

# 拟 25 亿可转债加码单晶硅扩产；光伏硅片有望“三分天下”

## ——上机数控点评

公司点评

公司点评——机械设备行业——证券研究

### 投资要点

#### □ 拟发行 25 亿可转债用于包头 10GW 单晶硅扩产项目；单晶硅业务有望超预期

1) **可转债:** 5月24日,公司公告拟发行25亿可转债,用于包头三期10GW单晶硅拉晶、及切片产能扩产,投向包括:单晶厂房、单晶炉、切片机及配套设备等。

2) **单晶硅产能:** 目前公司产能约20GW,待新增10GW建成后,总产能将达30GW。假设30GW全部达产,按当前利润水平,我们测算公司年化净利润有望接近25-30亿元。

3) **出货量:** 据公司公告,截至2021年3月末,公司单晶硅业务产能利用率为98.93%,产销率为100.15%,在硅料紧缺的背景下,基本满产满销。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。

#### □ 合计签硅片大单达 305 亿元,硅料采购超 265 亿元;与协鑫合建 30 万吨颗粒硅项目

1) **订单保障:** 公司已合计签硅片销售合同达305亿元,客户包括:天合光能、东方日升、阿特斯、正泰、通威,主要为210大尺寸,保障公司未来业绩增长。

2) **硅料保障:** 公司已合计签硅料采购合同超265亿元,供应商包括:新特、大全、协鑫、聚光硅业,长单合计超24万吨。我们测算公司2021年所需硅料大部分已长单保障。

3) **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%。公司与保利协鑫合作颗粒硅项目,将强力推动颗粒硅产业化进程,未来硅料保障能力将进一步增强。

#### □ 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 20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20/12/8倍。2021-2022年隆基股份、中环股份光伏单晶硅企业平均PE为33倍、25倍;晶盛机电、迈为股份、捷佳伟创光伏设备企业平均PE为41倍、30倍;而公司PE为20倍、12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	78	20	12	8
ROE(平均)	24%	39%	37%	36%
PB	13.7	5.3	3.7	2.5

### 评级

### 买入

上次评级	买入
当前价格	¥149.30

### 单季度业绩

### 元/股

1Q/2021	1.14
4Q/2020	0.77
3Q/2020	0.83
2Q/2020	0.38

### 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】再签51亿硅料;超265亿元硅料协议及颗粒硅保障供应-浙商机械20210518
- 4.【上机数控】业绩超预期!一季报同比增长402%;光伏硅片有望“三分天下”-浙商机械20210426

**■ 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 33 倍、25 倍；上机数控为 20 倍、12 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 41 倍、30 倍；上机数控为 20 倍、12 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	2021/5/24		EPS/元				PE				2020A	
		股价/元	总市值/亿元	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	PB	ROE
上机数控	603185	149.3	411	1.9	7.3	12.7	18.2	78	20	12	8	16.0	27.2
隆基股份	601012	96.3	3722	2.3	3.0	3.9	4.8	42	32	25	20	10.7	27.2
中环股份	002129	27.2	826	0.4	0.8	1.1	1.4	76	33	25	19	4.1	7.6
行业平均值（不包括上机数控）								59	33	25	20	7.4	17.4

资料来源：Wind，浙商证券研究所（除上机数控外，EPS、估值均为 wind 一致性预期）

**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	2021/5/24		EPS/元				PE				2020A	
		股价/元	总市值/亿元	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	PB	ROE
上机数控	603185	149.3	411	1.9	7.3	12.7	18.2	78	20	12	8	16.0	27.2
晶盛机电	300316	40.5	521	0.7	1.0	1.4	1.8	61	40	29	23	7.8	17.5
迈为股份	300751	319.0	329	3.8	6.5	8.6	13.4	83	49	37	24	22.1	25.9
捷佳伟创	300724	97.2	338	1.5	3.0	4.3	6.1	65	33	22	16	15.8	18.7
行业平均值（不包括上机数控）								70	41	30	21	15	21

资料来源：Wind，浙商证券研究所（各家 EPS、估值为浙商机械团队报告预测值）

- **附录 2: 拟发行 25 亿可转债用于包头 10GW 单晶硅扩产项目。**

**表 3: 拟发行 25 亿可转债, 用于包头 10GW 单晶硅扩产**

序号	建设内容	投资总额(万元)	募集资金拟投入金额(万元)
1	包头年产 10GW 单晶硅拉晶及配套生产项目	350,280.26	247,000
	合计	350,280.26	247,000

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

- **附录 3: 硅料保障: 硅料采购合同超 265 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 265 亿元; 颗粒硅项目有望进一步保障硅料供应。

**表 4: 上机数控硅料采购合同超 265 亿元**

上机数控硅料长单统计: 采购合同合计超 265 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)
2021/5/18	新疆协鑫	2021 年 6 月至 2023 年 12 月	3.1	50.84
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	24.23-25.27	265.82-275.18

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

**表 5: 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 4：订单保障：公司已签硅片订单超 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。据我们测算，预计绝大多数比例为 210 大尺寸硅片。

**表 6：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**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2308	5480	8385	11732	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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	<b>利润总额</b>	612	2316	4053	5773
其他	335	205	276	289	所得税	81	307	537	765
<b>资产总计</b>	4901	14047	22764	31498	<b>净利润</b>	531	2009	3516	5008
<b>流动负债</b>	1906	6171	11303	15043	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	110	96	1514	660	<b>归属母公司净利润</b>	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	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	333	155	223	210		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	333	155	223	210	营业收入	273%	289%	79%	46%
<b>负债合计</b>	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	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.8	1.2	1.1	1.1
					应收账款周转率	10.9	31.6	25.5	23.5
					应付账款周转率	5.8	6.9	5.6	5.1
					<b>每股指标(元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	78	20	12	8
					P/B	13.7	5.3	3.7	2.5
					EV/EBITDA	47.7	15.5	8.9	6.0

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>