

# 上机数控 (603185) \ 电力设备与新能源

## 业绩表现优于预期，一体化加速成长

### 事件：

2022年10月上机数控发布2022年三季报，2022年前三季度实现营收174.86亿元，同比增长130.49%，归母净利润28.31亿元，同比增长101.43%，扣非归母净利润24.27亿元，同比增长82.14%，业绩优于预期。

### ► 切片产能持续释放，毛利率逐季度提升

2022年前三季度公司综合毛利率23.73%，受益于硅片产能利用率维持高位，工艺持续成熟和配套切片产能释放，2022年上半年公司综合毛利率呈现上涨趋势，Q1至Q3分别为15.92%/24.38%/30.45%。2022年前三季度公司净利率为16.19%，随公司一体化布局逐步成形，公司盈利能力有望持续上升，Q1至Q3净利率分别为11.54%/15.93%/20.81%。

### ► 硅片产能维持高速增长

截至报告发布日，公司拥有单晶硅产能达35GW，2022年前三季度硅片出货量达23.22GW，产能利用率维持高位。公司拥有丰富的N型硅片产品线，以满足N型硅片日益增长的需求。同时公司拥有25GW切片产能，切片自供比例达70%，进一步提升了公司硅片业务的盈利能力。公司将于包头额外投建年产40GW单晶硅拉晶及配套生产项目，项目分为二期各20GW单晶硅产能，有望进一步提高公司硅片市场占有率，预计到明年公司将拥有75GW硅片产能。

### ► 硅料、硅片、电池一体化布局助力高成长

硅料方面，公司拟在包头投资118亿建设年产15万吨工业硅及10万吨高纯晶硅项目，一期预计投资建设8万吨高纯工业硅、5万吨高纯晶硅，项目建成后保障公司原材料供应，规避盈利波动风险，进一步提升公司的行业综合竞争力和盈利能力。N型电池环节，公司积极拓展建设TOPCON、异质结等N型电池产能，将于徐州投资150亿元建设年产25GW单晶硅切片及年产24GW的N型高效晶硅电池生产项目。这将进一步扩大公司现有产业规模，发挥上下游联动优势，进一步完善公司光伏产业链布局。

### ► 盈利预测、估值与评级

公司进入硅片环节后分别向上游延伸至硅料、向下游延伸至N型电池，我们预计公司2022-2024年营收分别为247.3/372.2/444.5亿元（原值为230.9/300.5/347.0亿元），归母净利润分别为38.8/50.8/62.4亿元（原值为30.2/40.4/50.0亿元），EPS分别为9.94/13.01/15.98元，对应PE分别为13.6/10.4/8.4，未来三年CAGR达53.90%，公司一体化布局，盈利再添新动能，给予公司23年PE为16倍，对应目标价208.16元，维持“买入”评级。

**风险提示：** 订单不及预期、硅片环节产能释放过快、扩产不及预期

| 财务数据和估值     | 2020A    | 2021A     | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元）   | 3,011.01 | 10,915.32 | 24,727.23 | 37,217.05 | 44,448.94 |
| 增长率（%）      | 273.48%  | 262.51%   | 126.54%   | 50.51%    | 19.43%    |
| EBITDA（百万元） | 724.33   | 2,198.42  | 5,254.70  | 7,129.48  | 8,853.14  |
| 归母净利润（百万元）  | 531.33   | 1,711.41  | 3,879.49  | 5,078.87  | 6,238.29  |
| 增长率（%）      | 186.72%  | 222.10%   | 126.68%   | 30.92%    | 22.83%    |
| EPS（元/股）    | 1.36     | 4.38      | 9.94      | 13.01     | 15.98     |
| 市盈率（P/E）    | 99.1     | 30.8      | 13.6      | 10.4      | 8.4       |
| 市净率（P/B）    | 20.3     | 7.1       | 5.2       | 3.8       | 2.9       |
| EV/EBITDA   | 46.7     | 19.4      | 8.9       | 5.9       | 4.2       |

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2022年9月30日收盘价

投资评级：

行 业： 电源设备

投资建议： 买入（维持评级）

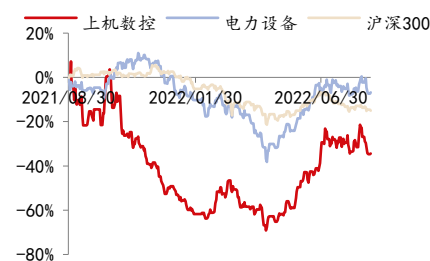
当前价格： 134.90 元

目标价格： 208.16 元

### 基本数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通股本（百万股） | 390/387       |
| 流通A股市值（百万元）   | 52,264        |
| 每股净资产（元）      | 26.01         |
| 资产负债率（%）      | 51.11         |
| 一年内最高/最低（元）   | 341.03/102.01 |

### 股价相对走势



分析师：贺朝晖

执业证书编号：S0590521100002

邮箱：hezha@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《上机数控：业绩符合预期，一体化布局助力高成长》2022.08.29
- 2、《上机数控：硅料价格使业绩承压 向上游硅料延伸再出发》2022.04.28
- 3、《上机数控：单晶硅片产能扩建迅猛，业绩持续高增长》2021.08.29

## 财务预测摘要

### 资产负债表

| 单位:百万元           | 2020A          | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           |
|------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金             | 559.3          | 2,188.5         | 8,123.5         | 15,353.9        | 22,086.2        |
| 应收账款+票据          | 807.2          | 1,241.6         | 2,812.6         | 4,233.3         | 5,055.9         |
| 预付账款             | 142.3          | 816.3           | 1,690.5         | 2,544.4         | 3,038.9         |
| 存货               | 707.5          | 2,444.5         | 4,755.1         | 6,544.5         | 6,810.3         |
| 其他               | 91.4           | 1,839.5         | 2,084.1         | 2,305.3         | 2,433.4         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2,307.6</b> | <b>8,530.4</b>  | <b>19,465.9</b> | <b>30,981.4</b> | <b>39,424.7</b> |
| 长期股权投资           | 0.0            | 123.3           | 123.3           | 123.3           | 123.3           |
| 固定资产             | 1,526.6        | 4,148.3         | 5,131.3         | 7,168.1         | 8,508.8         |
| 在建工程             | 602.3          | 577.6           | 1,788.8         | 1,500.0         | 1,500.0         |
| 无形资产             | 130.1          | 221.0           | 184.2           | 147.4           | 110.5           |
| 其他非流动资产          | 334.8          | 890.2           | 888.3           | 886.5           | 886.5           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2,593.9</b> | <b>5,960.4</b>  | <b>8,116.0</b>  | <b>9,825.2</b>  | <b>11,129.2</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>4,901.4</b> | <b>14,490.8</b> | <b>27,581.9</b> | <b>40,806.7</b> | <b>50,553.8</b> |
| 短期借款             | 110.1          | 0.0             | 2,000.0         | 3,500.0         | 4,500.0         |
| 应付账款+票据          | 1,329.9        | 5,650.8         | 12,440.6        | 19,262.4        | 22,908.4        |
| 其他               | 466.4          | 1,058.7         | 2,613.5         | 3,963.3         | 4,727.3         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1,906.4</b> | <b>6,709.6</b>  | <b>17,054.1</b> | <b>26,725.6</b> | <b>32,135.7</b> |
| 长期带息负债           | 219.1          | 205.0           | 235.9           | 233.9           | 204.1           |
| 长期应付款            | 0.0            | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| 其他               | 113.8          | 135.3           | 135.3           | 135.3           | 135.3           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>332.9</b>   | <b>340.3</b>    | <b>371.1</b>    | <b>369.2</b>    | <b>339.4</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,239.4</b> | <b>7,049.8</b>  | <b>17,425.3</b> | <b>27,094.8</b> | <b>32,475.2</b> |
| 少数股东权益           | 0.0            | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| 股本               | 243.8          | 275.2           | 390.5           | 390.5           | 390.5           |
| 资本公积             | 1,252.9        | 4,502.9         | 4,387.6         | 4,387.6         | 4,387.6         |
| 留存收益             | 1,165.3        | 2,662.9         | 5,378.6         | 8,933.8         | 13,300.6        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,662.1</b> | <b>7,441.0</b>  | <b>10,156.7</b> | <b>13,711.9</b> | <b>18,078.7</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>4,901.4</b> | <b>14,490.8</b> | <b>27,581.9</b> | <b>40,806.7</b> | <b>50,553.8</b> |

### 现金流量表

| 单位:百万元         | 2020A         | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           |
|----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 531.3         | 1,711.4         | 3,879.5         | 5,078.9         | 6,238.3         |
| 折旧摊销           | 88.3          | 235.1           | 844.4           | 1,290.8         | 1,696.1         |
| 财务费用           | 23.5          | 16.1            | -3.9            | 59.9            | 59.1            |
| 存货减少           | -351.3        | -1,737.0        | -2,310.6        | -1,789.4        | -265.9          |
| 营运资金变动         | -679.4        | -852.0          | 3,344.1         | 3,886.4         | 2,699.1         |
| 其它             | 470.1         | 1,531.4         | 2,269.4         | 1,730.6         | 182.4           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>82.6</b>   | <b>905.0</b>    | <b>8,022.9</b>  | <b>10,257.2</b> | <b>10,609.2</b> |
| 资本支出           | -605.6        | -828.0          | -3,000.0        | -3,000.0        | -3,000.0        |
| 长期投资           | 230.9         | -2,312.0        | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| 其他             | -105.6        | -12.7           | 41.2            | 58.8            | 83.4            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-480.4</b> | <b>-3,152.8</b> | <b>-2,958.8</b> | <b>-2,941.2</b> | <b>-2,916.6</b> |
| 债权融资           | 152.1         | -124.3          | 2,030.9         | 1,498.0         | 970.3           |
| 股权融资           | 67.4          | 31.4            | 115.2           | 0.0             | 0.0             |
| 其他             | 348.8         | 3,082.8         | -1,275.2        | -1,583.6        | -1,930.6        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>568.3</b>  | <b>2,989.9</b>  | <b>870.9</b>    | <b>-85.6</b>    | <b>-960.3</b>   |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>170.5</b>  | <b>742.1</b>    | <b>5,935.0</b>  | <b>7,230.4</b>  | <b>6,732.3</b>  |

### 利润表

| 单位:百万元           | 2020A          | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           |
|------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>3,011.0</b> | <b>10,915.3</b> | <b>24,727.2</b> | <b>37,217.1</b> | <b>44,448.9</b> |
| 营业成本             | 2,183.8        | 8,759.6         | 19,284.6        | 29,859.2        | 35,511.0        |
| 税金及附加            | 11.4           | 29.2            | 66.2            | 99.6            | 118.9           |
| 营业费用             | 6.1            | 7.3             | 12.4            | 14.9            | 13.3            |
| 管理费用             | 191.2          | 464.6           | 1,001.5         | 1,451.5         | 1,711.3         |
| 财务费用             | 23.5           | 16.1            | -3.9            | 59.9            | 59.1            |
| 资产减值损失           | -1.9           | -5.8            | -13.2           | -19.9           | -23.7           |
| 公允价值变动收益         | 0.0            | 225.0           | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| 投资净收益            | 9.1            | 46.0            | 52.0            | 72.0            | 100.0           |
| 其他               | 10.6           | 43.5            | 8.9             | -5.3            | -13.5           |
| <b>营业利润</b>      | <b>612.8</b>   | <b>1,947.3</b>  | <b>4,414.2</b>  | <b>5,778.9</b>  | <b>7,098.1</b>  |
| 营业外净收益           | -0.3           | -0.1            | -0.1            | -0.1            | -0.1            |
| <b>利润总额</b>      | <b>612.5</b>   | <b>1,947.3</b>  | <b>4,414.1</b>  | <b>5,778.8</b>  | <b>7,098.0</b>  |
| 所得税              | 81.2           | 235.8           | 534.6           | 699.9           | 859.7           |
| <b>净利润</b>       | <b>531.3</b>   | <b>1,711.4</b>  | <b>3,879.5</b>  | <b>5,078.9</b>  | <b>6,238.3</b>  |
| 少数股东损益           | 0.0            | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>531.3</b>   | <b>1,711.4</b>  | <b>3,879.5</b>  | <b>5,078.9</b>  | <b>6,238.3</b>  |

### 财务比率

|                 | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>     |         |         |         |         |         |
| 营业收入            | 273.48% | 262.51% | 126.54% | 50.51%  | 19.43%  |
| EBIT            | 193.54% | 208.68% | 124.63% | 32.39%  | 22.58%  |
| EBITDA          | 202.05% | 203.51% | 139.02% | 35.68%  | 24.18%  |
| 归母净利润           | 186.72% | 222.10% | 126.68% | 30.92%  | 22.83%  |
| <b>获利能力</b>     |         |         |         |         |         |
| 毛利率             | 27.47%  | 19.75%  | 22.01%  | 19.77%  | 20.11%  |
| 净利率             | 17.65%  | 15.68%  | 15.69%  | 13.65%  | 14.03%  |
| ROE             | 19.96%  | 23.00%  | 38.20%  | 37.04%  | 34.51%  |
| ROIC            | 40.60%  | 55.94%  | 94.02%  | 118.92% | 185.72% |
| <b>偿债能力</b>     |         |         |         |         |         |
| 资产负债            | 45.69%  | 48.65%  | 63.18%  | 66.40%  | 64.24%  |
| 流动比率            | 1.2     | 1.3     | 1.1     | 1.2     | 1.2     |
| 速动比率            | 0.7     | 0.8     | 0.8     | 0.8     | 0.9     |
| <b>营运能力</b>     |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率         | 3.7     | 8.8     | 8.8     | 8.8     | 8.8     |
| 存货周转率           | 3.1     | 3.6     | 4.1     | 4.6     | 5.2     |
| 总资产周转率          | 0.6     | 0.8     | 0.9     | 0.9     | 0.9     |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益            | 1.4     | 4.4     | 9.9     | 13.0    | 16.0    |
| 每股经营现金流         | 0.2     | 2.3     | 20.5    | 26.3    | 27.2    |
| 每股净资产           | 6.6     | 19.1    | 26.0    | 35.1    | 46.3    |
| <b>估值比率</b>     |         |         |         |         |         |
| 市盈率             | 99.1    | 30.8    | 13.6    | 10.4    | 8.4     |
| 市净率             | 20.3    | 7.1     | 5.2     | 3.8     | 2.9     |
| EV/EBITDA       | 46.7    | 19.4    | 8.9     | 5.9     | 4.2     |
| EV/EBIT         | 53.2    | 21.7    | 10.6    | 7.3     | 5.2     |

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取 2022 年 9 月 30 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                                                                                                         |      | 评级   | 说明                           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上        |
|                                                                                                                                                                                                                                                   |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                   |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                                                                   |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上        |
|                                                                                                                                                                                                                                                   | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上        |
|                                                                                                                                                                                                                                                   |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                   |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上        |

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695