

上机数控(603185)

公司点评

公司点评——机械设
备行业——证券研究

证券研究报告

再获东方日升 114 亿元大单！光伏 210 大硅片未来龙头地位逐步奠定！

——上机数控点评

事件：签订东方日升 114 亿重大销售合同公告，主要为 210 大硅片！

公司与东方日升签订“单晶硅片”长单销售合同。自 2021-2023 年，东方日升将向子公司弘元新材分别采购 4.5 亿、8 亿、10 亿片单晶硅片（合计 22.5 亿片，上下浮动不超过 10%）。按照 PVInfoLink 当前市场均价，预计三年总销售金额约 113.63 亿元（含税）。

投资要点

□ 与东方日升签 114 亿硅片长单，又一百亿元级大单！公司 210 大硅片被市场高度认可！

1) 2020 年 1 月、11 月以来，公司与天合光能先后签订 12 亿元（3.67 亿片，约 2GW）销售合同、和 5 年 102 亿元（20 亿片、20GW）210 大尺寸硅片销售合同，叠加本次与东方日升签订 114 亿长单，未来几年未执行订单合计金额超 216 亿元。2) 从采购量级来看，未来 3 年东方日升将向公司分别采购 4.5 亿片、8 亿片和 10 亿片单晶硅片，数量逐年提升。我们判断公司 210 大硅片被市场高度认可。同时表明公司单晶硅产能快速扩大，未来成长空间广阔。

□ 预计 210 大硅片占比 67%、83%、100%，光伏 210 大硅片未来龙头地位逐步奠定！

从尺寸结构上看，我们判断 210 大硅片在本次合同中的占比将逐年提升。1) 假设：本次采购合同以 166 和 210 尺寸为主，参考当前市场均价 3.25 元/片和 5.45 元/片进行测算。2) 预计 2021-2023 年，按片数估算，210 尺寸将分别占比 56%、75%、100%；按 GW 级估算，210 尺寸将分别占比 67%、83%、100%。3) 我们认为，公司将成为 210 大硅片规模最大、最重要的供应商之一，有望在大尺寸硅片领域“弯道超车”！光伏 210 大硅片未来龙头地位逐步奠定！

□ 210 大硅片需求、进度超预期；公司良率已达 95%；预计第四季度业绩将超市场预期

1) 目前下游各大厂商已纷纷布局 210 组件。主要厂商包括：天合光能、通威、东方日升、阿特斯等，均为公司重要下游客户之一。从天合、东方日升、阿特斯的产能规划来看，预计 2021 年三家组件产能合计将超 100GW。我们判断，其中 210 大尺寸产能有望超 50GW。2) 此前市场质疑，公司 210 切片良率不及预期。11 月 23 日，公司已官宣其量产切割的 210 硅片良率已达到 95%左右，我们判断，公司 210 尺寸良率还将进一步提升。3) 10 月以来，硅料价格持续下降，硅片价格仍保持坚挺，预计四季度公司业绩、盈利能力有望超市场预期。

□ 盈利预测：上调 6-12 月目标市值至 380 亿元

预计 2020-2022 年公司净利润 5.8/17.2/29.8 亿元，同比增长 213%/197%/73%，对应 PE 为 33/13/7 倍。我们保守给予 2021 年 22 倍 PE，上调 6-12 月目标市值至 380 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：疫情对全球光伏需求影响、全行业大幅扩产导致竞争格局恶化。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	806	3637	10206	17581
(+/-)	18%	351%	181%	72%
净利润	185	580	1722	2981
(+/-)	-8%	213%	197%	73%
每股收益(元)	0.8	2.4	6.2	10.7
P/E	103	33	13	7
ROE	11%	21%	28%	29%
PB	8.3	4.5	2.4	1.8

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥79.83

单季度业绩 元/股

3Q/2020	0.83
2Q/2020	0.38
1Q/2020	0.35
4Q/2019	0.19

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】二期 8GW 单晶项目点火成功！光伏 210 大硅片龙头扩产速度超预期！-浙商机械军工 2020.11.10
- 2【上机数控】光伏 210 大硅片未来龙头；非硅成本、盈利能力逐步向隆基看齐！-浙商机械军工 2020.11.06
- 3【上机数控】光伏行业首个 210 大硅片百亿长单落地，战略意义重大！公司占核心地位-浙商机械军工 2020.11.02
- 4【上机数控】单三季度业绩增 245% 超预期！单晶硅盈利能力向隆基看齐-浙商机械军工 2020.10.23

■ **附录 1:** 公司与天合光能、东方日升大单合同统计, 未执行订单合计金额超 216 亿元。

表 1: 公司与天合光能、东方日升签订的 3 大采购合同统计, 未执行订单合计金额超 216 亿元

天合光能 (日期: 2020-01-22)			天合光能 (日期: 2020-11-03)			东方日升 (日期: 2020-11-29)		
时间	销售数量 (亿片)	预计金额 (亿元, 含税)	时间	销售数量 (亿片)	预计金额 (亿元, 含税)	时间	销售数量 (亿片)	预计金额 (亿元, 含税)
2020 年	3.67	12.15	2021 年	4	20.48	2021 年	4.5	20.03
2021 年	2020 年底重新商议		2022 年	4	20.48	2022 年	8	39.1
2022 年	2021 年底重新商议		2023 年	4	20.48	2023 年	10	54.5
			2024 年	4	20.48	合计	22.5	113.63
			2025 年	4	20.48			
			合计	20	102.4			

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

■ **附录 2:** 预计上机数控的几家重要客户——2021 年底天合光能、东方日升、阿特斯等几家组件产能合计将超 100GW。我们判断, 其中 210 大尺寸产能有望超 50GW。

表 2: 三大主要环节 210 产能供应情况

	企业名称	210 产能供应情况
硅片	中环	2021 年硅片产能将达到 85GW, 其中 G12 达到 50GW
	上机数控	210 硅片, 公司产能预计未来将超 13GW
	隆基	2021 年视市场需求供应
电池	通威	2021 年底 210 向下兼容产能为 20GW
	爱旭	2020 年底兼容 210 以下的电池产能为 24GW
	天合光能	2021 年电池产能达 26GW, 其中 18-20GW 为 210 电池
组件	天合光能	2020 年底组件产能达 22GW, 其中 210 产能 12GW, 2021 年底组件产能达 50GW 以上, 210 组件产能为 35GW
	东方日升	2020 年底 210 组件产能 3GW, 2021 年预计可以扩产到 10GW。公司 2021 年年底光伏组件产能规划为不低于 30GW。
	阿特斯	预计 2020 年组件出货量约 11GW-12GW, 2021 年将达 18GW-20GW
	环晟光伏	2020 年底 210 组件产能 3GW, 2021 年计划扩至 12-15GW

资料来源: 光伏们、公司新闻, 浙商证券研究所整理

- **附录 3:** 公司与光伏行业新老客户合作稳定, 单晶硅业务销售情况良好。

表 3: 公司单晶硅业务: 已经覆盖主流组件和电池片厂商

客户分类	上机数控光伏单晶硅客户	进展
现有客户	阿特斯、通威集团、晶澳科技、保利协鑫等	单晶硅销售情况良好
新客户	天合光能、东方日升、爱旭股份、正泰新能源、山西潞安、东磁新能源等	已通过该等企业的质量检测及认证, 实现批量供货

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

- **附录 4:** 国内主要单晶硅厂商扩产计划。隆基、中环双寡头垄断, 市场亟需独立第三方供应商。

表 4: 国内主要单晶硅厂商扩产计划

厂商	2019 年底 产能 (GW)	2020 年底 产能规划 (GW)	2021 年底产 能规划 (GW)	现有产能及 2020 年扩产计划表述
隆基	42.0	80	100	根据公司 2019 年年报, 截至 2019 年底, 公司单晶硅片产能达到 42GW; 2019 年单晶硅片产量为 64.78 亿片, 同比增长 78%; 扩产目标: 截至 2020 年底, 单晶硅片年产能达到 75GW 以上; 2020 年度单晶硅片出货量目标 58GW (含自用)。
中环	33.0	55	70	根据公司 2019 年年报, 截至 2019 年末, 公司太阳能级单晶硅材料年产能合计达到 33GW; 根据公司 2019 年度业绩网上说明会内容, 预计 2020 年末产能达到 55GW, 其中 G12 产能 19GW。
晶科	11	18	30	2019 年底, 晶科能源硅片产能为 15GW (其中单晶硅产能 11GW)。2019 年 11 月, 晶科能源将在四川省乐山市 5GW 单晶硅片产能的基础上再扩建 5GW 单晶硅片产能, 预计将在 2020 年第二季度全面达产。
晶澳	11.5	12.8	25	根据公司 2019 年年报: 预计到 2020 年底, 公司组件产能将超过 16GW, 硅片和电池环节产能达到组件产能的 80% 左右。
上机	2.0	>5	>20	弘元新材 5GW 项目预计于 2020 年达产。根据公司公告, 不断改进的工艺技术推动了生产效率的提升, 公司“5GW 单晶硅拉晶生产项目”的实际产能水平超过预期。公司 2020 年 7 月发布 30 亿定增预案, 主要用于 8GW 单晶硅项目。
京运通	2.0	5	10	乌海一期单晶硅总产能为 5GW, 如果定增项目 (拟募资 25 亿元) 完成后, 公司单晶硅棒总产能预计可达 15GW。
合计	101.5	>175.8	>255	

资料来源: 各公司公告、官网、浙商证券研究所整理 (2020&2021 年产能规划为我们预测值)

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1607	3046	6088	10687
现金	393	471	600	954
交易性金融资产	213	71	95	126
应收账款	408	764	2015	4460
其它应收款	2	5	15	28
预付账款	67	297	611	924
存货	356	1379	2674	4093
其他	169	58	78	101
非流动资产	1156	2942	6076	7012
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	602	2589	5482	6589
无形资产	50	48	45	42
在建工程	258	213	426	216
其他	246	92	123	165
资产总计	2763	5988	12163	17699
流动负债	1037	3629	5281	7833
短期借款	177	1563	816	105
应付款项	786	1785	3819	6601
预收账款	36	182	408	703
其他	38	99	238	424
非流动负债	18	8	10	12
长期借款	0	0	0	0
其他	18	8	10	12
负债合计	1055	3637	5291	7845
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1708	2351	6872	9854
负债和股东权益	2763	5988	12163	17699

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(91)	557	1503	2385
净利润	185	580	1722	2981
折旧摊销	23	104	262	397
财务费用	2	35	49	12
投资损失	(25)	(9)	(11)	(15)
营运资金变动	407	679	716	312
其它	(684)	(833)	(1233)	(1302)
投资活动现金流	(757)	(1893)	(3377)	(1309)
资本支出	(726)	(2045)	(3366)	(1293)
长期投资	0	0	0	0
其他	(31)	152	(11)	(15)
筹资活动现金流	144	1414	2003	(723)
短期借款	177	1386	(747)	(711)
长期借款	0	0	0	0
其他	(33)	28	2751	(12)
现金净增加额	(704)	78	129	354

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	806	3637	10206	17581
营业成本	492	2704	7639	13202
营业税金及附加	7	31	86	148
营业费用	9	36	102	176
管理费用	42	80	151	260
研发费用	41	64	122	211
财务费用	2	35	49	12
资产减值损失	55	36	92	158
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	25	9	11	15
其他经营收益	32	12	16	20
营业利润	215	671	1992	3449
营业外收支	-0	-0	-0	-0
利润总额	214	671	1992	3449
所得税	29	91	270	468
净利润	185	580	1722	2981
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	185	580	1722	2981
EBITDA	241	810	2303	3858
EPS (最新摊薄)	0.8	2.4	6.2	10.7

主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	18%	351%	181%	72%
营业利润	-8%	213%	197%	73%
归属母公司净利润	-8%	213%	197%	73%
获利能力				
毛利率	39%	26%	25%	25%
净利率	23%	16%	17%	17%
ROE	11%	29%	37%	36%
ROIC	10%	16%	23%	30%
偿债能力				
资产负债率	38%	61%	43%	44%
净负债比率	17%	43%	15%	1%
流动比率	1.5	0.8	1.2	1.4
速动比率	1.2	0.5	0.6	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.8	1.1	1.2
应收帐款周转率	2.3	8.7	12.3	9.1
应付帐款周转率	3.0	4.3	5.1	4.9
每股指标(元)				
每股收益	0.8	2.4	6.2	10.7
每股经营现金	-0.4	2.3	5.4	8.5
每股净资产	9.7	9.8	24.6	35.2
估值比率				
P/E	103	33	13	7
P/B	8.2	8.1	3.2	2.3
EV/EBITDA	17	25	10	6

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>