

迈为股份 (300751)

推出靶材降钨三部曲，加速 HJT 电池降本进程

买入 (维持)

2023 年 07 月 12 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)	52.58	34.63	23.36	15.41

关键词: #第二曲线

投资要点

■ **持续推动低钨方案，降低 HJT 对钨的依赖:** (1) 设备优化降钨可降至 12mg/W: 通过对溅射单元的不断优化，目前迈为最新 PVD 对于 100% 钨基靶材的理论单耗已从近 20mg/W 降至 13.5mg/W，旧设备亦可升级，预计 2023 年末可降低到 12mg/W。按照 ITO 靶材价格 2500 元/kg 估算，对应的靶材成本约 0.03 元/W。(2) 低钨叠层膜降钨可降至 6mg/W: 将低钨叠层膜方案 (50%钨基+50%非钨基叠层 TCO) 与 PVD 改进方案相结合，钨基靶材理论单耗可降低至 6mg/W。该方案下电池效率与全钨基 TCO 电池持平，同时可与铜电镀、银包铜等技术结合。我们判断低钨方案为正面采用传统 ITO 靶材，将背面改成新型 AZO (铝掺杂的氧化锌 ZnO 透明导电玻璃)，按照 ITO 靶材价格 2500 元/kg 估算，对应的靶材成本约 0.015 元/W。(3) 规模化钨回收有望降低至 1mg/W: HJT 规模日益扩大，钨材料的回收可进一步实现，结合无钨靶材的逐步深入，吉瓦 (GW) 级异质结电池工厂的钨消耗量将有望降低至 1mg/W，按照 ITO 靶材价格 2500 元/kg 估算，对应的靶材成本约 0.0025 元/W。

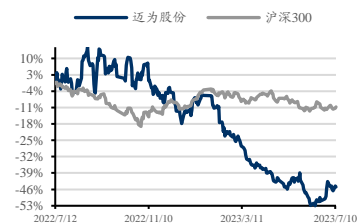
■ **钨的储量充足，不会成为制约 HJT 发展的因素:** 我们考虑低钨叠层方案，即仅正面采用“90%氧化钨+10%氧化锡”的 ITO 靶材，纯钨占氧化钨约 83%，则 6mg/W 的 ITO 靶材用量中，纯钨的使用量约 $6*90%*83%=4.48\text{mg/W}$ ，对应 1GW 的 HJT 电池消耗 4.5 吨钨。近期钨金属价格有所上涨，目前约 2225 元/公斤，创近 5 年以来新高，按照 1GW 的 HJT 电池用钨量 4.5 吨，对应钨成本约 1000 万元。根据靶材企业壹纳光电的研究数据，当前全球钨储量为 35.6 万吨，能够年电池片产能 500GW 的背景下使用 150+年。长期来看钨的储量充足，不会成为制约 HJT 行业发展的掣肘。

■ **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，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。

■ **盈利预测与投资评级:** 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)	162.74
一年最低/最高价	137.31/561.00
市净率(倍)	4.24
流通 A 股市值(百万元)	30,972.53
总市值(百万元)	45,322.07

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): 再获三五互联 0.6GW 订单, HJT 产业化持续加速》

2023-07-04

《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)	52.58	34.63	23.36	15.41
营运资本变动	136	1,337	601	1,045	P/B (现价)	4.39	3.65	2.92	2.24

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>