

中航证券研究所
 分析师: 邹润芳
 证券执业证书号: S0640521040001
 研究助理: 唐保威
 证券执业证书号: S0640121040023
 研究助理: 孙玉浩
 证券执业证书号: S0640120030010
 研究助理: 朱祖跃
 证券执业证书号: S0640121070054

高测股份 (688556): 切割解决方案龙头进军切片代工市场, 专业化分工有望提升产业链效率

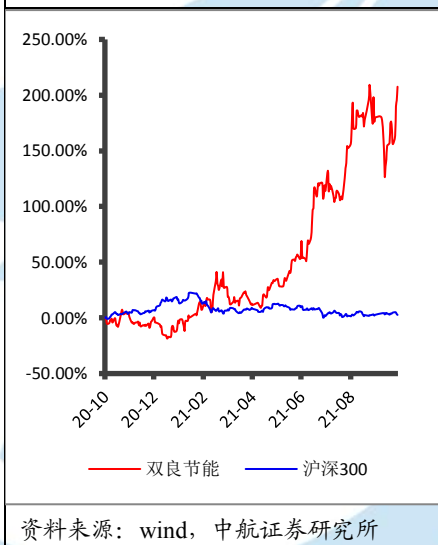
行业分类: 光伏设备 2021年11月11日

| | |
|--------|--------|
| 公司投资评级 | 买入 |
| 当前股价 | 72.99元 |

基础数据

| | |
|--------------|---------|
| 上证指数 | 3532.79 |
| 总股本(百万) | 161.85 |
| 流通A股(百万) | 110.43 |
| 2020年资产负债率 | 48.71% |
| 2020年ROE(摊薄) | 5.98% |
| PE(TTM) | 91.76 |
| PB(LF) | 10.86 |

公司近一年与沪深300走势对比图



■ 可同时提供切割设备及耗材的硅片切割龙头, 业绩快速提升

公司主要面向光伏行业销售切割设备及耗材产品, 切割设备主要包括硅棒/硅锭到硅片环节所需的截断机、开方机、磨倒机、切片机等, 耗材主要是金刚线。公司致力于为高硬脆材料切割加工环节提供集成了"切割装备、切割耗材、切割工艺"的系统切割解决方案。

公司2020年收入7.46亿元, 同比+4.46%; 归母净利润0.59亿元, 同比+83.83%; 销售毛利率35.35%、净利率7.89%。2021Q1-Q3营收9.73亿元, 同比+91.90%; 归母净利润1.12亿元, 同比+177.24%; 销售毛利率33.17%、净利率11.47%。

未来, 公司将以高硬脆材料系统切割解决方案在光伏行业的应用为重点, 持续推进高硬脆材料系统切割解决方案在光伏行业、半导体行业、蓝宝石行业、磁性材料行业的应用, 加速推进产品和业务的创新。

■ 进军切片代工市场, 专业人做专业事

今年7月份公司发布可转债公告, 正式宣布进军切片代工领域。截至目前, 公司已经在乐山、建湖筹划了约35GW的切片产能, 今明两年有望实现5GW、16GW切片产能, 其余产能或在2023年落地。

在原有的光伏单晶硅片环节下, 硅片厂商采购多晶硅料后, 主要经过拉棒→切片等步骤生产出单晶硅片。由于硅片环节大尺寸、薄片化的趋势愈发明显, 对切片环节的设备、耗材、工艺等要求越来越高。硅片生产厂商若投入巨额设备投资将面临一定风险, 选择代工服务将规避此类风险。同时下游电池片厂商可以自行锁定硅料, 交给拉棒及切片代工处理, 获得自身所需的硅片原材料。

切片代工业务的核心竞争力的根源在于公司技术的先进性带来切片成本的下降。代工业务将有利于公司能够更好地把握市场机遇, 发挥

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京东园四区2号中航产融大厦37层
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562666
 传真: 010-59562666

公司在光伏切割装备、切割耗材及切割工艺方面的技术优势和协同优势，增强公司在高硬脆材料切割领域的核心竞争力。

■ 平价时代光伏中长期景气得到确认，多引擎发展看好公司持续成长

2021年6月11日，发改委发布《通知》指出2021年起新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏项目和新核准陆上风电项目，中央财政不再补贴，实行平价上网，这项政策对光伏行业的影响和意义是重大的，光伏平价上网意味着以光伏为代表的新能源对传统能源的替代是不可逆转的。

上个月国务院印发关于2030年前碳达峰行动方案的通知，到2030年，风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上。截至2020年底，我国风光装机量合计5.35亿千瓦，2021Q1-Q3，风光新增装机量合计0.42亿千瓦，距离碳达峰方案中的目标还有较大缺口。公司在光伏行业长期景气度下业绩有望持续提升。

公司作为硅片切割解决方案专家，在光伏高景气度下，设备、耗材、代工业务有望共同发力，看好公司长期发展。

■ 投资建议

预计公司2021-2023年的归母净利润分别为1.52亿元、3.08亿元、4.61亿元，对应目前PE分别为78X /38X /26X，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济下行，市场需求下滑；原材料价格出现大幅波动；光伏行业政策变动风险等。

■ 盈利预测

| 单位/百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 714.24 | 746.10 | 1542.87 | 2802.64 | 3923.87 |
| 增长率 (%) | 17.73% | 4.46% | 106.79% | 81.65% | 40.01% |
| 归属母公司股东净利润 | 32.02 | 58.86 | 152.07 | 307.56 | 460.76 |
| 增长率 (%) | -40.18% | 83.83% | 158.34% | 102.25% | 49.81% |
| 每股收益 EPS (元) | 0.198 | 0.364 | 0.940 | 1.900 | 2.847 |
| PE | 368.93 | 200.69 | 77.69 | 38.41 | 25.64 |

资料来源: wind, 中航证券研究所



| 利润表 (百万元) | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 606.70 | 714.24 | 746.10 | 1542.87 | 2802.64 | 3923.87 |
| 减: 营业成本 | 373.46 | 459.71 | 482.36 | 981.34 | 1787.78 | 2467.53 |
| 营业税金及附加 | 3.70 | 2.73 | 3.61 | 7.71 | 14.01 | 19.62 |
| 营业费用 | 49.25 | 59.65 | 39.14 | 64.80 | 117.71 | 164.80 |
| 管理费用 | 62.11 | 74.49 | 73.18 | 154.29 | 269.05 | 376.69 |
| 研发费用 | 54.02 | 70.81 | 85.96 | 135.77 | 238.22 | 333.53 |
| 财务费用 | 11.12 | 14.70 | 9.47 | 20.06 | 14.01 | 19.62 |
| 资产减值损失 | 12.83 | -12.21 | -20.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 加: 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 1.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.43 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | -41.18 | -83.03 | -105.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 58.29 | 30.01 | 56.55 | 178.90 | 361.84 | 542.08 |
| 加: 其他非经营损益 | 17.37 | 12.85 | 29.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 57.58 | 29.29 | 55.95 | 178.90 | 361.84 | 542.08 |
| 减: 所得税 | -1.74 | 7.55 | 3.16 | 26.84 | 54.28 | 81.31 |
| 净利润 | 53.53 | 32.02 | 58.86 | 152.07 | 307.56 | 460.76 |
| 减: 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东净利润 | 53.53 | 32.02 | 58.86 | 152.07 | 307.56 | 460.76 |
| 资产负债表 (百万元) | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 42.50 | 141.94 | 159.64 | 15.43 | 362.56 | 634.94 |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收和预付款项 | 411.57 | 658.03 | 547.11 | 1889.02 | 2503.55 | 3690.72 |
| 其他应收款 (合计) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 存货 | 156.75 | 307.76 | 338.65 | 969.80 | 1413.91 | 1876.13 |
| 其他流动资产 | 12.76 | 15.63 | 104.72 | 104.72 | 104.72 | 104.72 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 金融资产投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 171.76 | 220.76 | 271.63 | 239.12 | 206.61 | 174.11 |
| 无形资产和开发支出 | 3.82 | 3.52 | 40.83 | 36.50 | 32.16 | 27.83 |
| 其他非流动资产 | 21.71 | 53.30 | 67.19 | -764.79 | -1257.92 | -1756.98 |
| 资产总计 | 820.86 | 1445.61 | 1919.22 | 3547.13 | 4903.88 | 6788.82 |
| 短期借款 | 98.30 | 98.24 | 80.37 | 139.31 | 0.00 | 0.00 |
| 交易性金融负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 340.42 | 771.14 | 763.55 | 2200.45 | 3150.18 | 4229.60 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 263.68 | 280.86 | 171.27 | 216.87 | 77.56 | 77.56 |
| 负债合计 | 604.10 | 1052.00 | 934.82 | 2417.32 | 3227.73 | 4307.16 |
| 股本 | 62.10 | 121.39 | 161.85 | 161.85 | 161.85 | 161.85 |
| 资本公积 | 52.74 | 137.97 | 628.01 | 628.01 | 628.01 | 628.01 |
| 留存收益 | 101.93 | 134.25 | 194.53 | 346.60 | 654.16 | 1114.93 |
| 归属母公司股东权益 | 216.77 | 393.61 | 984.40 | 1136.47 | 1444.03 | 1904.79 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股东权益合计 | 216.77 | 393.61 | 984.40 | 1136.47 | 1444.03 | 1904.79 |
| 负债和股东权益合计 | 820.86 | 1445.61 | 1919.22 | 3553.79 | 4671.76 | 6211.95 |
| 现金流量表 (百万元) | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营性现金净流量 | 1.82 | 15.30 | 3.82 | -199.28 | 485.89 | 261.16 |
| 投资性现金净流量 | -66.22 | -64.76 | -425.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资性现金净流量 | 64.24 | 49.07 | 482.21 | 55.08 | -138.76 | 11.22 |
| 现金流量净额 | -0.16 | -0.39 | 60.75 | -144.21 | 347.13 | 272.38 |

数据来源: WIND, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邹润芳，SAC 执业证书号：S0640521040001，中航证券研究所所长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。