高端装备制造与新材料研究中心

晶盛机电 (300316.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：24.58 元
目标价格（人民币）：28.50-28.50 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	12.84
已上市流通 A 股(亿股)	12.07
总市值(亿元)	315.73
年内股价最高最低(元)	24.58/21.69
沪深 300 指数	4110
创业板指	2373

相关报告

1.《Q1 扣非净利润增 32%，在手订单保障业绩-晶盛机电点评》，2020.4.26

2.《一季报预增，期待半导体大硅片突破-晶盛机电点评》，2020.4.9

3.《中环 14 亿光伏大单预中标，受益硅片大扩产-晶盛机电 点评》，2020.3.22

4.《业绩符合预期，期待半导体大硅片设备大突破-晶盛机电点评》，2020.2.28

5.《晶盛机电（300316.SZ）：预中标 14 亿元中环协鑫大单；...》，2019.11.1

王华君 分析师 SAC 执业编号：S1130519030002
wanghuajun@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

赵晋 联系人
zhaojin1@gjzq.com.cn

签订中环 12 亿光伏合同；期待半导体突破

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,536	3,110	4,121	5,153	6,031
营业收入增长率	30.11%	22.64%	32.51%	25.05%	17.05%
归母净利润（百万元）	582	637	917	1,223	1,479
归母净利润增长率	50.57%	9.49%	43.89%	33.37%	20.89%
摊薄每股盈利（元）	0.453	0.496	0.714	0.952	1.151
每股经营性现金流净额	0.13	0.58	0.59	1.13	1.23
净资产收益率	14.35%	14.01%	17.93%	20.91%	21.95%
市盈率（倍）	22.11	31.68	34.62	25.87	21.37
市净率（倍）	3.17	4.44	5.03	4.40	3.82

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布公告称，日前公司已与中环协鑫可再生能源太阳能电池用单晶硅材料产业化工程五期项目第二批设备采购第一包、第三包签订设备销售合同，此次签订的设备合同金额合计约 12.27 亿元，占公司 2019 年度经审计营业收入的 39.5%。

简评

- 本次公司与中环协鑫可再生能源太阳能电池用单晶硅材料产业化工程五期项目的合同中包含全自动晶体生长炉合同和单晶硅棒截断机合同，总价款约 12.1 亿元和 1710 万元。项目中第二包单晶硅棒切磨加工一体线装置（合同价款 2 亿）已经中标，后续会签订合同。
- **目前在手订单约 44 亿，有效保障 2020 年业绩。**根据年报，公司 2019 年合计签订光伏设备订单 37 亿，截止 2019 年末合计在手订单达 37 亿（其中半导体设备 4.4 亿）。截止 2020 一季度末，公司在手订单 29.81 亿元（其中半导体设备订单 4.7 亿），此外新中标中环 14 亿大订单，目前在手有效订单（包含中环的 14 亿元）预计约为 44 亿，为 2019 年收入的 142%。
- **光伏设备领域受益 210 大硅片迭代与光伏平价后带来的新增需求。** 2019 年公司率先推出 210 大尺寸级别单晶炉并实现批量供应，同时开发并推广新一代兼容 210 硅片的智能化加工设备（包括截断、切片等）和叠片机组件设备。光伏成本近年来大幅下降，“平价时代”临近，在当今世界大部分地区，光伏已成为成本最低的电力来源之一。我们预计 2020 年全球光伏装机有望达 150GW，较 2019 年（120GW）同比增长 25%左右。预计未来几年全球光伏需求持续保持快速增长。
- **半导体设备领域绑定中环，不断开拓新产品，期待半导体设备订单进一步获得重大突破！**公司 12 英寸半导体单晶炉已在中环陆续进场调试，公司成功研制出 8 英寸硅外延炉，可用于在硅片上生长外延层，开拓了公司在硅材料加工设备领域又一全新的产品类别。此外 8-12 英寸双面研磨机、6-8 英寸抛光机均已研发完成，可用于半导体级单晶硅片的双面精密研磨、精密抛光。公司的半导体材料装备体系日益完善，产业链核心配套能力不断增强。

盈利预测及投资建议

- 预计 2020-2022 年净利润 9.2/12.2/14.8 亿元，同比增长 44%/33%/21%，EPS 为 0.71/0.95/1.15 元，对应 PE 为 35/26/21 倍。给予公司 2021 年 30 倍 PE 估值，6-12 月目标价 28.5 元。维持“买入”评级。

风险提示

- 硅片价格下跌导致单晶硅扩产低于预期；半导体设备订单低于预期风险。

附录 1：2019 年初至今，公司披露重大合同订单情况

- 根据公司公告，2019 年新签已公告的光伏设备订单 37 亿元。

图表 1：截至 2019 年 11 月，2019 年公司披露的签署重大合同订单已超32 亿元

合同签署时间	客户	合同标的	合同总金额（万元）	合同交货时间
2020.6	中环协鑫（五期第二批）	全自动晶体生长炉	120960	合同签订后 7 个月
		单晶硅棒切磨加工一体线装置	19800（中标）	
		单晶硅棒截断机	1710	
2019.11	中环协鑫（五期第一批）	全自动晶体生长炉	120960	
		单晶硅棒切磨加工一体线装置	19800	
		单晶硅棒截断机	1710	
2019.3	晶科能源	单晶炉及配套设备	29413	按月分批交货，2019 年 12 月 31 日前完成全部设备交付
2019.4			27260	
2019.5			8700	
2019.7			59450	
2019.5	上机数控	全自动单晶炉	11808	按月分批交货，2019 年 12 月 20 日完成全部设备交付
2019.6			43577.6	
2019 年合计			322678.6	

来源：公司公告，国金证券研究所

附录 2：公司新接订单、未完成合同情况

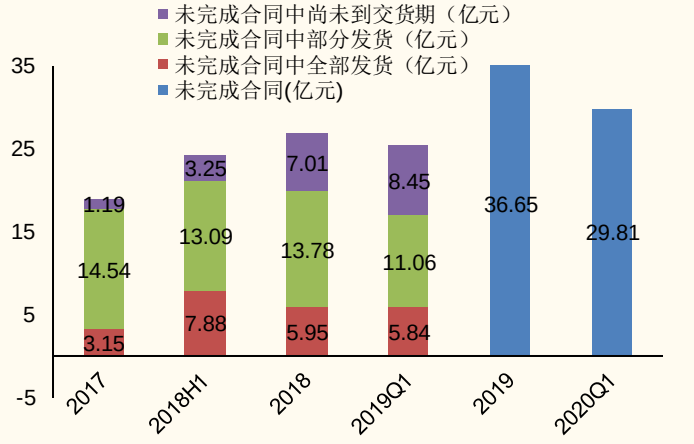
- 公司 2019 年合计签订光伏设备订单 37 亿，截止 19 年末合计在手订单达 36.65 亿（其中半导体设备 4.4 亿）。截止 2020 一季度末，公司在手订单 29.81 亿（其中半导体设备订单 4.7 亿）

图表 2：公司新签订单情况

时间	新签订单
2019 年	新签光伏设备订单 37 亿元
2018 年	新签光伏设备订单超过 26 亿元
	新签半导体设备订单超过 5 亿元
2018 年上半年	新签光伏设备订单超过 20 亿元
	新签半导体设备订单超过 4.5 亿元
2017 年	新签订晶体生长设备及智能化装备合同 36.57 亿元
2017 年上半年	新签订晶体生长设备及光伏智能化装备合同 17.48 亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：截至 2020Q1，公司在手订单 29.81 亿元



来源：公司公告，国金证券研究所

附录 3：光伏及半导体硅片国内厂商扩产情况梳理

图表 4：国内主要厂商光伏单晶硅棒扩产计划及进展梳理

公司	公告日期	具体内容	项目进度
隆基股份	2019.8.29	与银川经开区管委会签订投资协议，投建年产 15GW 单晶硅棒和硅片项目，厂房及配套设施租赁，项目建设期约 2 年，预计总投资约 45.86 亿元（含流动资金）	预计 2020 年内投产
	2019.11.26	计划投资 25 亿元，建设腾冲年产 10GW 单晶硅棒项目，规划 2020 年底前开始逐步投产，租赁厂房 15 年	计划 2020 年底前逐步投产
	2019.12.7	计划投资 34 亿元，建设曲靖年产 10GW 单晶硅棒和硅片项目（一期），总规划三期 30GW，规划 2021 年起逐步投产，租赁厂房 15 年。	计划 2021 年起逐步投产
中环股份	2019.3.19	与呼市政府签署协议，计划投资 91.3 亿元，建设中环五期 25GW 单晶硅项目，预计项目建设期 3.5 年。	计划 2020-2022 年逐步投产
晶科能源	2019.4.30	在乐山建设 5GW 高效单晶硅片工厂，2018 年底公司单晶硅片产能 5.7GW，提效后 2019 年一季度末达到 6.5GW，预计新厂建成后产能达 11.5GW。另据 4 月 16 日乐山投资推介会报道，晶科乐山单晶硅片项目总规划为 25GW，总投资额预计 150 亿元（含拉棒、切方）。	乐山一期 5GW 预计 2019 年 10 月满产；乐山二期 5GW 预计 2020 年投产。
上机数控	2019.5.8	与包头政府签署协议，计划投资 30 亿元，建设年产 5GW 单晶硅拉晶生产项目，计划自 2019 年 12 月起分批投产。	一期 1.5GW，2019 年 12 月达产；二期 2GW，2020 年 7 月达产；三期 1.5GW，2021 年 5 月达产。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：国内半导体硅片投资扩产梳理

	投资额（亿元）	8 英寸（万片/月）	12 英寸（万片/月）
中环天津		30	2
中环无锡一期	100	75	15
中环无锡二期	100		35
上海新昇	68		60
超硅半导体	200	50	85
金瑞泓	133	52	40
有研科技	80	15	20
郑州合晶	57	20	20
嘉兴中晶	110		40
广西启世	200		120

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**1,949**	**2,536**	**3,110**	**4,121**	**5,153**	**6,031**
增长率		*30.1%*	*22.6%*	*32.5%*	*25.0%*	*17.0%*
主营业务成本	-1,201	-1,534	-2,004	-2,607	-3,195	-3,677
%销售收入	*61.6%*	*60.5%*	*64.5%*	*63.3%*	*62.0%*	*61.0%*
毛利	747	1,002	1,105	1,514	1,958	2,354
%销售收入	*38.4%*	*39.5%*	*35.5%*	*36.7%*	*38.0%*	*39.0%*
营业税金及附加	-31	-26	-16	-21	-26	-30
%销售收入	*1.6%*	*1.0%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*
销售费用	-37	-46	-46	-62	-77	-90
%销售收入	*1.9%*	*1.8%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*
管理费用	-251	-114	-126	-185	-206	-241
%销售收入	*12.9%*	*4.5%*	*4.0%*	*4.5%*	*4.0%*	*4.0%*
研发费用	0	-183	-186	-247	-309	-362
%销售收入	*0.0%*	*7.2%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*
息税前利润（EBIT）	428	633	732	999	1,340	1,630
%销售收入	*22.0%*	*25.0%*	*23.5%*	*24.2%*	*26.0%*	*27.0%*
财务费用	3	2	1	-9	-6	8
%销售收入	*-0.1%*	*-0.1%*	*0.0%*	*0.2%*	*0.1%*	*-0.1%*
资产减值损失	-98	-93	-60	-63	-49	-60
公允价值变动收益	-35	-7	-1	0	0	0
投资收益	56	37	21	20	20	20
%税前利润	*13.1%*	*5.7%*	*2.9%*	*1.9%*	*1.4%*	*1.2%*
营业利润	428	649	733	1,047	1,404	1,698
营业利润率	*22.0%*	*25.6%*	*23.6%*	*25.4%*	*27.3%*	*28.2%*
营业外收支	1	-1	-11	-10	-10	-10
税前利润	**429**	**649**	**721**	**1,037**	**1,394**	**1,688**
利润率	*22.0%*	*25.6%*	*23.2%*	*25.2%*	*27.1%*	*28.0%*
所得税	-57	-80	-97	-135	-181	-219
所得税率	*13.4%*	*12.4%*	*13.5%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*
净利润	372	568	624	902	1,213	1,469
少数股东损益	-15	-14	-13	-15	-10	-10
归属于母公司的净利润	**387**	**582**	**637**	**917**	**1,223**	**1,479**
净利率	*19.8%*	*23.0%*	*20.5%*	*22.3%*	*23.7%*	*24.5%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	372	568	624	902	1,213	1,469
少数股东损益	-15	-14	-13	-15	-10	-10
非现金支出	154	174	174	175	170	191
非经营收益	-60	-31	10	79	1	-9
营运资金变动	-626	-546	-66	-402	72	-67
经营活动现金净流	**-161**	**166**	**743**	**754**	**1,456**	**1,583**
资本开支	-149	-233	-78	-264	-270	-270
投资	176	-233	-466	-525	0	0
其他	29	17	9	20	20	20
投资活动现金净流	**56**	**-449**	**-536**	**-769**	**-250**	**-250**
股权募资	0	74	1	14	0	0
债权募资	1	4	-45	427	-468	0
其他	-107	-109	-130	-378	-500	-593
筹资活动现金净流	**-105**	**-30**	**-174**	**62**	**-968**	**-593**
现金净流量	**-210**	**-313**	**33**	**47**	**238**	**740**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	804	556	582	629	867	1,608
应收款项	2,280	1,610	2,884	3,462	3,807	4,109
存货	1,045	1,451	1,389	1,820	2,122	2,418
其他流动资产	584	809	820	801	830	854
流动资产	4,713	4,427	5,675	6,711	7,627	8,989
%总资产	*78.3%*	*69.9%*	*72.2%*	*73.0%*	*74.5%*	*76.6%*
长期投资	0	263	503	729	729	729
固定资产	962	1,285	1,330	1,428	1,518	1,599
%总资产	*16.0%*	*20.3%*	*16.9%*	*15.5%*	*14.8%*	*13.6%*
无形资产	178	258	271	321	370	418
非流动资产	1,304	1,908	2,187	2,478	2,617	2,746
%总资产	*21.7%*	*30.1%*	*27.8%*	*27.0%*	*25.5%*	*23.4%*
资产总计	**6,016**	**6,335**	**7,863**	**9,189**	**10,244**	**11,735**
短期借款	76	83	41	468	0	0
应付款项	2,051	1,765	2,899	3,265	4,027	4,610
其他流动负债	118	190	145	129	166	197
流动负债	2,245	2,038	3,085	3,862	4,193	4,807
长期贷款	42	39	36	36	36	36
其他长期负债	29	27	25	25	25	25
负债	**2,316**	**2,104**	**3,146**	**3,924**	**4,254**	**4,868**
普通股股东权益	**3,569**	**4,058**	**4,551**	**5,115**	**5,849**	**6,736**
其中：股本	985	1,285	1,284	1,284	1,284	1,284
未分配利润	925	1,358	1,819	2,369	3,103	3,990
少数股东权益	131	173	165	150	140	130
负债股东权益合计	**6,016**	**6,335**	**7,863**	**9,189**	**10,244**	**11,735**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.393	0.453	0.496	0.714	0.952	1.151
每股净资产	3.623	3.159	3.543	3.982	4.554	5.244
每股经营现金净流	-0.163	0.129	0.578	0.587	1.134	1.233
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.286	0.381	0.460
回报率						
净资产收益率	10.83%	14.35%	14.01%	17.93%	20.91%	21.95%
总资产收益率	6.43%	9.19%	8.11%	9.98%	11.94%	12.60%
投入资本收益率	9.71%	12.75%	13.21%	15.06%	19.35%	20.55%
增长率						
主营业务收入增长率	78.55%	30.11%	22.64%	32.51%	25.05%	17.05%
EBIT增长率	86.97%	47.99%	15.56%	36.42%	34.17%	21.66%
净利润增长率	89.76%	50.57%	9.49%	43.89%	33.37%	20.89%
总资产增长率	45.63%	5.30%	24.11%	16.87%	11.48%	14.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	135.4	127.8	118.9	115.0	110.0	108.0
存货周转天数	211.3	296.9	258.6	260.0	250.0	250.0
应付账款周转天数	111.5	139.8	130.7	140.0	140.0	135.0
固定资产周转天数	120.7	141.1	134.7	101.5	80.4	67.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.78%	-10.28%	-14.32%	-5.61%	-16.72%	-25.37%
EBIT利息保障倍数	-147.4	-292.4	-1,400.4	116.6	212.2	-205.5
资产负债率	38.50%	33.22%	40.01%	42.70%	41.53%	41.49%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	9
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.18**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	
1	2019-08-29	买入	13.95
2	2019-10-14	买入	15.11
3	2019-10-29	买入	14.33
4	2019-11-01	买入	14.70
5	2020-02-28	买入	24.85
6	2020-03-22	买入	24.60
7	2020-04-09	买入	20.35
8	2020-04-26	买入	20.04

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH