

# 2022年三季报点评：22Q3 硅片盈利环增超预期，硅片新贵一体化扩张！

## 买入（维持）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10,915	28,494	33,226	38,197
同比	263%	161%	17%	15%
归属母公司净利润（百万元）	1,711	3,597	6,194	6,833
同比	222%	110%	72%	10%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	4.42	9.30	16.01	17.67
P/E（现价&最新股本摊薄）	30.49	14.51	8.42	7.64

### 投资要点

- 事件：**公司2022Q1-3实现营业收入174.86亿元，同比增长130.49%；实现归属母公司净利润28.31亿元，同比增长101.43%。其中2022Q3实现营业收入60.3亿元，同比增长50.78%，环比增长4.28%；实现归属母公司净利润12.55亿元，同比增长125.74%，环比增长36.22%。2022Q1-3毛利率为23.73%，同比减少0.97pct，2022Q3毛利率30.45%，同比增长11.36pct，环比增长6.07pct；2022Q1-3归母净利率为16.19%，同比减少2.34pct，2022Q3归母净利率20.81%，同比增长6.91pct，环比增长4.88pct。业绩超市场预期。
- 后发先至、硅片量增利升。**公司2022Q1-3硅片出货23.22GW，同增85.6%，其中Q3出货约8GW，同增约40%。2022年公司加速推进包头拉棒、徐州切片产能落地，截至2022Q3公司拉晶、切片产能分别达35GW、25GW。2022Q3以来受产能检修、四川限电等影响，硅价突破30万元/吨，但公司凭借1)规模优势；2)自切率提升至约70%，环增约30pct，优化硅片盈利，我们测算Q3硅片单W净利约0.13-0.14元，环增20%+。我们预计公司2022年底拉棒、切片产能将达50GW、40GW，出货将达35GW，假设单W净利0.10-0.11元，对应全年硅片利润35亿元+！2023年行业硅料产能释放，公司硅片产能将扩至70GW，预计全年出货50-60GW，同增43-70%！
- 上下游双向拓展，一体化布局打造领先优势。**公司参股合作协鑫科技包头颗粒硅产能，并自建15万吨工业硅及10万吨高纯多晶硅以保障硅料供应，公司预计2023年自建硅料产量4万吨+颗粒硅权益产量2万吨，竞争优势将进一步增强。电池方面，公司布局徐州24GW TOPCon电池基地，一期14GW预计2023Q2投产，发挥上下游联动优势，享N型电池超额收益。此外，公司入局终端电站环节，在包头规划建设新能源电站5.5GW，公司上游优势明显，入局终端业务有望带来公司进一步增长！
- 盈利预测与投资评级：**基于硅片盈利能力优异，一体化布局优势凸显，我们维持公司盈利预测，我们预计公司2022-2024年归母净利润为35.97/61.94/68.33亿元，同增110%/72%/10%，对应EPS9.30、16.01、17.67元。我们给予公司2023年12xPE，目标价192元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

2022年10月10日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058

guoyn@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	134.90
一年最低/最高价	102.01/341.03
市净率(倍)	5.19
流通A股市值(百万元)	52,264.45
总市值(百万元)	52,672.06

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	26.01
资产负债率(% ,LF)	51.11
总股本(百万股)	390.45
流通A股(百万股)	387.43

### 相关研究

《上机数控(603185): 硅片新贵，一体化布局成本领先》

2022-10-08

## 上机数控三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>8,530</b>	<b>23,019</b>	<b>31,016</b>	<b>40,792</b>	<b>营业总收入</b>	<b>10,915</b>	<b>28,494</b>	<b>33,226</b>	<b>38,197</b>
货币资金及交易性金融资产	3,835	8,687	16,113	22,968	营业成本(含金融类)	8,760	22,757	25,257	28,867
经营性应收款项	2,054	7,164	7,182	8,855	税金及附加	29	66	76	88
存货	2,444	6,859	7,329	8,539	销售费用	7	57	133	95
合同资产	4	71	47	75	管理费用	78	356	432	420
其他流动资产	193	239	345	356	研发费用	387	1,425	1,595	1,719
<b>非流动资产</b>	<b>5,960</b>	<b>6,115</b>	<b>6,200</b>	<b>6,321</b>	<b>财务费用</b>	<b>16</b>	<b>8</b>	<b>16</b>	<b>39</b>
长期股权投资	123	133	153	183	加:其他收益	56	71	166	267
固定资产及使用权资产	4,148	4,307	4,434	4,539	投资净收益	46	97	1,097	464
在建工程	578	527	496	478	公允价值变动	225	115	86	100
无形资产	221	221	221	221	减值损失	-18	-15	-18	-24
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	39	5	8	<b>营业利润</b>	<b>1,947</b>	<b>4,093</b>	<b>7,048</b>	<b>7,775</b>
其他非流动资产	886	888	890	892	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>14,491</b>	<b>29,134</b>	<b>37,215</b>	<b>47,114</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,947</b>	<b>4,093</b>	<b>7,048</b>	<b>7,776</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,710</b>	<b>17,556</b>	<b>19,244</b>	<b>22,109</b>	<b>减:所得税</b>	<b>236</b>	<b>496</b>	<b>854</b>	<b>942</b>
短期借款及一年内到期的非流动负债	113	113	113	113	<b>净利润</b>	<b>1,711</b>	<b>3,597</b>	<b>6,194</b>	<b>6,833</b>
经营性应付款项	5,651	14,270	16,065	18,231	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	700	2,289	2,279	2,755	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,711</b>	<b>3,597</b>	<b>6,194</b>	<b>6,833</b>
其他流动负债	246	884	786	1,010					
非流动负债	340	540	740	940	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.42	9.30	16.01	17.67
长期借款	190	390	590	790	EBIT	1,692	3,833	5,733	7,007
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	1,938	3,961	5,940	7,212
租赁负债	15	15	15	15					
其他非流动负债	135	135	135	135					
<b>负债合计</b>	<b>7,050</b>	<b>18,096</b>	<b>19,984</b>	<b>23,049</b>	<b>毛利率(%)</b>	<b>19.75</b>	<b>20.13</b>	<b>23.98</b>	<b>24.42</b>
归属母公司股东权益	7,441	11,038	17,232	24,065	归母净利率(%)	15.68	12.62	18.64	17.89
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,441</b>	<b>11,038</b>	<b>17,232</b>	<b>24,065</b>	<b>收入增长率(%)</b>	<b>262.51</b>	<b>161.04</b>	<b>16.61</b>	<b>14.96</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,491</b>	<b>29,134</b>	<b>37,215</b>	<b>47,114</b>	<b>归母净利润增长率(%)</b>	<b>222.10</b>	<b>110.16</b>	<b>72.20</b>	<b>10.32</b>

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	916	4,798	6,409	6,519	每股净资产(元)	27.04	40.10	62.61	87.44
投资活动现金流	-3,153	-275	717	59	最新发行在外股份(百万股)	387	387	387	387
筹资活动现金流	2,990	184	189	167	ROIC(%)	27.66	34.88	34.15	28.69
现金净增加额	754	4,708	7,315	6,745	ROE-摊薄(%)	23.00	32.59	35.94	28.39
折旧和摊销	247	128	207	205	资产负债率(%)	45.69	48.65	62.11	53.70
资本开支	-849	-300	-300	-300	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.49	14.51	8.42	7.64
营运资本变动	-852	608	1,309	-285	P/B(现价)	4.99	3.36	2.15	1.54

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

### 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>