超市场预期, 和我们的判断完全一致。因为新增加的收入, 从边际来说, 没有产生新的生产工人成本、研发费用和销售费用, 仅多了组装费用和运输成本; 均通过自身的管理优化, 将毛利润很好的转换成了实际利润。2021 年 Q1 晶盛机电三项费用率合计不足 5%, 充分体现了公司的管理水平。

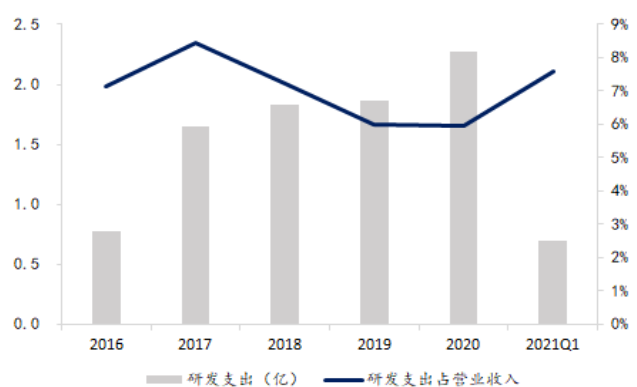
现金流连续 8 个季度为正数, 持续健康稳定经营。2021 年 Q1 晶盛机电经营性现金流的净额为+0.37 亿元, 现金流连续 8 个季度为正数, 持续健康稳定经营。

图 5: 净利率创历史新高, 费用控制良好



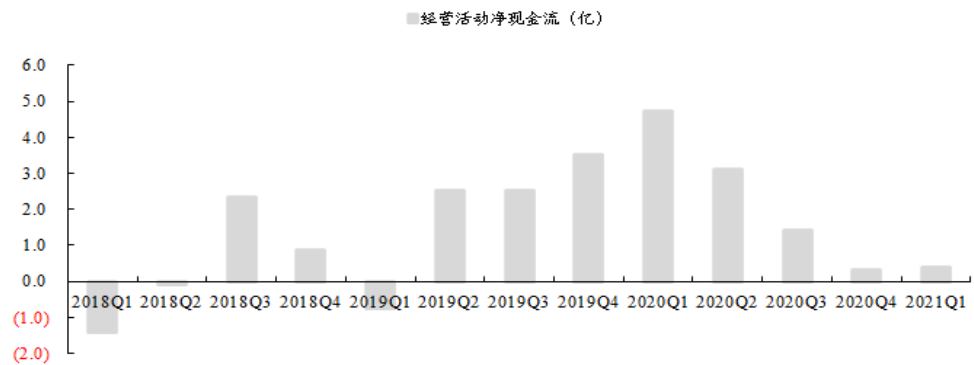
数据来源: 晶盛机电公司公告、东吴证券研究所

图 6: 研发费用率控制良好



数据来源: 晶盛机电公司公告、东吴证券研究所

图 7: 现金流连续 8 个季度为正数, 持续健康稳定经营



数据来源: 晶盛机电公司公告、东吴证券研究所

3. 光伏硅片环节迎来扩产潮, 更新迭代背景下长晶龙头迎来收获期

光伏硅片与半导体相似, 大尺寸是未来发展方向。2019 年起, 隆基、中环、晶科、晶澳等光伏企业相继启动硅片扩产项目, 210 大硅片渗透率不断提高。其中, 作为核心设备商的晶盛机电最为受益, 原因系区别于其它的电池片设备, 部分设备技改即可完成产品的更新换代, 而长晶炉随着硅片直径的变化, 将会完全迭代。我们预计 2020-2022 年国内年均新增硅片产能超 100GW, 对应 20-22 年年均新增设备需求超 200 亿 (2 亿元/GW)。存量市场方面, 伴随着行业对大硅片已达成共识, 未来 3-5 年存量市场有 1 万多台单晶长晶炉需要淘汰, 国内年均存量更新硅片产能超 50GW, 对应 2020-2022 年存量设备需求超 100 亿 (2 亿元/GW)。

更新迭代背景下公司光伏长晶业务即将迎来收获期。在大硅片成本中, 设备折旧占比已经不再是第一位, 硅片厂商更看重设备商的能力是配套效率, 包括: 1) **交付能力**, 根据我们的测算, 中性假设下, 晶盛单日出货量可达 21 台, 以每周工作 6 天、每月 4 周计算, 单月出货量可达 500 台左右。目前晶盛是国内仅有的单月可交付 500 台以上长晶炉的设备企业, 且交付能力仍有提升空间; 2) **服务能力**, 晶盛设备到场后投入运营和产量爬坡所耗费的时间短, 并且能够稳定保持产量; 3) **未来研发潜力**, 具有持续研发能力、能够不断提高设备产能和降低能耗的设备商将显著受益。公司凭借较强的产品实力, 积累了较好的客户资源, 和多家行业领先企业均建立了长期深入的合作关系。目前国内主要的单晶炉供应商包括晶盛机电、天龙光电、精功科技、京运通、连城数控、北方华创。连城数控是隆基的关联企业, 在单晶炉业务上和隆基深度合作。在除了隆基以外的单晶炉市场需求上, 公司销售额占据了 90% 的份额, 总体市占率约 70-80%, 是行业内的主力供应商, 将充分受益大硅片扩产潮, 光伏长晶业务即将进入收获期。

表 2: 中环+晶科+隆基+晶澳+上机数控+通威+双良+三一启动硅片扩产潮

单晶硅片产能 (单位: GW)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
隆基股份	8	15	28	45	75	95	130
三一重工 (新增 30GW)						5	15
双良节能 (新增 20GW)						0	20
中环股份 (新增 50GW)	3.5	13	23	45	55	85	135
晶龙/晶澳	3.5	4.5	5	8.4	14	24	34
晶科能源	1.5	3	6	11.5	23	38	61
高景科技					0	15	35
通威+天合光能 (新增 15GW)						7.5	15
京运通				3	8	20	42
上机数控				1.5	10	20	30
锦州阳光	1	1	1	3.7	5	5	5
保利协鑫	1	1.2	2	2	3.5	5	5
阿斯特	0	0	1	2	2	2	2
卡姆丹克	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
台湾友达	1	1	1	1	1	1	1
韩华凯恩	1	1	1	1	1	1	1
合计	21.0	40.2	68.5	124.6	198.0	324.0	531.5
新增合计	—	19	28	56	73	126	207.5
对应设备需求 (亿)				112.2	146.8	252	415

数据来源: 北极星光伏网, 东吴证券研究所

4. 半导体大硅片亟待国产化, 龙头设备厂有望受益下游需求旺盛

晶盛机电具备 8 寸线 80%整线能力, 大硅片国产化浪潮下最为受益。晶盛机电在半导体单晶炉领域已经成长为世界级的设备供应商, 已具备 8 寸线 80%整线以及 12 寸单晶炉、抛光机等 50%以上设备供应能力, 并与中环、有研、金瑞泓、郑州合晶等国内主要大硅片厂都保持紧密合作, 大硅片国产化浪潮下最为受益。

表 3: 目前 8 寸设备已基本实现国产化, 12 寸设备仍逐步突破验证中

设备种类	价值占比	国际厂商	国内厂商	难度系数
单晶炉	25%	PVA(德国), Ferrotec(日本), 东京精密(日本),	晶盛机电, 南京晶 能, 连城数控	****
切片机	7%	M&B(瑞士), 齐藤 (日本)	晶盛机电	**
倒角机	8%	博世(德国), 日 立(日本)	浙江博大	**
磨削设备	10%	IKA(德国), 齐藤 (日本), 科库森(日 本)	晶盛机电	**
抛光机	25%	应用材料(美国), 玛托(德国) Revasum(美国)	华海清科, 晶盛机 电	***
清洗机	10%	DNS(日本), LAM(美国)	盛美, 北方华创	**
检测设备	15%	Advantest(日本), 泰瑞达(美国)	-	***

数据来源: 新材料在线, 东吴证券研究所

图 8: 公司形成了生长、切片、抛光、外延四大核心装备为主的完整产业链布局



数据来源: 东吴证券研究所

中环大硅片客户认证稳步推进, 20-21 年有望上量。中环股份为中国大陆主要半导体硅片供应商之一, 目前市场份额还较低。公司在 8 英寸和 12 英寸大硅片方面的客户认证进展正在稳步推进, 与国际前五大硅片制造企业的差距正逐步缩小。伴随着产能的进一步释放, 我们预计 2020 至 2021 年将是公司客户验证迎来收获上量的节点。根据中环股份微信公众号 2020 年 7 月 15 日披露:

8英寸硅片：应用于 Power、Logic、IGBT、Sensor 等领域的产品，已通过国内外多家客户认证，实现规模化量产，2020 年伴随宜兴自动化生产线产能的释放，市场占有率进一步提升。

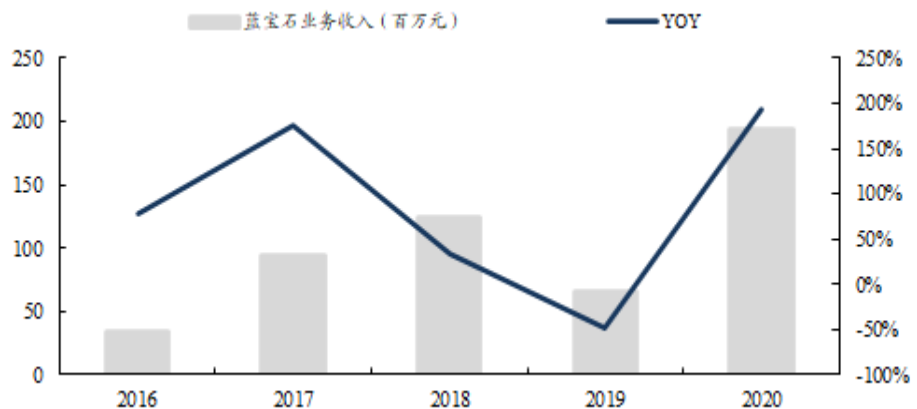
12英寸硅片：应用于 Power、CIS 等领域的产品已经通过多家客户认证，进入增量阶段；应用于 Logic、Memory 的 COP Free 产品已完成 28nm 全流程的技术节点开发，产品已在客户端进行认证。在公司晶体研发基地已完成 19nm 晶体的研发及评价。

晶盛机电系中环核心设备供应商，且持有无锡中环领先 10% 的股份，强强联合共同研发，预计中环在扩产中将优先选择晶盛的设备。我们预计随着中环无锡项目的进展加速，项目用的设备订单有望在未来几年内落地，晶盛机电将会逐步兑现半导体设备的业绩。按照我们的测算，中性假设下，晶盛机电设备占中环定增项目总采购量的 60%，则对应每年 10.8 亿元设备订单。因此我们认为，晶盛机电未来 3 年的半导体设备订单有望大幅超市场预期。

5. 蓝宝石业务业绩远超预期，长远来看有望成为新的利润增长点

2020 年，公司蓝宝石业务实现营业收入 1.94 亿元，同比+194.32%，业绩表现远超预期。从短期来看，通过与蓝思强强联手（设备&材料合作），公司已经成功切入消费电子领域，2021 年 5 月合作项目设备即将进场，预计 2-3 年内成功放量后，公司蓝宝石业务占营收比例将大幅上涨，有望成为另一大核心增长点。从长期来看，蓝宝石晶体有望在手机盖板等应用场景成功放量。目前，市场普遍观点认为，蓝宝石价格昂贵，将不会被应用到手机盖板等场景。但我们判断，光伏行业的核心是降本增效，当蓝宝石成本和价格跌破零界点后，大规模的批量应用自然会产生，届时蓝宝石带来的市场空间有望成为晶盛新的利润增长点。

图 9：蓝宝石业务业绩远超预期



数据来源：晶盛机电公司公告、东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 13.92(维持原值)/19.67(维持原值)/26.94 亿元，对应 PE 为 35/25/18 倍，维持“买入”评级。

7. 风险提示

光伏下游扩产进度低于预期，半导体业务进展不及预期。

晶盛机电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7962	8778	11996	16709	营业收入	3811	6346	8809	12073
现金	938	2191	3470	5016	减:营业成本	2416	3981	5506	7560
应收账款	1461	1739	2413	3308	营业税金及附加	44	73	101	138
存货	2580	2945	3470	4764	营业费用	33	95	132	181
其他流动资产	2982	1904	2643	3622	管理费用	312	642	888	1215
非流动资产	2536	2786	2883	2962	财务费用	-4	-45	-83	-125
长期股权投资	824	824	824	824	资产减值损失	60	0	0	0
固定资产	1135	1496	1631	1727	加:投资净收益	35	0	0	0
在建工程	234	130	99	90	其他收益	11	7	7	7
无形资产	221	213	206	199	营业利润	998	1608	2272	3112
其他非流动资产	122	122	122	122	加:营业外净收支	-6	0	0	0
资产总计	10498	11564	14879	19672	利润总额	992	1608	2272	3112
流动负债	5201	5082	6721	9219	减:所得税费用	140	209	295	405
短期借款	22	20	20	20	少数股东损益	-6	7	10	14
应付账款	2775	3272	4224	5799	归属母公司净利润	858	1392	1967	2694
其他流动负债	2404	1790	2477	3400	EBIT	1182	1563	2189	2987
非流动负债	46	46	46	46	EBITDA	1304	1712	2367	3189
长期借款	11	11	11	11					
其他非流动负债	35	35	35	35	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	5247	5128	6767	9265	每股收益(元)	0.67	1.08	1.53	2.10
少数股东权益	12	19	28	42	每股净资产(元)	4.08	4.99	6.29	8.06
归属母公司股东权益	5240	6418	8083	10364	发行在外股份(百万股)	1286	1286	1286	1286
负债和股东权益	10498	11564	14879	19672	ROIC(%)	24.7%	33.7%	44.7%	52.8%
					ROE(%)	16.4%	21.7%	24.3%	26.0%
					毛利率(%)	36.6%	37.3%	37.5%	37.4%
					销售净利率(%)	22.5%	21.9%	22.3%	22.3%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率(%)	50.0%	44.3%	45.5%	47.1%
经营活动现金流	954	1366	1855	2241	收入增长率(%)	22.5%	66.6%	38.8%	37.1%
投资活动现金流	-283	101	-275	-282	净利润增长率(%)	34.6%	62.2%	41.3%	37.0%
筹资活动现金流	-366	-215	-301	-413	P/E	56.17	34.64	24.51	17.89
现金净增加额	306	1253	1279	1547	P/B	9.20	7.51	5.96	4.65
折旧和摊销	122	150	178	203	EV/EBITDA	40.98	31.14	23.22	18.02
资本开支	-252	-264	-275	-282					
营运资本变动	455	-182	-299	-669					

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>