

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

单三季度业绩增 245%超预期! 单晶硅盈利能力向隆基看齐

——上机数控三季报点评

事件: 前三季度收入增长 317%, 归母净利润增长 126%; 第三季度大幅加速

前三季度实现营业收入 19.5 亿元, yoy+317%; 实现归母净利润 3.4 亿元, yoy+126%; 毛利率 27.2%, 环比+3.6pct, 净利率 17.6%, 环比+3.7pct。

单 Q3 度实现营业收入 8.6 亿元, yoy+399%; 实现归母净利润 1.9 亿元, yoy+245%。

投资要点

□ **业绩加速增长大超预期! 第三季度单季: 收入同比增长 399%, 净利润同比增长 245%**

1) 受益单晶硅业务的快速放量, 公司业绩再超预期。公司前三季度营收增长 317%, 归母净利润增长 126%; 其中, 单 Q3 季度营收增长 399%, 归母净利润增长 245%, 业绩加速增长。

2) 盈利能力提升显著, 费用管控良好。前三季度公司毛利率 27.2%, 环比+3.6pct, 净利率 17.6%, 环比+3.7pct。三项费用率为 7.1%, 环比-0.1pct。

□ **单晶硅: Q3 单季模拟毛利率约 33%、模拟净利率约 24%超预期, 接近行业龙头隆基**

光伏单晶硅已为公司前三季度第一大收入和利润来源, 占比约 81%和 85%。(注: 我们将公司单晶硅业务模拟值为: 合并报表(无锡老业务+包头新业务)与母公司报表(无锡老业务)相减)

1) **单晶硅业务营收、净利润大幅增长:** 前三季度实现营收 15.8 亿元, 环比上半年+82%; 实现净利润 2.9 亿元, yoy+140%。单看 Q3 季度, 实现营收 7.1 亿元, 环比 Q2 单季+41%; 实现净利润 1.7 亿元, 环比 Q2 单季+141%。2) **盈利能力超市场预期:** 前三季度, 毛利率 26.5% (环比上半年+5.4pct), 净利率 18.4% (环比上半年+4.5pct)。其中, Q3 单季毛利率 33.1% (环比 Q2+11pct), 净利率 23.9% (环比 Q2+9.9pct), 逐步接近隆基(隆基上半年单晶硅毛利率 34.8%)。

□ **光伏单晶硅独立第三方供应商, 后发优势渐显, 盈利能力将进一步向隆基看齐**

公司单晶硅产品品质已和龙头隆基无显著差异; 盈利能力向隆基看齐。随着规模扩大, 硅料成本、人工成本差异的缩小, 以及工艺技术日益改进, 公司单晶硅综合成本和隆基差距日益缩小。

□ **公司单晶硅大幅扩产, 产能有望超 13GW, 全球单晶硅市场有望“三分天下”**

公司未来光伏单晶硅产能将超 13GW。根据公司公告, 公司“5GW 单晶硅拉晶生产项目”的实际产能水平超过预期; 7 月发布 30 亿定增预案, 主要用于 8GW 单晶硅项目, 目前进展顺利。我们判断作为独立第三方硅片供应平台, 未来产能规模有望进一步扩大, 成长空间广阔。

□ **盈利预测**

预计 2020-2022 年公司净利润 5.6/16/26.2 亿元, 同比增长 203%/185%/63%, 对应 PE 为 34/12/7 倍。给予 2021 年 20 倍 PE, 6-12 月目标市值 312 亿元。维持“买入”评级。

风险提示: 疫情对光伏需求影响、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	3511	10202	17574
(+/-)	18%	335%	191%	72%
净利润	185	562	1602	2619
(+/-)	-8%	203%	185%	63%
每股收益(元)	0.8	2.8	6.7	11.0
P/E	104	34	12	7
ROE	11%	21%	28%	29%
PB	8.6	4.7	2.5	1.9

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥83.16

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

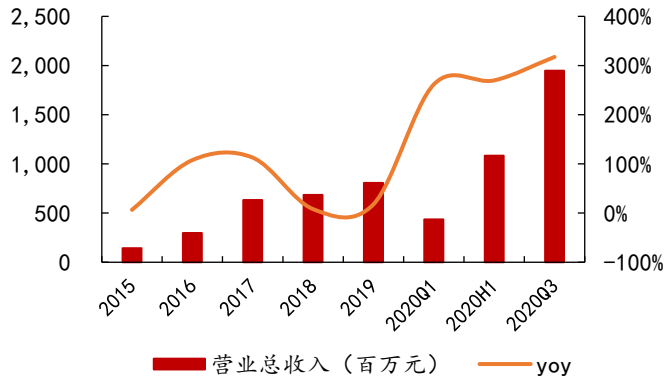
1【上机数控】深度:《成长三部曲——高品质、高接受度、高盈利能力-20201009》2020.10.09

2【上机数控】《签订硅料重大采购合同近 40 亿元, 单晶硅业务有望超预期-20200901》2020.09.01

3【上机数控】《光伏单晶硅盈利能力超预期, 切片机将迎迭代需求》2020.08.28

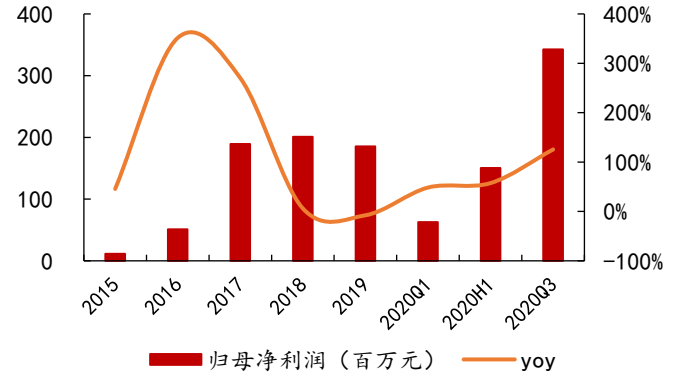
- **附录 1: 公司业绩呈加速增长趋势。**前三季度实现营业收入 19.5 亿元, yoy+317%; 实现归母净利润 3.4 亿元, yoy+126%; 单 Q3 实现营业收入 8.6 亿元, yoy+399%; 实现归母净利润 1.9 亿元, yoy+245%。

图 1: 前三季度公司营收 19.5 亿元, yoy+317%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

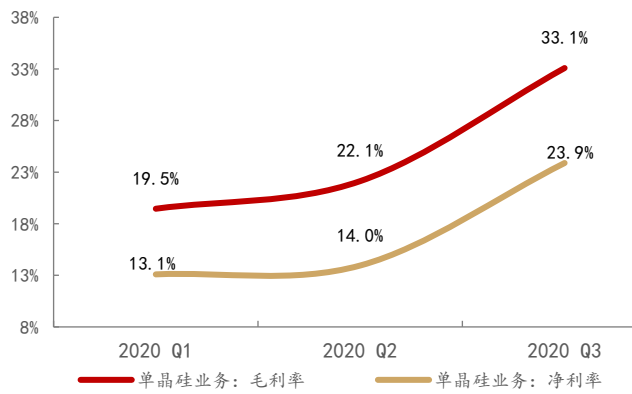
图 2: 前三季度公司归母净利润 3.4 亿元, yoy+126%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

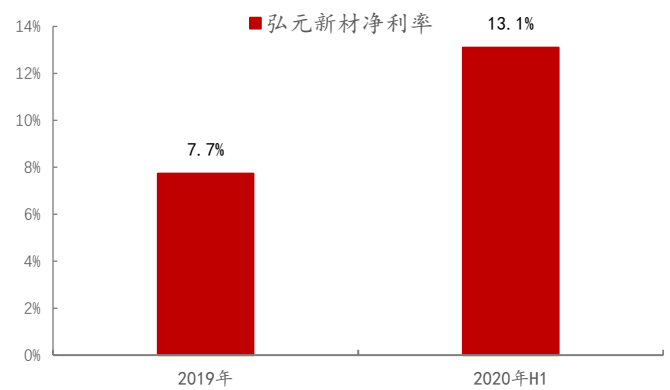
- **附录 2: 单晶硅业务盈利能力持续提升。**Q3 单季度单晶硅毛利率、净利率达 33.1% 和 23.9%。(注: 单晶硅业务为模拟值, 通过对合并报表和母公司报表的相减计算所得, 可能比实际情况略高 1 个百分点左右——公司公告 2020 年 H1 子公司弘元新材(包头单晶硅业务)净利率为 13.1%, 和我们模拟值计算的约 14% 误差在 1 个百分点之内)

图 3: 公司单晶硅净利率提升(模拟值, 可能较实际略高些)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

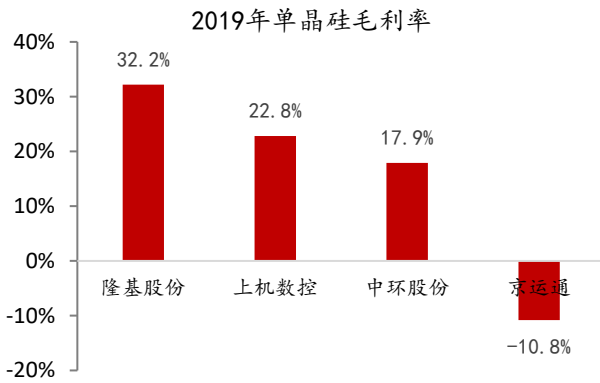
图 4: 公司单晶硅(子公司弘元新材)上半年精确净利率为 13.1%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

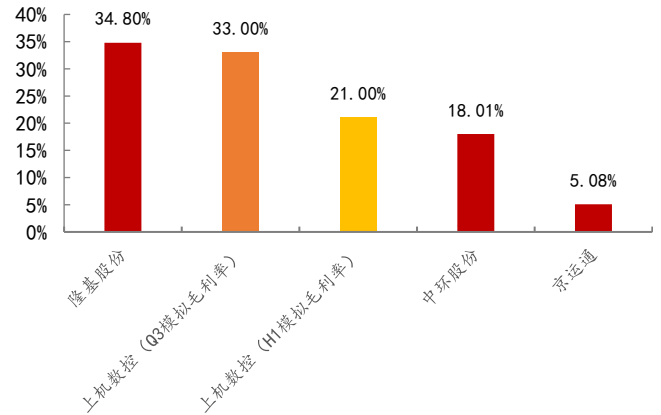
■ 附录 3: 上机数控单晶硅毛利率已逼近行业龙头隆基。

图 5: 2019 年上机数控单晶硅毛利率介于隆基、中环之间



资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所整理

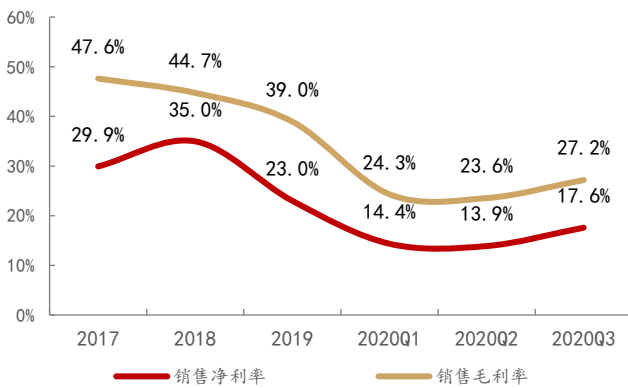
图 6: 2020 年 Q3 上机单晶硅模拟毛利率已逼近隆基 H1 数据



资料来源: 各公司公告 (注: 除上机数控外, 其余为 2020 上半年数据), 浙商证券研究所整理

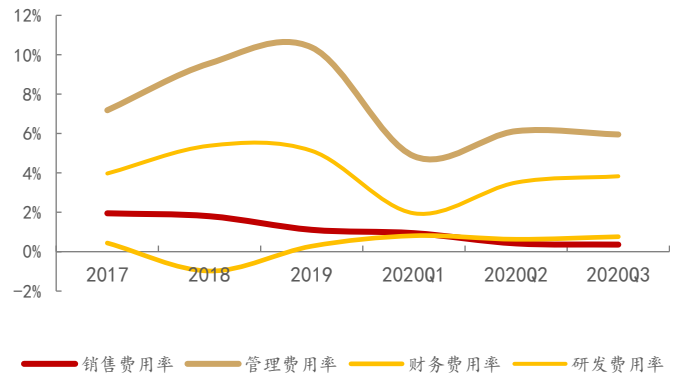
■ 附录 4: 受益于单晶硅业务快速增长, 公司盈利能力持续提升; 三费管控良好。

图 7: 2020 年 Q3 毛利率 27.2%, 净利率 17.6%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

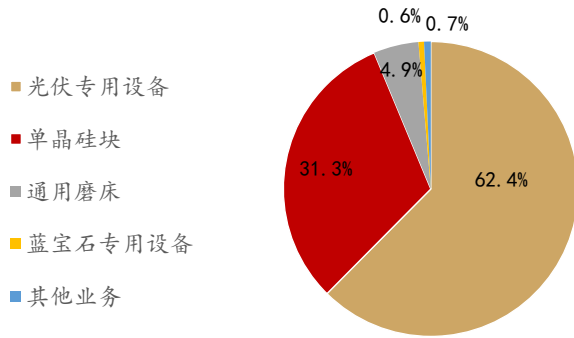
图 8: 三费管控良好, 三季度报占比营收约 7.1%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

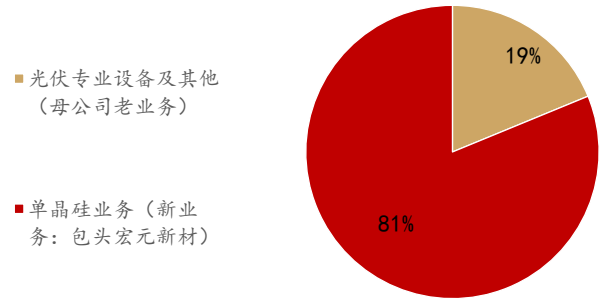
■ 附录 5: “光伏专用设备+单晶硅材料”双轮驱动业务发展。光伏单晶硅为公司第一大收入和利润贡献来源, 收入占比约 81%, 净利润占比约 85%。

图 9：2019 年公司单晶硅业务收入占比达 31%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：2020 年前三季度公司单晶硅业务收入占比 81%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

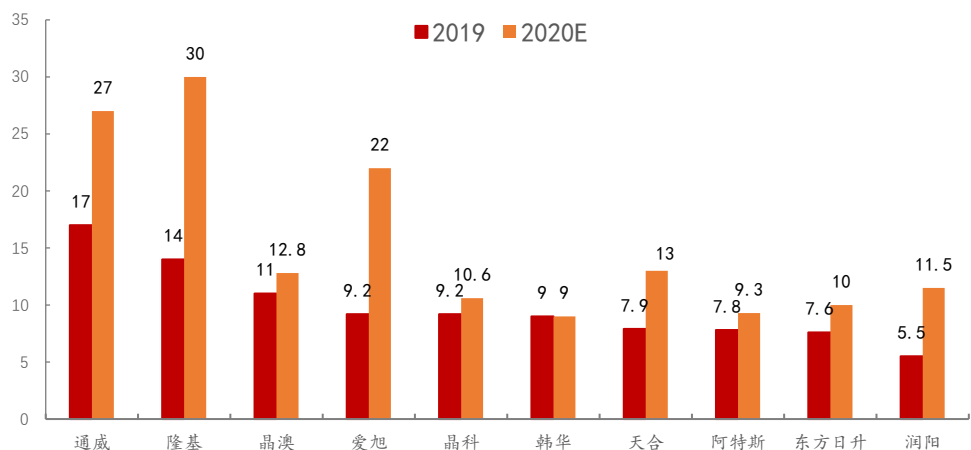
■ 附录 6：公司与光伏行业新老客户合作稳定，单晶硅业务销售情况良好。

表 1：公司单晶硅业务：已经覆盖主流电池片厂商

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、爱旭股份、正泰新能源、山西潞安、东磁新能源、东方日升等	已通过该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

图 11：公司晶硅客户已覆盖主要电池片厂商：通威、爱旭、天合、阿特斯、东方日升等



资料来源：solarzoom，浙商证券研究所整理

- **附录 7: 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 2: 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	75	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	65	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	>13	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	170.8	>243	

资料来源：各公司公告、官网、浙商证券研究所整理（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	2959	6394	11501
现金	393	471	849	1623
交易性金融资产	213	71	95	126
应收账款	408	737	2016	4460
其它应收款	2	5	15	28
预付账款	67	287	622	951
存货	356	1330	2720	4211
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	5901	12470	18514
流动负债	1037	2274	4614	8036
短期借款	177	281	79	105
应付款项	786	1721	3885	6792
预收账款	36	176	408	703
其他	38	96	241	436
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	2282	4623	8048
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1708	3619	7847	10466
负债和股东权益	2763	5901	12470	18514

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(91)	523	1332	2043
净利润	185	562	1602	2619
折旧摊销	23	104	262	397
财务费用	2	5	(1)	(14)
投资损失	(25)	(9)	(11)	(15)
营运资金变动	407	645	809	430
其它	(684)	(785)	(1329)	(1375)
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	1449	2423	40
短期借款	177	104	(202)	26
长期借款	0	0	0	0
其他	(33)	1345	2626	14
现金净增加额	(704)	78	378	774

资料来源: Wind、浙商证券研究所

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	806	3511	10202	17574
营业成本	492	2608	7771	13584
营业税金及附加	7	29	86	147
营业费用	9	35	102	176
管理费用	42	105	194	299
研发费用	41	63	133	228
财务费用	2	5	-1	-14
资产减值损失	55	35	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	650	1854	3030
营业外收支	-0	-0	-0	-0
利润总额	214	650	1854	3030
所得税	29	88	251	411
净利润	185	562	1602	2619
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	185	562	1602	2619
EBITDA	241	759	2114	3413
EPS (最新摊薄)	0.8	2.8	6.7	11.0

主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	18%	335%	191%	72%
营业利润	-8%	203%	185%	63%
归属母公司净利润	-8%	203%	185%	63%
获利能力				
毛利率	39%	26%	24%	23%
净利率	23%	16%	16%	15%
ROE	11%	21%	28%	29%
ROIC	10%	15%	20%	25%
偿债能力				
资产负债率	38%	39%	37%	43%
净负债比率	17%	12%	2%	1%
流动比率	1.5	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.2	0.7	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.8	1.1	1.1
应收帐款周转率	2.3	8.5	12.4	9.1
应付帐款周转率	3.0	4.3	5.2	4.9
每股指标(元)				
每股收益	0.8	2.8	6.7	11.0
每股经营现金	-0.4	2.6	5.6	8.6
每股净资产	9.7	17.8	32.9	43.9
估值比率				
P/E	104	34	12	7
P/B	8.6	4.7	2.5	1.9
EV/EBITDA	17	22	9	5

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>