

上机数控 (603185)

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)

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

guoyan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (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。

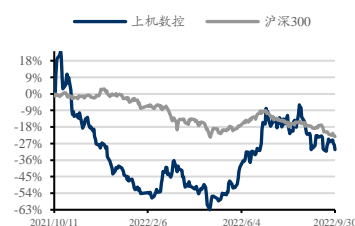
■ **后发先至、硅片量增利升。**公司 2022Q1-3 硅片出货 23.22GW, 同增 85.6%, 其中 Q3 出货约 8GW, 同增约 40%。2022 年公司加速推进包头拉棒、徐州切片产能落地, 截至 2022Q3 公司拉晶、切片产能分别达 35GW、25GW。2022Q3 以来受产能检修、四川限电等影响, 硅价突破 30 万元/吨, 但公司凭借 1) 规模优势; 2) 自切率提升至约 70%, 环增约 30pct, 优化硅片盈利, 我们测算 Q3 硅片单 W 净利约 0.13-0.14 元, 环增 20%+。我们预计公司 2022 年底拉棒、切片产能将达 50GW、40GW, 出货将达 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 EPS 9.30、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。

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)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8,530	23,019	31,016	40,792	营业总收入	10,915	28,494	33,226	38,197
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
非流动资产	5,960	6,115	6,200	6,321	财务费用	16	8	16	39
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	营业利润	1,947	4,093	7,048	7,775
其他非流动资产	886	888	890	892	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	14,491	29,134	37,215	47,114	利润总额	1,947	4,093	7,048	7,776
流动负债	6,710	17,556	19,244	22,109	减:所得税	236	496	854	942
短期借款及一年内到期的非流动负债	113	113	113	113	净利润	1,711	3,597	6,194	6,833
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	归属母公司净利润	1,711	3,597	6,194	6,833
其他流动负债	246	884	786	1,010	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.42	9.30	16.01	17.67
非流动负债	340	540	740	940	EBIT	1,692	3,833	5,733	7,007
长期借款	190	390	590	790	EBITDA	1,938	3,961	5,940	7,212
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.75	20.13	23.98	24.42
租赁负债	15	15	15	15	归母净利率(%)	15.68	12.62	18.64	17.89
其他非流动负债	135	135	135	135	收入增长率(%)	262.51	161.04	16.61	14.96
负债合计	7,050	18,096	19,984	23,049	归母净利润增长率(%)	222.10	110.16	72.20	10.32
归属母公司股东权益	7,441	11,038	17,232	24,065					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	7,441	11,038	17,232	24,065					
负债和股东权益	14,491	29,134	37,215	47,114					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		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>