

迈为股份 (300751)

再获三五互联 0.6GW 订单, HJT 产业化持续加速

买入 (维持)

2023 年 07 月 04 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) | 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) | 3.09 | 4.70 | 6.97 | 10.56 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 52.83 | 34.80 | 23.47 | 15.48 |

关键词: #第二曲线

投资要点

事件: 迈为股份与三五互联的控股孙公司眉山旌升光伏签订一条 0.6GW 的 HJT 整线设备订单。

■ 三五规划 8GW HJT 项目, 迈为已获三五互联 1.8GW 订单。

此前迈为股份 2 月已获三五互联 1.2GW 整线设备订单, 叠加此次 0.6GW 订单, 合计中标三五互联 1.8GW 订单。三五互联 2022 年 12 月 25 日公告拟与眉山市丹棱县人民政府签署项目投资协议, 建设 5GW 异质结电池 5G 智慧工厂项目, 后续结合市场需求及公司发展需要, 2 月公告新增投资建设 3GW 产能, 新增投资约 15 亿元, 项目合计建设 8GW 项目, 总投资约 40 亿元, 规划 2024 年 6 月 30 日前完成 5GW 生产线建设并正式投产, 2025 年 6 月 30 日前计划完成全部 8GW 生产线建设并实现满产。

■ HJT 降本增效持续推进, 产业化进展加速。

我们预计 2023Q3 HJT 有望实现成本打平, (1) 硅片端: 110 μ m 已导入产线, 2023 年底完成 100 μ m 量产, 2024 年年中实现 90 μ m 量产; (2) 降银耗: 银包铜&0BB 双轨并行, 银包铜浆料国产化加速, 正背面有望同时导入 50%或 30%银包铜, 0BB 目前多个技术路线小批量量产效果理想, 可降银 35%, 电镀铜能够彻底解决银耗痛点, 近期罗博特科出货单体 1GW 电镀设备、太阳井 2023 年有望交付 1GWHJT 电镀铜设备、2024 年预计 8GW HJT 电镀铜设备订单; (3) 设备端: 设备稳定性提升, 华晟三期四线从设备的安装调试到首片贯通仅耗时 20 天, 日升为 12 天。

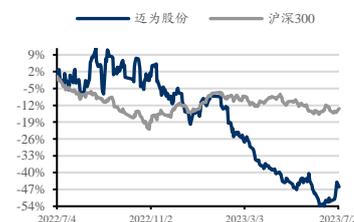
■ 技术不断迭代&设备降本有望促使大厂逐步开启规模扩产, 迈为作为龙头设备商具备高订单弹性。

我们预计 2023 年 HJT 扩产 50-60GW, 考虑迈为股份 80%市占率及 HJT 整线设备价值量 3.5-4.0 亿元/GW (配置不同, 价格有差异), 预计 2023 年迈为潜在 HJT 设备订单体量约 140-190 亿元。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 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。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。

■ 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 35/23/15 倍, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 下游 HJT 扩产不及预期, 研发进展不及预期。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|---------------|
| 收盘价(元) | 163.50 |
| 一年最低/最高价 | 137.31/561.00 |
| 市净率(倍) | 4.26 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 31,117.17 |
| 总市值(百万元) | 45,533.73 |

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) | 278.49 |
| 流通 A 股(百万股) | 190.32 |

相关研究

《迈为股份(300751): 华晟 7.8GW 大订单落地, 设备龙头维持高份额》

2023-05-17

《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 | 12,860 | 17,998 | 25,403 | 37,323 | 营业总收入 | 4,148 | 7,033 | 10,185 | 15,397 |
| 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 |
| 非流动资产 | 1,667 | 1,803 | 1,915 | 1,915 | 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 | 营业利润 | 822 | 1,444 | 2,143 | 3,257 |
| 其他非流动资产 | 662 | 662 | 662 | 662 | 营业外净收支 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 14,527 | 19,801 | 27,318 | 39,238 | 利润总额 | 837 | 1,444 | 2,143 | 3,257 |
| 流动负债 | 7,923 | 11,933 | 17,586 | 26,672 | 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 | 净利润 | 824 | 1,264 | 1,865 | 2,833 |
| 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 | 归属母公司净利润 | 862 | 1,309 | 1,940 | 2,941 |
| 其他流动负债 | 391 | 566 | 774 | 1,097 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 3.09 | 4.70 | 6.97 | 10.56 |
| 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 |
| 负债合计 | 8,098 | 12,107 | 17,760 | 26,847 | 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) | | | | | |
| 所有者权益合计 | 6,429 | 7,693 | 9,558 | 12,391 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 14,527 | 19,801 | 27,318 | 39,238 | | | | | |

| 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) | 278 | 278 | 278 | 278 |
| 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) | 52.83 | 34.80 | 23.47 | 15.48 |
| 营运资本变动 | 136 | 1,337 | 601 | 1,045 | P/B (现价) | 4.41 | 3.67 | 2.93 | 2.25 |

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>