

高测股份 (688556)

与英发睿能签订 20GW 切片产能战略合作协议，切片代工逻辑持续兑现

买入 (维持)

2023 年 06 月 12 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 刘晓旭

执业证书: S0600523030005
liuwx@dwzq.com.cn

研究助理 李文意

执业证书: S0600122080043
liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,571	5,943	8,083	9,859
同比	128%	66%	36%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	789	1,350	1,781	2,158
同比	357%	71%	32%	21%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.46	4.21	5.55	6.72
P/E (现价&最新股本摊薄)	17.10	9.99	7.57	6.25

关键词: #第二曲线

事件: 高测与英发睿能就切片达成战略合作, 英发睿能在宜宾投资建设的 20GW 拉晶产能所生产的单晶硅棒全部委托高测进行代工切片, 高测预留 20GW 的切片产能优先满足英发睿能的切片需求。

■ **切片代工产能已规划 102GW, 代工模式加速渗透。** 此次为英发睿能预留的 20GW 切片产能, 隶属于高测宜宾 50GW 大硅片切片项目中的一期 25GW, 我们预计宜宾一期 25GW 将于 2024 年 3-4 月投产, 10 月满产。公司切片代工业务原规划产能 35GW, 2022 年 4 月上调至 47GW; 2022 年 12 月新增规划河南 5GW, 总产能进一步上调至 52GW; 2023 年 4 月新增宜宾 50GW 上调至总产能 102GW, 不排除后续继续上调产能规划的可能性。按照当前规划, 我们预计公司 2022-2024 年底总产能分别达到 21GW、45GW、77GW, 考虑到产能爬坡, 我们预计 2022-2024 年出货量分别为 10GW、28GW、60GW。

■ **代工费上涨约 10%, 薄片化加速过程中高测已在研发端切出 60 μ m 210 半片。**

(1) 过去市场担忧代工客户技术进步导致代工费下行, 但目前高测提高交片数使代工费持续上涨。182 与 210 电池的代工费均增长 10% 以上, 目前 182 的代工费从 0.34 元/片提高到 0.4 元/片; 210 的代工费从 0.47 元/片提高到 0.52 元/片, 由于目前高测单公斤硅料交付的硅片已提高到 61 片以上, 代工费也呈现阶段性上涨 (交片数提高导致客户收益的增长远大于代工费的增长), 并对大部分客户均有调整。

(2) 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, 进一步巩固高测切片工艺的领先优势。(1) 目前建湖基地 20%-30% 是 N 型硅片, 主要配套 TOPCon; (2) HJT 的切片产能在乐山, 目前客户的大批量需求是 120 μ m 和 110 μ m, 小批量需求是 100 μ m, 80 μ m 正处于小批量验证阶段, 60 μ m 处于研发试验阶段, 目前高测在研发端已切出 60 μ m 210 半片。

■ **客户需求饱满, 看好切片代工长期逻辑。**

客户结构方面, 我们认为短期高测受益于行业集中度分散, 长期受益于产业分工趋势。目前, 公司已经与通威股份、美科股份、京运通、双良节能、润阳光伏、爱旭股份、英发、东方日升、华晟、华耀、亿晶等公司建立了长期切片合作关系, 并与隆基、晶澳等客户建立了切片合作关系, 高测的代工客户逐步从硅片行业新玩家延伸至行业头部玩家。

中长期看, 硅料产能释放后, 硅片行业将进入买方市场。我们认为供给紧张阶段, 为保证供应链安全, 行业倾向于走垂直一体化路线; 而当进入买方市场后, 企业会更加注重自己的优势环节以获得更强的研发效率, 尤其是在技术迭代迅速的光伏行业, 分散研发和业务布局不利于提高竞争力, 因此我们认为产业分工会日益明确, 高测在单一环节投入大量研发可以建立低成本技术壁垒, 后续通过规模优势提高竞争力。

■ **盈利预测与投资评级:** 随着公司切片代工及金刚线产能加速释放, 我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.5/17.8/21.6 亿元, 对应 PE 为 10/8/6 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 新品拓展不及预期, 下游扩产不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.03
一年最低/最高价	41.26/106.33
市净率(倍)	4.20
流通 A 股市值(百万元)	10,068.31
总市值(百万元)	13,485.87

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.00
资产负债率(% ,LF)	60.59
总股本(百万股)	320.86
流通 A 股(百万股)	239.55

相关研究

《高测股份(688556): 2023 一季报点评: 业绩持续超预期, 净利率创历史新高》

2023-04-28

《高测股份(688556): 第三次上调产能规划至 102GW, 看好切片代工长期逻辑&期待代工盈利超预期》

2023-04-12

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,422	7,862	11,397	15,059	营业总收入	3,571	5,943	8,083	9,859
货币资金及交易性金融资产	955	1,704	3,096	4,855	营业成本(含金融类)	2,089	3,405	4,745	5,861
经营性应收款项	2,362	4,229	5,634	6,923	税金及附加	17	30	36	39
存货	1,050	1,866	2,600	3,212	销售费用	93	160	218	266
合同资产	0	0	0	0	管理费用	239	416	566	690
其他流动资产	56	64	67	70	研发费用	225	374	485	542
非流动资产	1,224	1,342	1,356	1,308	财务费用	11	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	76	0	0	0
固定资产及使用权资产	958	1,028	1,040	1,014	投资净收益	29	0	0	0
在建工程	62	106	103	77	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	45	49	53	57	减值损失	-104	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	62	62	62	62	营业利润	899	1,552	2,024	2,452
其他非流动资产	97	97	97	97	营业外净收支	-14	0	0	0
资产总计	5,646	9,205	12,753	16,367	利润总额	884	1,552	2,024	2,452
流动负债	3,065	5,274	7,041	8,498	减:所得税	96	202	243	294
短期借款及一年内到期的非流动负债	30	70	50	50	净利润	789	1,350	1,781	2,158
经营性应付款项	2,009	3,892	5,301	6,446	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	344	560	781	964	归属母公司净利润	789	1,350	1,781	2,158
其他流动负债	683	752	910	1,037	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.46	4.21	5.55	6.72
非流动负债	514	514	514	514	EBIT	883	1,558	2,032	2,460
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,036	1,675	2,163	2,603
应付债券	340	340	340	340	毛利率(%)	41.51	42.71	41.29	40.55
租赁负债	100	100	100	100	归母净利率(%)	22.09	22.71	22.03	21.88
其他非流动负债	74	74	74	74	收入增长率(%)	127.92	66.46	35.99	21.98
负债合计	3,579	5,788	7,555	9,012	归母净利润增长率(%)	356.66	71.17	31.94	21.15
归属母公司股东权益	2,067	3,417	5,198	7,355					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,067	3,417	5,198	7,355					
负债和股东权益	5,646	9,205	12,753	16,367					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	224	944	1,557	1,854	每股净资产(元)	8.53	14.45	22.27	31.73
投资活动现金流	-682	-35	-120	-70	最新发行在外股份(百万股)	321	321	321	321
筹资活动现金流	421	40	-20	0	ROIC(%)	41.25	41.92	37.19	31.99
现金净增加额	-37	949	1,417	1,784	ROE-摊薄(%)	38.15	39.51	34.26	29.33
折旧和摊销	153	117	131	143	资产负债率(%)	63.39	62.88	59.24	55.06
资本开支	-202	-235	-145	-95	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.10	9.99	7.57	6.25
营运资本变动	-770	-584	-510	-572	P/B(现价)	4.93	2.91	1.89	1.32

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>

