

高测股份 (688556)

切片代工再上调 5GW 产能规划，大客户导入顺利超市场预期

买入 (维持)

2022 年 12 月 08 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓旭

执业证书: S0600121040009

liuwx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,567	3,550	4,924	6,994
同比	110%	127%	39%	42%
归属母公司净利润 (百万元)	173	630	899	1,290
同比	193%	265%	43%	44%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.76	2.76	3.94	5.66
P/E (现价&最新股本摊薄)	101.79	27.92	19.56	13.63

关键词: #第二曲线

事件: 据公司官方公众号, 切片代工业务新增 5GW 产能, 项目建设周期为 4 个月。

投资要点

■ **切片产能规划由 47GW 上调至 52GW, 代工低渗透率未来 3 年具备爆发条件:** 2021 年, 高测合计规划 35GW 切片代工产能, 于 3 年内逐步释放; 2022 年 4 月上调 12GW 至 47GW (乐山 25GW+盐城 22GW), 于 2024 年全部达产, 截至目前已达产产能为 21GW (乐山 11GW+盐城 10GW); 2022 年 12 月, 高测规划在河南新增 5GW 产能, 预计 2023 年 5 月达产, 切片代工规划总产能进一步上调至 52GW。(1) **短期业绩影响:** 我们认为新增河南 5GW 产能后, 2023 年出货量预期由此前的 25GW 上调至 30GW, 2023 年业绩增长动力强。(2) **长期模式逐步受认可:** 目前高测已达产产能 21GW, 不足 2022 年硅片出货量的 10%; 目前规划的 2024 年达产 52GW, 预计届时仅占当年硅片出货量的 10%左右。未来随着市场对切片代工的低成本、轻资产模式逐步认可, 我们认为切片代工有望大幅提高渗透率, 不排除高测会继续上调产能规划的可能性。

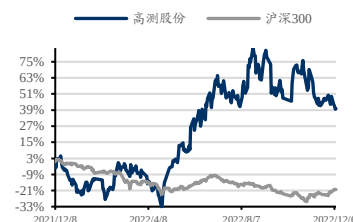
■ **隆基、晶澳等大客户导入顺利超市场预期, 代工需求持续旺盛:** 此次河南 5GW 扩产主要系: (1) 公司的切片代工业务前期处于客户导入阶段, 目前在客户端通过合作验证后, 高测的订单逐步持续放量。(2) 新导入的客户增多, 目前高测与隆基、晶澳均展开切片代工合作, 代工客户逐步从硅片行业新玩家延伸至行业头部玩家, 逐步消除市场对代工客户结构的疑虑。

■ **N 型电池片推动薄片化加速, 薄片化时代将进一步印证高测切片优势:** 技术角度, 高测的切片设备+金刚线均处于行业领先, 形成设备+耗材+工艺闭环后, 高测尤其在先进的薄片切片机及细线上的研发优势明显, 目前公司已大批量导入 34 碳钢金刚线&小批量导入 32 钨丝金刚线, 正在试用 30 钨丝金刚线。我们认为 2023 年【供给端】石英坩埚紧缺导致硅棒有限+【需求端】可适配薄片的 N 型电池加速渗透, 均会推动薄片化进展加速, 届时将进一步巩固高测切片工艺的领先优势。

■ **盈利预测与投资评级:** 下游光伏行业高景气度, 公司作为切片设备&耗材龙头持续受益, 切片代工业务带来新成长曲线, 我们维持公司 2022-2024 年的归母净利润为 6.3/9.0/12.9 亿元, 对应当前股价 PE 为 28/20/14X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 下游扩产不及预期, 新品拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	77.12
一年最低/最高价	51.12/106.33
市净率(倍)	11.18
流通 A 股市值(百万元)	13,098.94
总市值(百万元)	17,578.10

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.90
资产负债率(% ,LF)	66.65
总股本(百万股)	227.93
流通 A 股(百万股)	169.85

相关研究

《高测股份(688556): 定增回复函关键信息解读》

2022-11-25

《高测股份(688556): 2022 年三季报点评: 业绩偏预告上限, 切片设备+代工龙头业绩持续超预期》

2022-10-28

高测股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,424	4,955	7,181	10,695	营业总收入	1,567	3,550	4,924	6,994
货币资金及交易性金融资产	528	678	1,316	2,347	营业成本(含金融类)	1,038	2,223	3,081	4,365
经营性应收款项	1,297	3,009	4,124	5,895	税金及附加	6	15	21	29
存货	558	1,218	1,688	2,392	销售费用	63	114	153	217
合同资产	0	0	0	0	管理费用	131	273	369	525
其他流动资产	42	50	53	61	研发费用	117	266	369	525
非流动资产	811	978	1,038	1,035	财务费用	7	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	40	71	98	140
固定资产及使用权资产	475	648	734	767	投资净收益	5	0	0	0
在建工程	169	159	130	90	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	42	46	50	54	减值损失	-39	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	37	37	37	37	营业利润	212	724	1,021	1,466
其他非流动资产	87	87	87	87	营业外净收支	-25	0	0	0
资产总计	3,235	5,933	8,220	11,730	利润总额	187	724	1,021	1,466
流动负债	1,989	4,057	5,445	7,666	减:所得税	14	94	123	176
短期借款及一年内到期的非流动负债	46	57	37	37	净利润	173	630	899	1,290
经营性应付款项	1,401	3,048	4,152	5,918	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	296	634	879	1,245	归属母公司净利润	173	630	899	1,290
其他流动负债	247	318	378	465	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.76	2.76	3.94	5.66
非流动负债	92	92	92	92	EBIT	213	659	931	1,334
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	282	726	1,016	1,432
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.75	37.37	37.43	37.59
租赁负债	81	81	81	81	归母净利率(%)	11.02	17.74	18.26	18.44
其他非流动负债	10	10	10	10	收入增长率(%)	109.97	126.59	38.70	42.05
负债合计	2,081	4,149	5,537	7,757	归母净利润增长率(%)	193.38	264.56	42.78	43.51
归属母公司股东权益	1,154	1,784	2,683	3,973					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,154	1,784	2,683	3,973					
负债和股东权益	3,235	5,933	8,220	11,730					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	76	373	803	1,126	每股净资产(元)	7.13	11.02	16.57	24.54
投资活动现金流	151	-35	-120	-70	最新发行在外股份(百万股)	228	228	228	228
筹资活动现金流	-101	12	-20	0	ROIC(%)	16.69	35.77	34.69	34.06
现金净增加额	127	350	663	1,056	ROE-摊薄(%)	14.96	35.30	33.51	32.47
折旧和摊销	69	67	85	98	资产负债率(%)	64.32	69.94	67.36	66.13
资本开支	-83	-235	-145	-95	P/E (现价&最新股本摊薄)	101.79	27.92	19.56	13.63
营运资本变动	-235	-386	-237	-342	P/B (现价)	10.82	7.00	4.65	3.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>