

高测股份 (688556)

建湖二期 10GW 大硅片项目落地, 切片代工总产能由 35GW 上调至 45GW

增持 (维持)

2022 年 04 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

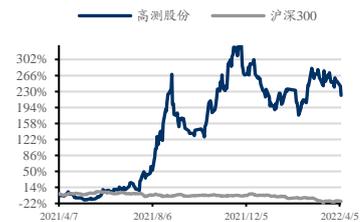
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	746	1,567	3,010	4,667
同比	4%	110%	92%	55%
归属母公司净利润 (百万元)	59	173	403	626
同比	84%	193%	133%	55%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.36	1.07	2.49	3.87
P/E (现价&最新股本摊薄)	178.04	60.69	26.02	16.75

事件: 2022 年 4 月 7 日公司公告投资建设建湖 (二期) 10GW 光伏大硅片项目。

投资要点

- **切片龙头转型切片代工, 代工逻辑逐步印证扩产加速:** 高测股份是市占率超 50% 的切片龙头, 2021 年转型切片代工, 此前规划 35GW 产能 (大硅片示范项目 5GW+乐山 20GW+建湖 10GW), 由于切片代工需求旺盛, 4 月 7 日公告再扩建建湖 (二期) 10GW 大硅片项目, 截至目前规划切片代工总产能 45GW。建湖二期预计于 2023 年和 2024 年分两阶段投产 (我们预计若需求旺盛, 投产节奏可能提前)。切片代工产能是基于客户需求配套建设, 此次新增的 10GW 产能的配套客户为电池片厂润阳、英发睿能 (此前已试切, 客户对交片量和硅片质量高度认可)。
- **切片代工扩产加速, 总产能由 35GW 上调至 45GW:** 根据公司规划的投产节奏, 我们预计 2022-2024 年产能分别达到 21、40、45GW。考虑到产能爬坡, 我们预计 2022-2024 年出货量分别为 12、25、45GW。(1) **大硅片示范项目 (5GW, 配套通威、环太美科):** 2021 年 3 月启动, 2021 年 12 月达产。(2) **乐山大硅片项目 (20GW):** 其中一期 6GW 配套京运通, 2021 年 8 月启动, 目前正在爬产中, 预计 2022Q2 达产; 二期 14GW 预计 2023 年达产。(3) **盐城建湖 (20GW):** 其中一期 10GW 配套锦州阳光, 2021 年 9 月开工建设, 预计 2022Q3 达产; 二期 10GW 配套润阳、英发睿能, 预计 2023-2024 年分别达产 5GW (配套的客户可能会随客户需求而动态调整)。
- **专业化分工提高产业链效率, 切片代工新业务带来高业绩弹性:** 对高测股份来说, 切片代工的收入来源为代工费+硅泥回收+结余硅片售出, 代工费+硅泥回收可以 cover 成本, 结余硅片即利润。目前公司单位硅料可以比客户多切 8%, 让利客户 3%, 自留 5%, 单 GW 盈利保持高位。即使考虑后续硅片价格下降 (历史数据上看, 硅料价格低位时, 硅片单 W 售价为 0.55 元), 我们保守预计单 GW 利润能够维持在 2000 万以上, 产能释放带来高业绩弹性。**对客户来说,** 客户自己切片的成本对标代工费, 同时客户可以多获得 3% 的硅片, 因此代工模式下切片综合成本更低。同时代工可以帮客户轻资产运行。
- **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; 同时开拓切片代工业务, 有望迎来新业绩增长点。我们上调公司 2021-2023 年的归母净利润为 1.7/4.0 (上调 14%) /6.3 (上调 17%) 亿元, 对应 PE 分别为 61/26/17X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 行业受政策波动影响风险, 业务拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	64.75
一年最低/最高价	17.11/92.87
市净率(倍)	9.63
流通 A 股市值(百万元)	7,662.66
总市值(百万元)	10,479.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.72
资产负债率(% ,LF)	60.62
总股本(百万股)	161.85
流通 A 股(百万股)	118.34

相关研究

- 《高测股份(688556): 2021 年业绩快报点评: 业绩快报偏业绩预告上限, 切割设备&耗材&切片代工三轮驱动》
2022-02-22
- 《高测股份(688556): 2021 年业绩预告点评: 业绩预告超市场预期, 切割设备&耗材&切片代工三轮驱动》
2022-01-25
- 《高测股份(688556): 切割设备&耗材双轮驱动夯实基本盘, 切片代工打造新增长曲线》
2022-01-17

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,540	2,391	4,101	6,340	营业总收入	746	1,567	3,010	4,667
货币资金及交易性金融资产	418	309	246	378	营业成本(含金融类)	482	1,027	1,848	2,874
经营性应收款项	676	1,457	2,773	4,311	税金及附加	4	7	14	21
存货	339	563	1,013	1,575	销售费用	39	78	150	233
合同资产	0	0	0	0	管理费用	73	153	289	440
其他流动资产	107	63	69	76	研发费用	86	149	331	490
非流动资产	380	569	654	678	财务费用	9	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	30	46	90	140
固定资产及使用权资产	228	360	439	483	投资净收益	2	2	5	7
在建工程	44	97	98	74	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	41	45	50	54	减值损失	-28	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	24	24	24	24	营业利润	57	195	466	748
其他非流动资产	43	43	43	43	营业外净收支	-1	-3	0	0
资产总计	1,919	2,960	4,756	7,019	利润总额	56	192	466	748
流动负债	912	1,780	3,173	4,811	减:所得税	-3	19	63	123
短期借款及一年内到期的非流动负债	91	51	31	31	净利润	59	173	403	626
经营性应付款项	614	1,359	2,516	3,839	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	121	258	464	722	归属母公司净利润	59	173	403	626
其他流动负债	86	112	162	219	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	1.07	2.49	3.87
非流动负债	23	23	23	23	EBIT	55	153	378	610
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	88	199	438	681
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.35	34.45	38.61	38.43
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	7.89	11.02	13.38	13.40
其他非流动负债	23	23	23	23	收入增长率(%)	4.46	109.97	92.13	55.06
负债合计	935	1,803	3,196	4,833	归母净利润增长率(%)	83.83	193.38	133.23	55.34
归属母公司股东权益	984	1,157	1,560	2,185					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	984	1,157	1,560	2,185					
负债和股东权益	1,919	2,960	4,756	7,019					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4	167	97	220	每股净资产(元)	6.08	7.15	9.64	13.50
投资活动现金流	-425	-36	-115	-63	最新发行在外股份(百万股)	162	162	162	162
筹资活动现金流	482	-40	-20	0	ROIC(%)	7.26	12.06	23.37	26.77
现金净增加额	61	90	-37	157	ROE-摊薄(%)	5.98	14.92	25.82	28.63
折旧和摊销	33	46	60	71	资产负债率(%)	48.71	60.91	67.20	68.86
资本开支	-98	-238	-145	-95	P/E(现价&最新股本摊薄)	178.04	60.69	26.02	16.75
营运资本变动	-116	-123	-403	-520	P/B(现价)	10.65	9.06	6.72	4.80

数据来源:Wind,东吴证券研究所

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>

