

# 迈为股份 (300751)

## 华晟 7.8GW 大订单落地, 设备龙头维持高份额

买入 (维持)

2023年05月17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

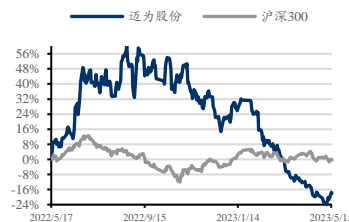
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,148	7,033	10,185	15,397
同比	34%	70%	45%	51%
归属母公司净利润 (百万元)	862	1,309	1,940	2,941
同比	34%	52%	48%	52%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	4.95	7.51	11.13	16.88
P/E (现价&最新股本摊薄)	54.79	36.08	24.34	16.06

关键词: #第二曲线

投资要点

- **HJT 电池龙头多基地布局发展信心充足, 迈为股份市场份额维持龙头。**在目前已招标的 22.5GW 产能中, 迈为中标约 17.8GW, 份额约 80%, 所以我们认为, 光伏龙头设备商赢者通吃的逻辑将会在 HJT 时代继续演绎。华晟为 HJT 行业龙头电池厂, 为最早规模量产招标 HJT 的厂商之一, 目前已投产的产能包括: 宣城一期 0.6GW、宣城二期 2.3GW、宣城三期 2.4GW, 合计 5.3GW。2022 年 9 月, 迈为中标华晟 7.2GW 整线设备订单, 系宣城三期 2.4GW、宣城四期 2.4GW、大理一期 2.4GW; 2023 年 3 月, 迈为中标华晟 0.6GW 设备订单系宣城四期新加一条产线, 目前宣城三期 2.4GW 已投产, 宣城四期 3GW 在建设中, 预计 2023H2 设备进场。2023 年 5 月, 迈为中标华晟 7.8GW 设备订单系宣城五期 2.4GW、合肥一期 5.4GW。
- **HJT 头部电池厂稳步推动产能建设&降本增效, HJT 产业化进展加速利好设备商。**截至 2023 年 3 月底, 华晟二期 2GW 量产线已达产, 当前的单 W 盈利基本和 PERC 打平, HJT 产业化进程加速。(1) 售价端: 我们预计华晟 2023 年出货 4GW, 其中中国内外各占 50%。(2) 成本端: 2023 年 4 月, 华晟三期 2GW 双面微晶产线已流片, 从设备的安装调试到首片贯通仅耗时 42 天 (三期的一线), 预计 3 个月的时间内实现满产, 华晟三期的四线目前也已实现首片流片, 从设备的安装调试到首片贯通仅耗时 20 天, 我们预计 HJT 产线整体的验收速度有望加快。目前华晟三期 182 喜马拉雅组件稳定量产的组件输出功率达 600W, 高于同版型 TOPCon 的 570-575W。HJT 行业其他厂商均进展顺利。预计 2023 年 HJT 扩产 50-60GW, 考虑迈为股份 80% 市占率及 HJT 设备价值量 3.5 亿元/GW, 预计 2023 年迈为潜在 HJT 设备订单体量约 140-170 亿元。
- **技术不断迭代&设备降本有望促使大厂逐步开启规模扩产, 迈为作为龙头设备商具备高订单弹性。**1) 时间节奏上, 我们认为大厂即将开始布局。2) 整线采购是当前主流。3) 迈为的高市占率有望保持。根据测算, 未来 HJT 硅片薄片化、0BB、银包铜导入量产后总成本有望显著低于 PERC, HJT 未来总成本有望降低至 0.48 元/W, TOPCon 约 0.64 元/W, PERC 约 0.61 元/W。2022 年 HJT 整线设备价值量约 4 亿元/GW, 随着 2023-2024 年零部件国产化替代、国产零部件扩产加速的规模效应显现, HJT 设备的单 GW 投资额可降低至 3-3.5 亿元。预计 2024 年设备单 GW 投资额有望降低至约 3 亿元, 若电池片单 W 利润为 0.14 元, 此时回本期约为 2 年, 传统厂商布局叠加新进入者加码, 将迎来 HJT 扩产。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为 HJT 整线设备龙头受益于 HJT 电池加速扩产, 长期泛半导体领域布局打开成长空间。我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.09/19.40/29.41 亿元, 对应当前股价 PE 为 36/24/16 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游 HJT 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)	277.26
一年最低/最高价	254.54/561.00
市净率(倍)	7.23
流通 A 股市值(百万元)	32,816.48
总市值(百万元)	48,309.32

基础数据

每股净资产(元,LF)	38.36
资产负债率(% ,LF)	61.20
总股本(百万股)	174.24
流通 A 股(百万股)	118.36

相关研究

《迈为股份(300751): 2022 年报 & 2023 年一季报点评: 产能扩张期费用前置影响 Q4 利润, 看好 HJT 放量后规模效应》

2023-04-26

《迈为股份(300751): 获三五互联 1.2GW 整线订单, 充分受益于 HJT 新进入者招标热潮》

2023-02-04

## 1. HJT 电池龙头多基地布局发展信心充足，迈为股份市场份额维持龙头

根据我们的统计，华晟目前已招标的产能达 22.5GW，包括宣城一期 0.6GW、宣城二期 2.3GW、宣城三期 2.4GW、宣城四期 3GW、宣城五期 2.4GW、合肥一期 5.4GW、无锡一期 4GW、大理一期 2.4GW，未来华晟将继续多基地布局扩大产能。在目前已招标的 22.5GW 产能中，迈为中标约 17.8GW，份额约 80%，所以我们认为，光伏龙头设备商赢者通吃的逻辑将会在 HJT 时代继续演绎。

华晟为 HJT 行业龙头电池厂，为最早规模量产招标 HJT 的厂商之一，目前已投产的产能包括：

宣城一期 0.6GW、宣城二期 2.3GW、宣城三期 2.4GW，合计 5.3GW。

2022 年 9 月，迈为中标华晟 7.2GW 整线设备订单，系宣城三期 2.4GW、宣城四期 2.4GW、大理一期 2.4GW；

2023 年 3 月，迈为中标华晟 0.6GW 设备订单系宣城四期新加一条产线，目前宣城三期 2.4GW 已投产，宣城四期 3GW 在建设中，预计 2023H2 设备进场。

2023 年 5 月，迈为中标华晟 7.8GW 设备订单系宣城五期 2.4GW、合肥一期 5.4GW。

图1：安徽华晟多基地加大产能布局力度

安徽华晟各基地HJT产能布局【东吴机械】						
		招标量 (GW)	设备供应商	设备订单落地时间	设备进场时间	目前状态
宣城	一期 (非晶)	0.6	迈为股份占比约80%，其他供应商包括理想万里晖和中辰昊	2020.8	2021Q1	已量产
	二期 (单面微晶)	2.3	迈为股份1.8+理想万里晖0.5	2021.9	2022Q2	已量产
	三期 (双面微晶)	2.4	迈为股份	2022.9	2022Q4	已投产
	四期 (双面微晶)	2.4	迈为股份	2022.9	2023Q3	在建
		0.6	迈为股份	2023.3	2023H2-2024H1	——
	五期 (双面微晶)	2.4	迈为股份	2023.5	2023H2-2024H1	2023H2开工
	六期 (未招标, 预测值)	5		——		
合肥	一期 (双面微晶)	5.4	迈为股份	2023.5	2023H2-2024H1	——
	二期 (未招标, 预测值)	5		——		
无锡	一期 (双面微晶)	4	理想万里晖	2022.9	2023	预计2023年底投产
大理	一期 (双面微晶)	2.4	迈为股份	2022.9	2023Q1	即将投产
	二期 (未招标, 预测值)	5		——		
	合计	37.5	备注：合计37.5GW中，22.5GW已招标，15GW规划中未下设备订单			

数据来源：安徽华晟喜马拉雅 G10 组件发布会，东吴证券研究所

## 2. HJT 头部电池厂稳步推动产能建设&降本增效，HJT 产业化进展加速利好设备商

截至 2023 年 3 月底，华晟二期 2GW 量产线已满产，当前的单 W 盈利基本和 PERC 打平，HJT 产业化进程加速。(1) 售价端：HJT 相较于 PERC 在国内市场溢价 0.1 元/W 以上，在国外市场溢价 0.15 元/W 以上，我们预计华晟 2023 年出货 4GW，其中国内外各占 50%。(2) 成本端：我们预计目前华晟二期组件端成本比 PERC 高约 0.14 元/W。因此我们预计华晟二期单 W 盈利和 PERC 基本持平。我们预计 2023 年 5-6 月将全面导入双面 50%银铜，银浆成本再降 2-3 分/W，随着 2023H2-2024H1 银包铜粉国产化，银浆成本有望再降 2 分/W；未来随着 0BB 导入量产，成本有望再降 5 分/W。2023 年 4 月，华晟三期 2GW 双面微晶产线已流片，从设备的安装调试到首片贯通仅耗时 42 天（三期的一线），预计 3 个月的时间内实现满产，华晟三期的四线目前也已实现首片流片，从设备的安装调试到首片贯通仅耗时 20 天，我们预计 HJT 产线整体的验收速度有望加快。目前华晟三期 182 喜马拉雅组件稳定量产的组件输出功率可达 600W，高于同版型 TOPCon 的 570-575W。

HJT 行业其他厂商均进展顺利。金刚玻璃在已有一期 1.2GW&二期 4.8GW 的基础上，2023 年 5 月 5 日公告定增预案，拟募资 20 亿元继续扩产 4.8GW HJT 电池片和 1.2GW 组件。东方日升 2022 年招标的 3.5GW 产能已顺利投产，并于 2023Q1 招标 0BB 量产设备，为行业首次量产招标 0BB 技术，推动行业降本加速进行。

我们预计 2023 年 HJT 扩产 50-60GW，考虑迈为股份 80%市占率及 HJT 设备价值量 3.5 亿元/GW，预计 2023 年迈为潜在 HJT 设备订单体量约 140-170 亿元。

## 3. 技术不断迭代&设备降本有望促使大厂逐步开启规模扩产，迈为作为龙头设备商具备高订单弹性

1) 时间节奏上，我们认为大厂即将开始布局。HJT 作为电池片环节的革命性技术目前仍处于扩产早期，传统厂商尚未大规模布局，新进入者此时投资扩产可获得先发优势，实现弯道超车，因此我们观察到 2023 年新进入者数量持续高增，而传统大厂在 2024 年开始大规模扩产。2) 整线采购是当前主流。尚不具备光伏电池生产经验的新进入者出于降低风险、减少各环节设备磨合调试成本等方面考虑，更偏向于选择 HJT 整线设备。例如金刚光伏一期 1.2GW 及二期 4.8GW 均选择迈为作为整线设备供应商。近期 HJT 新进入者三五互联、奥维通信、海源复材、乾景园林、正业科技、格力共规划 31GW 电池项目，设备招标有望启动且选择整线设备可能性高。3) 迈为的高市占率有望保持。我们认为迈为的设备在核心专利的布局非常完善，且通过存量产线反馈加速技术迭代，持续

维持高市占率。

根据我们测算，未来 HJT 硅片薄片化、0BB、银包铜导入量产后总成本有望显著低于 PERC，HJT 未来总成本有望降低至 0.48 元/W，TOPCon 约 0.64 元/W，PERC 约 0.61 元/W。2022 年 HJT 整线设备价值量约 4 亿元/GW，随着 2023-2024 年零部件国产化替代、国产零部件扩产加速的规模效应显现，HJT 设备的单 GW 投资额可降低至 3-3.5 亿元。我们预计 2024 年设备单 GW 投资额有望降低至约 3 亿元，若电池片单 W 利润为 0.14 元，则此时回本期约为 2 年，传统厂商布局叠加新进入者加码，即将迎来 HJT 扩产。

图2：未来 0BB&30%银包铜&背副钢网、不同硅片厚度下 HJT 电池片的总成本（单位：元/W），预计 HJT 电池片成本未来降低到 0.48 元/W

以 166 为例		150 微米	130 微米	120 微米	110 微米	100 微米	90 微米	80 微米	
N 型硅片售价 (元/W, 按照 25%毛利率, 比 P 型有溢价) ①	硅料价 格区间 (元 /KG)	50	0.27	0.26	0.25	0.24	0.24	0.23	0.22
		100	0.40	0.38	0.37	0.36	0.34	0.33	0.31
		150	0.54	0.50	0.48	0.47	0.45	0.43	0.40
		200	0.67	0.62	0.60	0.58	0.55	0.52	0.50
		250	0.80	0.74	0.72	0.69	0.65	0.62	0.59
	300	0.94	0.87	0.83	0.80	0.76	0.72	0.68	
浆料 (元/W)		0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	
靶材 (元/W)		0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	
折旧 (元/W)		0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	
其他电池制造成本 (元/W)		0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	
电池片非硅成本 (元/W) ②		0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	
电池片总成本 (元/W) ③=①+ ②	硅料价 格区间 (元 /KG)	50	0.43	0.42	0.41	0.41	0.40	0.39	0.38
		100	0.56	0.54	0.53	0.52	0.50	0.49	0.48
		150	0.70	0.66	0.64	0.63	0.61	0.59	0.57
		200	0.83	0.78	0.76	0.74	0.71	0.68	0.66
		250	0.96	0.90	0.88	0.85	0.82	0.78	0.75
	300	1.10	1.03	0.99	0.96	0.92	0.88	0.84	

数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

图3: 不同硅片厚度下 TOPCon 电池片的总成本 (单位: 元/W), 预计 TOPCon 电池片成本未来降低到 0.64 元/W

以166为例		150微米	140微米	130微米	
N型硅片售价 (元/W, 按照25%毛利率, 比P型有溢价) ①	硅料价格区间 (元/KG)	50	0.27	0.26	0.26
		100	0.41	0.39	0.38
		150	0.54	0.52	0.51
		200	0.68	0.65	0.63
		250	0.82	0.78	0.76
		300	0.95	0.91	0.88
浆料 (元/W)		0.11	0.11	0.11	
靶材 (元/W)		0.00	0.00	0.00	
折旧 (元/W)		0.05	0.05	0.05	
其他电池制造成本 (元/W)		0.10	0.10	0.10	
电池片非硅成本 (元/W) ②		0.26	0.26	0.26	
电池片总成本 (元/W) ③=①+②	硅料价格区间 (元/KG)	50	0.53	0.52	0.52
		100	0.67	0.65	0.64
		150	0.80	0.78	0.77
		200	0.94	0.91	0.89
		250	1.08	1.04	1.02
		300	1.21	1.17	1.14

数据来源: Solarzoom, 东吴证券研究所

图4: 不同硅片厚度下 PERC 电池片的总成本 (单位: 元/W), 预计 PERC 电池片成本未来降低到 0.61 元/W

以166为例		160微米	150微米	
P型硅片售价 (元/W, 按照20%毛利率) ①	硅料价格区间 (元/KG)	50	0.26	0.26
		100	0.40	0.39
		150	0.54	0.52
		200	0.67	0.65
		250	0.81	0.78
		300	0.95	0.91
浆料 (元/W)		0.07	0.07	
靶材 (元/W)		0.00	0.00	
折旧 (元/W)		0.04	0.04	
其他电池制造成本 (元/W)		0.12	0.12	
电池片非硅成本 (元/W) ②		0.23	0.23	
电池片总成本 (元/W) ③=①+②	硅料价格区间 (元/KG)	50	0.49	0.48
		100	0.63	0.61
		150	0.76	0.74
		200	0.90	0.88
		250	1.04	1.01
		300	1.18	1.14

数据来源: Solarzoom, 东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资评级

公司为 HJT 整线设备龙头受益于 HJT 电池加速扩产, 长期泛半导体领域布局打开成长空间。我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.09/19.40/29.41 亿元, 对应当

前股价 PE 为 36/24/16 倍，维持“买入”评级。

## 5. 风险提示:

下游 HJT 扩产不及预期，新品拓展不及预期。

## 迈为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
<b>流动资产</b>	<b>12,860</b>	<b>17,998</b>	<b>25,403</b>	<b>37,323</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,148</b>	<b>7,033</b>	<b>10,185</b>	<b>15,397</b>
货币资金及交易性金融资产	4,520	6,976	9,480	13,623	营业成本(含金融类)	2,559	4,380	6,384	9,639
经营性应收款项	2,767	4,277	6,350	9,607	税金及附加	24	35	51	77
存货	5,330	6,480	9,270	13,732	销售费用	305	380	550	816
合同资产	0	0	0	0	管理费用	138	288	356	539
其他流动资产	243	265	303	361	研发费用	488	724	1,018	1,540
<b>非流动资产</b>	<b>1,667</b>	<b>1,803</b>	<b>1,915</b>	<b>1,915</b>	财务费用	-99	6	8	8
长期股权投资	49	65	80	93	加:其他收益	78	211	306	462
固定资产及使用权资产	478	670	802	852	投资净收益	36	14	20	15
在建工程	248	174	137	72	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	188	190	192	194	减值损失	-25	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	1	1
长期待摊费用	42	42	42	42	<b>营业利润</b>	<b>822</b>	<b>1,444</b>	<b>2,143</b>	<b>3,257</b>
其他非流动资产	662	662	662	662	营业外净收支	14	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>14,527</b>	<b>19,801</b>	<b>27,318</b>	<b>39,238</b>	<b>利润总额</b>	<b>837</b>	<b>1,444</b>	<b>2,143</b>	<b>3,257</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,923</b>	<b>11,933</b>	<b>17,586</b>	<b>26,672</b>	减:所得税	12	181	279	423
短期借款及一年内到期的非流动负债	230	69	49	49	<b>净利润</b>	<b>824</b>	<b>1,264</b>	<b>1,865</b>	<b>2,833</b>
经营性应付款项	2,996	3,928	6,020	9,307	减:少数股东损益	-37	-45	-75	-108
合同负债	4,306	7,371	10,743	16,220	<b>归属母公司净利润</b>	<b>862</b>	<b>1,309</b>	<b>1,940</b>	<b>2,941</b>
其他流动负债	391	566	774	1,097	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.95	7.51	11.13	16.88
非流动负债	174	174	174	174	EBIT	687	1,225	1,825	2,787
长期借款	80	80	80	80	EBITDA	755	1,309	1,933	2,913
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.31	37.72	37.32	37.40
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	20.78	18.61	19.05	19.10
其他非流动负债	90	90	90	90	收入增长率(%)	34.01	69.54	44.82	51.18
<b>负债合计</b>	<b>8,098</b>	<b>12,107</b>	<b>17,760</b>	<b>26,847</b>	归母净利润增长率(%)	34.09	51.82	48.25	51.59
归属母公司股东权益	6,452	7,761	9,701	12,642					
少数股东权益	-23	-68	-143	-251					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,429</b>	<b>7,693</b>	<b>9,558</b>	<b>12,391</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,527</b>	<b>19,801</b>	<b>27,318</b>	<b>39,238</b>					

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	855	2,824	2,723	4,252	每股净资产(元)	37.07	44.58	55.73	72.62
投资活动现金流	-225	-206	-199	-110	最新发行在外股份(百万股)	174	174	174	174
筹资活动现金流	51	-161	-20	0	ROIC(%)	10.73	14.69	18.11	21.83
现金净增加额	720	2,456	2,504	4,143	ROE-摊薄(%)	13.36	16.86	20.00	23.26
折旧和摊销	68	84	108	126	资产负债率(%)	55.74	61.15	65.01	68.42
资本开支	-693	-205	-204	-112	P/E(现价&最新股本摊薄)	54.79	36.08	24.34	16.06
营运资本变动	136	1,337	601	1,045	P/B(现价)	7.31	6.08	4.86	3.73

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>

