

上机数控(603185)

报告日期: 2022年08月15日

光伏一体化重大突破: 拟 150 亿元投建 24GW N 型电池+25GW 切片

——上机数控点评

投资要点

□ 拟投建 25GW 单晶切片+24GW N 型电池, “硅料+硅片+N 型电池”一体化稀缺标的

1) 据公司公告, 公司拟在徐州投资 150 亿元扩 25GW 单晶硅切片+24GW N 型高效电池项目。项目用地 110 亩, 厂房采取定制代建方式。

2) **项目规划:** 一期建设 25GW 单晶硅切片, 二期建设 12GW 高效电池, 三期建设 10GW 高效电池。项目建设期 2-3 年。电池技术选择包括 TOPCon、HJT 等 N 型电池。

3) **业绩增厚测算:** 如假设切片业务 1 分/W 净利润、N 型电池 8 分/W 净利润 (参考行业水平给予中性假设), 如满产状态下, 测算合计为公司中长期潜在业绩增厚 21.7 亿元/年。同时, 公司一体化布局将带来环节间的潜在成本节约、也将进一步增厚公司综合业绩。

4) 公司“工业硅 (15 万吨自建+15 万合资)+硅料 (10 万吨自建+10 万合资)+硅片 (70GW)+电池 (24GW)”一体化规划布局, 进一步巩固核心竞争力、与下游组件客户形成较好协同。

□ 2022 年上半年业绩: 同比增长 84%~95%; 盈利能力居行业领先

2022 上半年业绩: 归母净利润预计为 15.6-16.6 亿元, 同比增长 84%至 95%。扣非后归母净利润预计为 13 至 14 亿元, 同比增长 63%-75%。我们预计公司 Q2 单瓦盈利已达 1 毛以上。

□ 有别于市场认知: 硅片高盈利周期将维系; 上游供给保障充沛; 成本有较大下降空间; 一体化布局打开成长空间

1) **【市场担心硅片价格战】** 我们认为硅料+石英砂双紧背景下, 导致未来 1 年行业仍将是硅片产出不过剩的格局, 不必担心硅片行业价格战发生。

2) **【市场担心公司硅料+石英砂紧缺】** 我们预计公司上游供给保障充沛。2021 年公司在硅料紧缺背景下, 产能利用率达 96%、产销率高达 92%, 历史验证公司在原材料端具强保障能力。

3) **【市场担心公司与硅片龙头成本差异】** 2020Q3 到 2022Q2 其中 7 个季度单瓦净利均超 0.09 元。我们判断公司与行业龙头盈利之差更多来自硅料端+切片端。公司已在硅料端向上一体化布局, 同时补足配套切片产能, 成本管控有望进一步提升。

4) **【市场担心公司中长期成长空间】** 我们认为, 公司沿“硅片设备+硅片+硅料+工业硅+电池”产业链一体化布局; 将不断打开增长天花板。硅料+N 型电池为光伏投资壁垒高领域, 有助于保障公司硅片的原材料供应, 提升公司行业综合竞争力和盈利能力、解决硅片单一环节的盈利波动风险。

□ 投资建议: 高成长、低估值; “硅片设备+硅片+硅料+工业硅+电池”一体化稀缺标的

上调 2022-2024 年归母净利润至 34/65/81 亿元 (此前为 34/60/68 亿元), 同比增长 99%/91%/25%; PE 为 21/11/9 倍, PE 估值低于行业水平。我们预计公司 2025 年潜在市值 1508 亿元。维持“买入”评级。

风险提示: 大幅扩产导致竞争格局恶化、硅料涨价影响终端需求、技术迭代风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	10915	23340	46147	70084
(+/-)	263%	114%	98%	52%
归母净利润	1711	3400	6481	8115
(+/-)	222%	99%	91%	25%
EPS	4.2	8.3	15.8	19.7
P/E	41	21	11	9
ROE (平均)	34%	37%	46%	38%
PB	5.9	6.4	4.0	2.8

数据来源: Wind, 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 李思扬

执业证书号: S1230522020001

lisiyang@stocke.com.cn

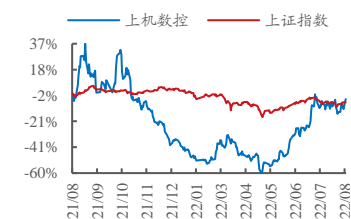
基本数据

收盘价 ¥172.00

总市值(百万元) 66,526.80

总股本(百万股) 386.78

股票走势图



相关报告

1 《【上机数控】Q2 业绩大超预期; 向上一体化不断打开增长天花板-浙商机械 20220714》

2022.07.15

2 《【上机数控】硅片产能将扩至 70GW, 迈向光伏硅片第一梯队-浙商机械 20220622》

2022.06.22

3 《【上机数控】股权激励授予; 稀缺的“硅片设备+硅片+硅料+硅粉”一体化标的-浙商机械 20220614》

2022.06.14

■ 可比公司盈利预测与估值。

表 1：上机数控：与行业主要上市公司估值比较，估值被低估

公司	代码	日期：2022/8/15		EPS/元				PE				2021A	
		股价/元	总市值/亿元	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	PB	ROE (%)
上机数控	603185	172.0	665	4.2	8.3	15.8	19.7	41	21	11	9	5.9	34
隆基绿能	601012	60.1	4554	1.7	1.9	2.4	3.0	36	32	25	20	10.1	22.0
TCL 中环	002129	55.6	1798	1.2	1.9	2.3	2.8	45	30	24	20	4.4	15.8
通威股份	600438	53.3	2400	1.8	4.4	3.9	4.2	29	12	14	13	5.7	24.1
晶澳科技	002459	76.2	1794	1.3	1.8	2.5	3.2	60	41	30	24	9.4	13.1
晶科能源	688223	18.4	1840	0.1	0.3	0.5	0.6	129	65	40	31	0.0	8.8
天合光能	688599	84.5	1831	0.9	1.7	2.7	3.5	97	50	32	24	10.2	11.2
大全能源	688303	63.1	1348	3.0	7.7	6.4	5.9	21	8	10	11	7.8	54.2
行业平均值 (不包括上机数控)								60	34	25	20	7	21.3

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；上机数控估值考虑 25 亿转债）

- 公司“工业硅（15万吨自建+15万合资）+硅料（10万吨自建+10万合资）+硅片（70GW）+电池（24GW）”一体化规划布局，进一步巩固核心竞争力、与下游组件客户形成较好协同。预计公司 2025 年潜在市值 1508 亿元（PE、盈利能力基于中性保守假设测算）。

表 2：预计公司 2025 年潜在市值 1508 亿元（PE、盈利能力基于中性保守假设测算）

	2022E	2023E	2024E	2025E
硅片：出货 (GW)	35	55	75	95
单 W 盈利 (元)	0.09	0.06	0.05	0.04
业绩 (亿元)	31.5	33	37.5	38
市值空间 (亿元；假设：20 倍 PE)	630	660	750	760
硅料（西门子）：出货 (万吨)		3	7	10
单万吨净利润 (亿元)		5	3	2
业绩 (亿元)		15	21	20
市值空间 (亿元；假设：10 倍 PE)		150	210	200
硅料（颗粒硅）：出货 (万吨)	1	8	10	10
单万吨净利润 (亿元)	10	5.5	3.5	2.5
业绩 (亿元，27%股权)	2.7	11.9	9.5	6.8
市值空间 (亿元；假设：10 倍 PE)	27	118.8	94.5	67.5
电池片：出货 (GW)		7	16	24
单 W 盈利 (元)		0.08	0.08	0.08
业绩 (亿元)		5.6	12.8	19.2
市值空间 (亿元；假设：25 倍 PE)		140.0	320.0	480.0
合计：业绩预测 (亿元)	34	65	81	84
yoy	100%	91%	23%	4%
合计：公司潜在市值空间 (亿元)	657	1069	1375	1508

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

(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	8530	24613	33973	52267
现金	2189	8649	16680	27053
交易性金融资产	1646	620	756	1008
应收账款	130	4413	2998	4675
其它应收款	100	92	166	295
预付账款	816	1840	2460	3763
存货	2444	8293	10027	14542
其他	1205	705	884	932
非流动资产	5960	6713	8175	9806
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	123	41	55	73
固定资产	4123	5296	6644	8108
无形资产	221	275	347	419
在建工程	578	590	526	512
其他	916	511	603	694
资产总计	14491	31325	42148	62073
流动负债	6710	19969	24725	37811
短期借款	0	96	69	55
应付款项	5651	17818	21145	31674
预收账款	2003	1774	3127	5777
其他	(945)	281	384	305
非流动负债	340	357	407	368
长期借款	190	190	190	190
其他	150	167	217	178
负债合计	7050	20326	25131	38179
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	7441	11000	17017	23894
负债和股东权益	14491	31325	42148	62073

现金流量表

(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	916	6346	12185	16697
净利润	1711	3400	6481	8115
折旧摊销	235	307	404	515
财务费用	16	(31)	(27)	(4)
投资损失	(46)	(270)	(1080)	(810)
营运资金变动	3576	8410	11325	16558
其它	(4576)	(5470)	(4918)	(7676)
投资活动现金流	(3153)	(168)	(830)	(1496)
资本支出	(2571)	(1489)	(1684)	(1961)
长期投资	(123)	82	(14)	(18)
其他	(458)	1239	868	484
筹资活动现金流	2990	283	37	(34)
短期借款	(110)	96	(27)	(14)
长期借款	190	0	0	0
其他	2910	187	64	(20)
现金净增加额	754	6461	11392	15168

利润表

(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10915	23340	46147	70084
营业成本	8760	18751	37773	58419
营业税金及附加	29	62	123	188
营业费用	7	16	31	47
管理费用	78	166	329	500
研发费用	387	827	1635	2483
财务费用	16	(31)	(27)	(4)
资产减值损失	18	39	77	117
公允价值变动损益	225	33	33	33
投资净收益	46	270	1080	810
其他经营收益	56	56	56	56
营业利润	1947	3869	7375	9234
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	1947	3869	7374	9234
所得税	236	469	893	1118
净利润	1711	3400	6481	8115
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1711	3400	6481	8115
EBITDA	2161	4140	7747	9740
EPS (最新摊薄)	4.16	8.27	15.76	19.74

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	262.51%	113.83%	97.71%	51.87%
营业利润	217.78%	98.69%	90.60%	25.21%
归属母公司净利润	222.10%	98.69%	90.60%	25.21%
获利能力				
毛利率	19.75%	19.66%	18.15%	16.64%
净利率	15.68%	14.57%	14.04%	11.58%
ROE	33.88%	36.88%	45.51%	37.68%
ROIC	21.81%	29.74%	36.26%	31.28%
偿债能力				
资产负债率	48.65%	64.89%	65.24%	68.06%
净负债比率	4.30%	1.59%	0.94%	0.57%
流动比率	1.27	1.23	1.30	1.30
速动比率	0.91	0.82	0.89	0.91
营运能力				
总资产周转率	1.13	1.02	1.13	1.07
应收账款周转率	77.53	10.40	11.27	13.47
应付账款周转率	7.30	4.80	4.86	4.69
每股指标(元)				
每股收益	4.16	8.27	15.76	19.74
每股经营现金	2.23	15.43	29.64	40.61
每股净资产	27.04	26.75	42.52	62.26
估值比率				
P/E	41	21	11	9
P/B	5.9	6.4	4.0	2.8
EV/EBITDA	19.6	14.9	6.5	3.6

资料来源：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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

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>