

高测股份 (688556)

定增回复函关键信息解读

买入 (维持)

2022年11月25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

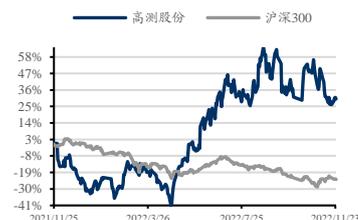
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,567	3,550	4,924	6,994
同比	110%	127%	39%	42%
归属母公司净利润 (百万元)	173	630	899	1,290
同比	193%	265%	43%	44%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.76	2.76	3.94	5.66
P/E (现价&最新股本摊薄)	106.66	29.26	20.49	14.28

关键词: #第二曲线

投资要点

- **切片代工业务爬产顺利, 目前已有 21.6GW 产能:** 高测此前一共规划了 35GW 产能, 2022 年 4 月 8 日公告再扩建建湖二期 10GW, 4 月 28 日公告将建湖二期 10GW 上调至 12GW, 规划总产能达到 47GW, 我们预计公司 2022-2024 年产能分别约为 21GW、40GW、47GW, 考虑到产能爬坡, 出货量分别为 10GW、25GW、45GW。截至 2022 年 11 月高测已有切片代工产能 21.6GW, 在建产能 12GW, 规划产能 14GW: 已达产的产能包括光伏大硅片项目 (配套通威永祥、环太美科, 达产 4.49GW)、乐山一期 6GW (配套京运通, 达产 6.66GW)、建湖一期 10GW 项目 (配套锦州阳光、润阳, 达产 10.44GW), 其中乐山一期 6GW 项目 (配套京运通) 2021 年实现营收 819.2 万元, 2022 年 1-9 月实现营收 1.26 亿元; 建湖二期 12GW 在建中; 乐山二期 14GW 规划中。高测与通威股份、京运通及美科等客户形成了紧密的合作关系, 客户一般提前 1 个月发出采购订单, 截至 2022 年 10 月 31 日高测切片代工业务在手订单 1.76GW, 与现有月产能 (1.8GW) 相符。
- **切割设备单价略有下降, 毛利率水平提升:** 受部分机加设备影响, 设备单价略有下降。2022 年 1-9 月高测切割设备实现营收 9.4 亿元, 同比+44%, 销售台数为 1014 台, 同比+50%, 从设备单价来看, 2019-2022 年 1-9 月高测切割设备平均销售单价分别为 115.1/106.2/96.7/92.9 万元/台, 主要系光伏行业降本增效需求, 同时受部分单价较低的机加设备占比提升影响。在缺芯涨价影响下, 切割设备毛利率有所提升。从毛利率水平来看, 2022 年 1-9 月设备毛利率为 32.7%, 在缺芯涨价的影响下, 毛利率相较于 2021 年上升 0.9pct, 主要系高测优化设备设计、调整部件选型, 降低设备成本。
- **规模效应显现, 金刚线毛利率显著提升:** 2022 年 1-9 月高测金刚线营收 5.7 亿元, 同比+148%, 销售量 1574 万千米, 同比+174%, 从金刚线单价来看, 2019-2022 年 1-9 月平均销售单价 (不含税) 分别为 60.5/48.3/39.2/36.1 元/千米, 主要受光伏行业降本增效需求, 金刚线售价有所降低。在上游原材料价格上涨&金刚线售价有所下降的情况下, 金刚线毛利率水平仍实现持续提升, 2022 年 1-9 月毛利率为 43.4%, 相较于 2021 年上升 6.9pct, 主要系高测金刚线生产成本持续降低, 一方面金刚线生产线由青岛搬迁至能源成本更低的长治, 规模效应凸显; 另一方面 2022 年一季度完成单机 6 线技改为单机 12 线并于 2022 年释放全部产能。
- **实控人现金认购此次定增, 彰显长期发展信心:** 此次高测股份拟向实控人张项定增募资不超 10 亿元全部用于补充流动资金或偿还贷款, 张项将以现金方式认购本次发行的股份, 发行价格为 70.72 元/股。本次发行前, 张项直接持有公司 25.48% 股份, 本次发行完成后将持有 29.84% 的股份, 公司股权结构进一步向实控人集中。
- **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 29/20/14X, 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)	80.81
一年最低/最高价	51.12/106.33
市净率(倍)	11.72
流通 A 股市值(百万元)	13,725.02
总市值(百万元)	18,418.49

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)	227.92
流通 A 股(百万股)	169.84

相关研究

《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

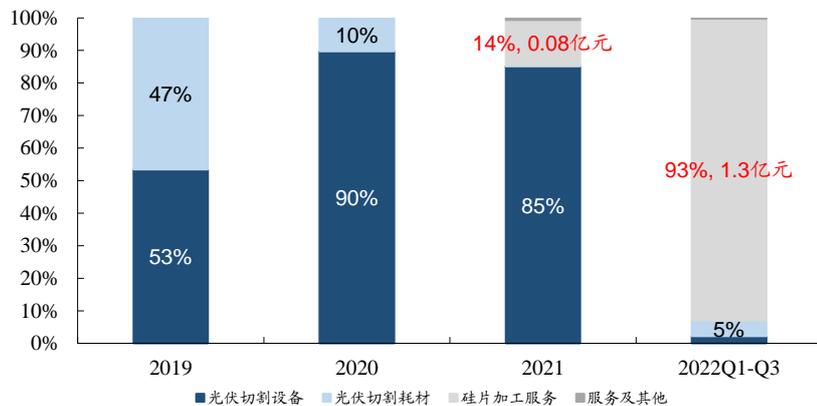
《高测股份(688556): 2022 年前三季度业绩预告点评: 业绩预告大超预期, 切片代工龙头逐步兑现业绩》

2022-10-14

1. 切片代工业务爬产顺利，技术变革利好切片龙头

乐山一期 6GW 项目（配套京运通）项目爬产顺利。2021 年高测在四川乐山配套京运通开工建设 6GW 切片代工项目，2021 年实现营收 819.2 万元；目前已达到设计产能，2022 年 1-9 月实现营收 1.26 亿元，高测与京运通的合作模式由销售切割设备及耗材转变为切片代工服务，高测与京运通的切片代工业务模式如下：①在硅片委托加工框架协议基础上，京运通以月度订单形式确定每批次加工量，约定质量要求；②京运通按照约定标准提供单晶方棒，高测检验硅棒质量；③高测按照约定计划将单晶硅棒加工成单晶硅片；④加工完成后，成品硅片存放于高测成品仓，高测根据京运通的交付计划，经京运通签收确认硅片数量后，高测将硅片交付至京运通的客户指定位置，由京运通的客户签收；⑤硅片切割加工费按照京运通客户签收确认的成品硅片数量进行结算。

图1：2022 年 1-9 月高测为京运通提供硅片加工服务已实现收入 1.3 亿元



数据来源：高测股份公告，东吴证券研究所

截至 2022 年 11 月高测已有切片代工产能 21.6GW，在建产能 12GW，规划产能 14GW。高测此前一共规划了 35GW 产能，2022 年 4 月 8 日公告再扩建湖二期 10GW，4 月 28 日公告将建湖二期 10GW 上调至 12GW，规划总产能达到 47GW，我们预计公司 2022-2024 年产能分别约为 21GW、40GW、47GW，考虑到产能爬坡，出货量分别为 10GW、25GW、45GW。

目前已达产的产能包括光伏大硅片项目（配套通威永祥、环太美科，达产 4.49GW）、乐山一期 6GW（配套京运通，达产 6.66GW）、建湖一期 10GW 项目（配套锦州阳光、润阳，达产 10.44GW），其中乐山一期 6GW 项目（配套京运通）2021 年实现营收 819.2 万元，2022 年 1-9 月实现营收 1.26 亿元；建湖二期 12GW 在建中；乐山二期 14GW 规划中。高测已与通威股份、京运通及美科股份等客户形成了紧密的合作关系，客户一般提前 1 个月发出采购订单，截至 2022 年 10 月 31 日高测切片代工业务在手订单 1.76GW，与现有的月产能（1.8GW）相符。

我们估计【供给端】石英坩埚紧缺+【需求端】可适配薄片的N型电池加速渗透推动薄片化进展加速，利好高测设备+金刚线+代工业务。(1)设备：我们预计薄片化到120um或者细线化到30um都会导致切片机的更新替换；(2)金刚线：高测有设备+工艺+耗材的研发闭环，细线化或钨丝新技术研发效率更高，目前公司切片基地已导入自产32线，细线的生产端&使用端均行业领先；(3)切片代工：薄片化持续加速会导致切片难度和技术壁垒越来越高，龙头厂商切片领先优势持续保持。(4)目前公司切片代工需求旺盛，我们不排除公司继续上调产能规划的可能性。

表1: 高测将规划产能上调至47GW，截至2022年11月已有产能21.59GW，在建产能12GW

公告时间	项目	产能	建设期	预计投产日期	状态
2021/2	乐山大硅片示范项目 (配套通威永祥、环太美科)	5GW	7个月	2021Q4	已达产 4.49GW
2021/7	建湖一期 (配套锦州阳光、润阳，两期5GW 合并为一期10GW)	10GW	12个月	2022Q3	已达产 10.44GW
2022/4	建湖二期 (配套润阳、英发睿能，原计划 10GW，后上调为12GW)	12GW	——	2023年达产 5GW，2024年 全部达产	在建
2021/7	乐山一期 (配套京运通)	6GW	9个月	2022Q2	已达产 6.66GW
2021/7	乐山二期	14GW		2023	规划中
	合计	47GW			已达产：21.59GW 在建：12GW 规划中：14GW

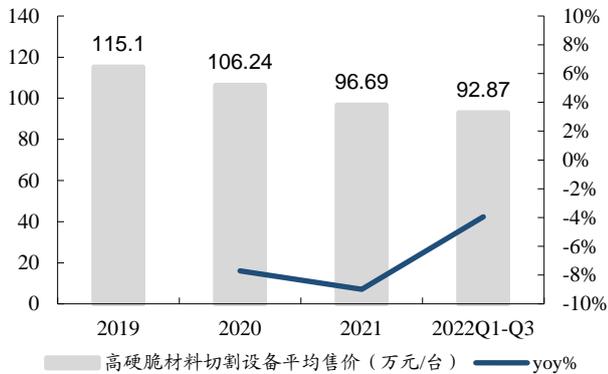
数据来源：高测股份公告，东吴证券研究所

2. 切割设备单价略有下降，毛利率水平有所提升

受部分机加设备影响，设备单价略有下降。2022年1-9月高测切割设备实现营收9.4亿元，同比+44%，销售台数为1014台，同比+50%，从设备单价来看，2019-2022年1-9月高测切割设备平均销售单价分别为115.1万元/台、106.2万元/台、96.7万元/台及92.9万元/台，主要系光伏行业降本增效需求，同时受部分单价较低的机加设备占比有所提升影响。

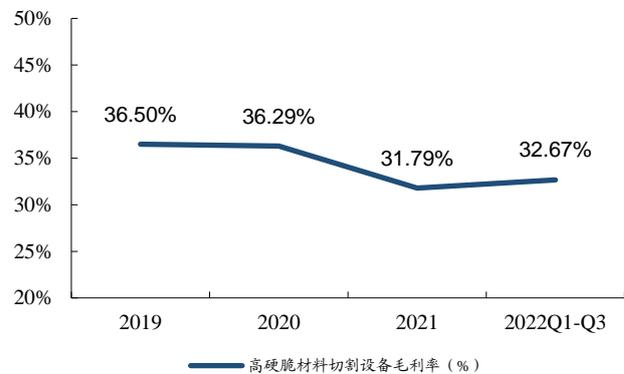
在缺芯涨价影响下，切割设备毛利率有所提升。从毛利率水平来看，2022年1-9月设备毛利率为32.7%，在缺芯涨价的影响下，毛利率相较于2021年上升0.9pct，主要系高测优化设备设计、调整部件选型，降低设备成本。

图2: 2022年1-9月高测股份切割设备单台价格约为92.9万元, 相较于2021年下降约4%



数据来源: 高测股份公告, 东吴证券研究所

图3: 切割设备毛利率有所提升, 2022年1-9月已达32.7%, 相较于2021年上升0.9pct



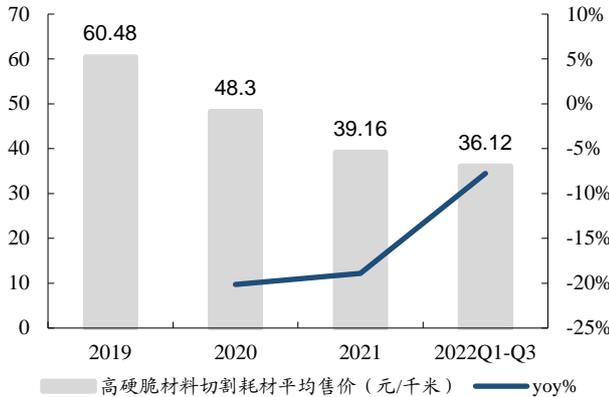
数据来源: 高测股份公告, 东吴证券研究所

3. 规模效应显现, 金刚线毛利率显著提升

2022年1-9月高测金刚线实现营收5.7亿元, 同比+148%, 销售量为1574万千米, 同比+174%, 从金刚线单价来看, 2019-2022年1-9月平均销售单价(不含税)分别为60.5元/千米、48.3元/千米、39.2元/千米及36.1元/千米, 主要受光伏行业降本增效需求, 金刚线售价有所降低。

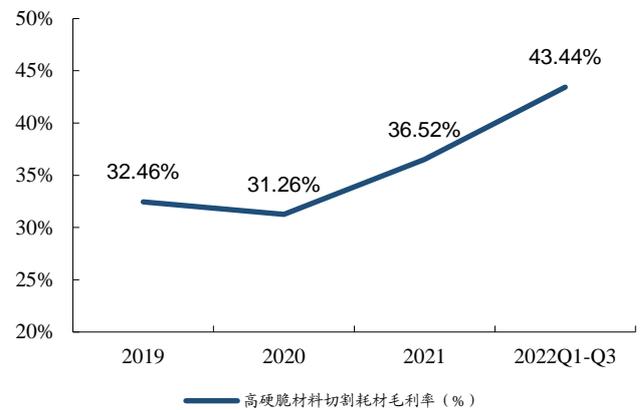
在上游原材料价格上涨&金刚线售价有所下降的情况下, 金刚线毛利率水平仍实现持续提升, 2022年1-9月毛利率为43.4%, 相较于2021年上升6.9pct。主要系: (1) 高测金刚线生产成本持续降低, 一方面, 金刚线生产线由青岛搬迁至能源成本更低的长治, 且规模效应使得单位制造费用下降; 另一方面, 2021年以来高测持续加大细线化投入, 2022年一季度完成单机6线技改为单机12线并于2022年释放全部产能; (2) 随着光伏硅片环节朝着“大尺寸”和“薄片化”方向发展, 公司金刚线产品逐渐往细线化发展, 2019年公司销售的金刚线主要为52 μ m和60 μ m规格, 2020年主要为47 μ m和50 μ m规格, 2021年主要为40 μ m规格, 2022年1-9月主要为38 μ m、40 μ m规格。

图4：2022年1-9月高测股份切割耗材单公里价格约为36.1元，相较于2021年下降7.8%



数据来源：高测股份公告，东吴证券研究所

图5：金刚线毛利率持续提升，2022年1-9月已达43.4%，相较于2021年上升6.9pct



数据来源：高测股份公告，东吴证券研究所

4. 实控人现金认购此次定增，彰显长期发展信心

此次高测股份拟向实控人张项定增募资不超10亿元全部用于补充流动资金或偿还贷款，张项将以现金方式认购本次发行的股份，发行价格为70.72元/股，本次发行数量不超过1414万股，未超过本次发行前公司总股本的30%；自发行结束之日起18个月内不得转让。本次发行前，张项直接持有公司25.48%股份，本次发行完成后将持有29.84%的股份，公司股权结构进一步向实控人集中。

我们认为公司此次向实控人定向发行，彰显了实控人对公司的强烈信心；此外还能够满足公司业务发展的资金需求，缓解公司在订单日益增长下的资金压力，降低公司财务费用，优化公司资本结构，减少财务风险和经营压力，同时为进一步加大研发提供资金支持。

5. 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29/20/14X，维持“买入”评级。

6. 风险提示

下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

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)	106.66	29.26	20.49	14.28
营运资本变动	-235	-386	-237	-342	P/B(现价)	11.33	7.33	4.88	3.29

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>

