

上机数控(603185)

报告日期: 2023年02月27日

获钧达股份旗下 59 亿硅片大单，受益 N 型需求提升

——上机数控点评报告

投资要点

□ 获钧达 59 亿硅片订单，受益 TOPCon 需求提升；2023-2025 年合计签单近 399 亿元

1) 获 TOPCon 电池片企业钧达股份 59 亿硅片订单：据公司公告，公司及全资子公司弘元新材料与钧达旗下滁州捷泰、上饶捷泰、淮安捷泰、上饶弘业签订 9.5 亿片单晶硅片销售合同（预计对应约 7~8GW）、履行期限 2023 年 3 月至 2025 年 2 月，预计总金额 59.09 亿元（含税，参照 InfoLink Consulting 最新公布的价格测算）。捷泰科技是 2022 上半年全球电池片出货前五（据 PVInfoLink 数据），是国内率先实现 TOPCon 电池大规模量产的公司、转换效率达 25%。

2) 目前公司客户已覆盖天合光能、阿特斯、东方日升、正泰新能源、通威股份、龙恒新能源、爱旭股份、捷泰、一道等优质客户，包括优质组件龙头企业、电池片龙头企业。公司 2023-2025 年已合计签硅片订单近 399 亿元（按照签单当时 PVInfoLink 报价）

□ 迈向一体化程度最高光伏龙头之一：“工业硅+硅料+硅片/硅片设备+N 型电池片+电站”

公司依托光伏装备业务优势，切入光伏产业链，致力于成为产品线最全、一体化程度最高、产能最新、成本最低、核心竞争力最强的光伏企业之一。

1) 工业硅+硅料（自建）：拟建 15 万吨高纯工业硅+10 万吨高纯多晶硅项目，其中 8 万吨高纯工业硅+5 万吨多晶硅硅料正在建设中，一期 5 万吨多晶硅将于 2023 年 4 月投产（据公司新闻）。同时政府将予公司配备 3.8GW 光伏+1.7GW 风电电站指标，预计将保障公司低价电优势。

2) 工业硅+颗粒硅（参股 27%）：已增资 10.2 亿元共同投资年产 10 万吨颗粒硅+15 万吨高纯纳米硅项目，参股 27%。投产后公司将获得不低于 70%比例的颗粒硅（对应 7 万吨），满足 25GW 硅片的硅料需求，强化硅料保障、硅片竞争力。

3) 硅片拉晶+切片：目前投产产能已达 35GW 拉晶+25GW 切片。计划在包头投建 40GW 硅片产能+徐州 25GW 切片产能，产能迈向 75GW 拉晶+50GW 切片。

4) N 型电池：拟投建 24GW N 型高效电池产能。其中二期 14GW 高效电池正在建设中，三期规划 10GW。电池技术选择包括 TOPCon、HJT 等 N 型电池。已与一道签 32 亿 N 型硅材料订单。

5) 新能源电站：公司规划 5.5GW 新能源电站。

□ SiC 碳化硅：6 英寸衬底研制成功；碳化硅切片机市占率超 90%、边缘倒角机投入试用

1) SiC 衬底：6 英寸碳化硅衬底已成功试制。有效厚度达 20 毫米，经加工后衬底片的微管、位错等各项指标均达国内领先水平。

2) SiC 设备：公司半导体碳化硅切片机、边缘倒角机覆盖天科合达、同光科技、露笑科技、东尼电子等客户，在国产市场占有率超 90%，碳化硅边缘倒角机研制成功、已发往客户试用。

□ 投资建议：高成长、低估值；一体化程度最高、成本最低、竞争力最强的光伏龙头之一

预计公司 2022-2024 年归母净利润为 31/56/72 亿元，同比增长 81%/81%/29%；对应 PE 为 15/8/6 倍。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
营业收入	10915	23125	33670	43771
(+/-) (%)	263%	112%	46%	30%
归母净利润	1711	3092	5582	7193
(+/-) (%)	222%	81%	81%	29%
每股收益(元)	4.17	7.53	13.59	17.51
P/E	27	15	8	6

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

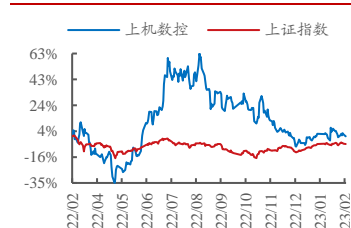
分析师：王华君
执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：李思扬
执业证书号：S1230522020001
lisiyang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥111.66
总市值(百万元)	45,869.65
总股本(百万股)	410.80

股票走势图



相关报告

- 《阶段性业绩低点已过；光伏一体化品类延伸业绩将持续高速增长——上机数控点评报告》 2023.01.31
- 《参股公司包头 10 万吨颗粒硅投产；迈向光伏一体化成本最低龙头之一——上机数控点评报告》 2023.01.03
- 《碳化硅衬底+设备重大突破——上机数控点评报告》 2022.11.06

■ 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：2023/2/27		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	111.7	459	4.2	7.5	13.6	17.5	27	15	8	6	5.9	34
隆基绿能	601012	44.2	3351	1.2	2.0	2.5	3.1	37	23	18	14	10.1	22.0
TCL 中环	002129	43.6	1407	1.2	2.3	2.9	3.5	35	19	15	13	4.4	15.8
通威股份	600438	41.2	1854	1.8	6.3	5.1	5.0	23	7	8	8	5.7	24.1
晶澳科技	002459	61.3	1443	0.9	2.1	3.2	4.1	71	30	19	15	9.4	13.1
晶科能源	688223	15.6	1561	0.1	0.3	0.6	0.7	137	57	28	21	0.0	8.8
天合光能	688599	61.7	1340	0.8	-	3.1	4.1	74	-	20	15	10.2	11.2
大全能源	688303	47.3	1011	2.7	9.2	7.5	6.6	18	5	6	7	7.8	54.2
行业平均值 (不包括上机数控)								56	20	16	13	7	21.3

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

■ 订单保障：公司 2023-2025 年合计金额达 399 亿元。

表 2：公司大单合同统计，2023-2025 年合计金额达 399 亿元

公告日期	公司	项目	年份时间						
			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				
2021/10/8	龙恒新能源	时间		2021年10-12月	2022年	2023年	2024年1-9月	合计	
		销售数量(亿片)		0.23	2.27	2.40	1.80	6.7	
		预计金额(亿元,含税)		1.35	13.31	14.08	10.56	39.3	
2021/10/25	爱旭股份	时间		2021年11-12月	2022年	2023年	合计		
		销售数量(亿片)		0.60	3.60	3.60	7.8		
		预计金额(亿元,含税)		3.85	23.12	23.12	50.09		
2022/3/9	爱旭股份	时间			2022年3-12月	2023年	2024年	合计	
		销售数量(亿片)			0.88	2.24	2.4	5.52	
		预计金额(亿元,含税)			5.74	14.6	15.65	35.99	
2022/3/17	捷泰新能源	时间			2022年3-12月	2023年	2024年	2025年	合计
		销售数量(亿片)			1.28	2.4	2.4	0.4	6.48
		预计金额(亿元,含税)			8.58	16.08	16.08	2.68	43.42
2022/10/17	一道新能源	时间				2023年	2024年	合计	
		销售数量(亿片)				3.5	4.8	6.48	
		预计金额(亿元,含税)				25.94	36.10	62.04	
2022/10/17	一道新能源(电池)	时间				2023年		合计	
		销售数量(亿片)				3.0		6.48	
		预计金额(亿元,含税)				31.92		31.92	
2023/2/25	捷泰新能源	时间				2023年3月	2024年	2025年2月	合计
		销售数量(亿片)				3.9	4.8	0.8	9.5
		预计金额(亿元,含税)				24.6	29.5	4.9	59.09
合计金额(亿元)			0.7	83.01	143.54	242.70	128.41	28.08	626

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)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	8530	24030	31867	46452
现金	2189	8263	15463	24517
交易性金融资产	1646	620	756	1008
应收账款	130	4361	2777	4063
其它应收款	100	91	155	258
预付账款	816	1814	2331	3222
存货	2444	8176	9500	12453
其他	1205	705	884	932
非流动资产	5960	6713	8174	9802
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	601	690
资产总计	14491	30743	40040	56254
流动负债	6710	19694	23360	32420
短期借款	0	96	69	55
应付款项	5651	17566	20034	27124
预收账款	2003	1757	2913	5049
其他	(945)	274	344	193
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	20051	23767	32788
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	7441	10691	16273	23466
负债和股东权益	14491	30743	40040	56254

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	916	5886	7215	9779
净利润	1711	3092	5582	7193
折旧摊销	235	307	404	515
财务费用	16	90	100	101
投资损失	(46)	(465)	(1985)	(1720)
营运资金变动	3576	8203	4495	6675
其它	(4576)	(5341)	(1380)	(2984)
投资活动现金流	(3153)	27	75	(586)
资本支出	(2571)	(1489)	(1684)	(1961)
长期投资	(123)	82	(14)	(18)
其他	(458)	1434	1773	1394
筹资活动现金流	2990	162	(90)	(139)
短期借款	(110)	96	(27)	(14)
长期借款	190	0	0	0
其他	2910	66	(63)	(125)
现金净增加额	754	6075	7200	9054

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10915	23125	33670	43771
营业成本	8760	18486	27265	34921
营业税金及附加	29	62	90	117
营业费用	7	15	23	29
管理费用	78	416	505	525
研发费用	387	1041	1347	1620
财务费用	16	90	100	101
资产减值损失	18	39	56	73
公允价值变动损益	225	21	27	24
投资净收益	46	465	1985	1720
其他经营收益	56	56	56	56
营业利润	1947	3519	6351	8184
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	1947	3519	6351	8184
所得税	236	426	769	991
净利润	1711	3092	5582	7193
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1711	3092	5582	7193
EBITDA	2161	3815	6754	8699
EPS (最新摊薄)	4.17	7.53	13.59	17.51

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	262.51%	111.86%	45.60%	30.00%
营业利润	217.78%	80.70%	80.50%	28.86%
归属母公司净利润	222.10%	80.69%	80.51%	28.86%
获利能力				
毛利率	19.75%	20.06%	19.02%	20.22%
净利率	15.68%	13.37%	16.58%	16.43%
ROE	33.88%	34.11%	41.40%	36.20%
ROIC	21.81%	27.98%	33.65%	30.24%
偿债能力				
资产负债率	48.65%	65.22%	59.36%	58.29%
净负债比率	4.30%	1.61%	1.30%	0.95%
流动比率	1.27	1.22	1.36	1.43
速动比率	0.91	0.81	0.96	1.05
营运能力				
总资产周转率	1.13	1.02	0.95	0.91
应收账款周转率	77.53	10.40	9.47	12.68
应付账款周转率	7.30	4.78	4.27	4.34
每股指标(元)				
每股收益	4.17	7.53	13.59	17.51
每股经营现金	2.23	14.33	17.56	23.80
每股净资产	27.04	26.03	39.61	57.12
估值比率				
P/E	26.80	14.83	8.22	6.38
P/B	5.89	4.29	2.82	1.95
EV/EBITDA	19.64	9.78	4.44	2.38

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>