

迈为股份(300751)

公司点评

公司点评——机械行业——证券研究

重要客户华晟 HJT 进展超预期！光伏异质结设备行业即将起飞

——迈为股份点评

投资要点

□ 公司异质结设备客户安徽华晟进展超预期；下半年再扩 2GW，异质结电池将具性价比  
安徽华晟新能源为光伏异质结电池行业新势力。在本次 500MW 项目中，迈为股份作为华晟 HJT 设备核心供应商，提供 PECVD、PVD 和丝网印刷设备，占据了总设备招标额的 77%。

1) 项目进度：华晟 500MW 异质结电池项目于 2021 年 3 月 18 日正式投产出片。预计于 2021 年 4 月下旬举办投产仪式、6 月份末达产。同时，公司将在下半年再启动 2GW HJT 电池+组件扩产，我们预计，届时异质结电池将具备商业化性价比，光伏异质结设备行业即将起飞。

2) 转换效率：华晟仅用时 1 周调试、试产，平均转换效率达到 23.8%，最高效率达到 24.39%。（其中，第一炉效率 23.2%，第二炉效率 23.8%，第三炉效率 24.39%，效率逐步爬升）

3) 银浆耗量：项目采用最新的高精度串焊+银包铜浆料技术，将有力推动 HJT 银耗降低至与 PERC 旗鼓相当的水平，是 HJT 电池降本路径中的重要一环。

4) 设备供应商：清洗制绒设备（启威星(YAC)）、PECVD 设备（迈为+理想）、PVD 设备（迈为）、丝网印刷设备（迈为+中辰昊）。并使用迈为 MES 系统对全电池产线进行调度及智能优化。

□ 异质结设备：未来 5 年行业复合增速超 80%；公司异质结设备在手订单居国内第一

1) 行业市场空间：预计 2025 年 HJT 设备市场空间有望超 400 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 80%。如净利率保持 20%（80 亿净利润），给予 25 倍 PE，测算 HJT 设备行业合理总市值 2000 亿元！我们判断，行业龙头市占率有望超 50%，未来有望超 1000 亿元市值。

2) 异质结行业何时爆发？目前 HJT 与 PERC 电池在单 W 成本端差距约 2 毛/W 左右，基于异质结电池在转换效率、全生命周期发电量上的优势，差距如缩小至 1 毛/W 即可产生性价比。我们预计，随着 N 型硅片减薄、银浆耗量降低、设备降本、靶材国产等方式，将使得异质结全产业链共同降本，预计最快 2021 年底至 2022 年上半年达到性价比水平，行业将迎扩产潮。

3) 公司为光伏异质结（HJT）设备领先者，具“先发优势”+“整线供应能力”。已实现 HJT 整线设备供应能力（设备价值量覆盖从 PERC 领域的 25% 上升至 HJT 领域的 95%），下游与通威、安徽华晟、阿特斯等客户合作顺利，目前 HJT 在手订单达 5.9 亿元，位居国内上市公司中第一名。如能保持龙头地位，未来成长空间大。

□ 盈利预测：看好公司在光伏行业未来大发展中战略地位、未来 5 年的高成长性

预计 2020-2025 年公司新增在执行订单分别为 31、60、71、104、143、227 亿元，增速分别达 69%、91%、19%、47%、37%、59%。考虑到收入确认节奏，预计 2020-2022 年归母净利润为 3.8/6.3/8.3 亿元，同比增长 54%/66%/31%，对应 PE 为 72/48/36 倍。维持“买入”评级。

□ 风险提示：异质结电池推进速度不达预期；光伏需求不及预期；下游扩产不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	1438	2365	4091	4989
(+/-)	82%	65%	73%	22%
净利润	248	381	634	830
(+/-)	45%	54%	66%	31%
每股收益(元)	4.8	7.3	11.1	14.5
P/E	111	72	48	36
ROE(平均)	20%	25%	27%	24%
PB	20.2	15.8	10.1	7.9

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 528.00

单季度业绩 元/股

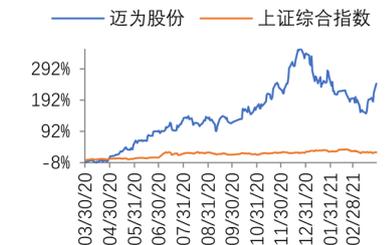
3Q/2020	1.55
2Q/2020	2.30
1Q/2020	1.20
4Q/2019	1.16

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005  
wanghujun@stocke.com.cn

联系人：李思扬

lisiyang@stocke.com.cn



相关报告

1【迈为股份】深度：光伏异质结设备领军者，未来 5 年持续高增长-浙商机械 20210125

2【迈为股份】拟投设产业基金，战略布局产业链相关上下游-浙商机械 20210217

3【迈为股份】业绩符合预期，公司光伏异质结设备未来 5 年持续高成长-浙商机械 20210125

证券研究报告

- **附录 1:** 2020 年 8 月, 公司中标安徽宣城 500MW 异质结项目, 合计金额达 2.48 亿元 (拿下约 78% 的份额)。中标项目包括: 一套 PECVD 设备, 产能达 8000 片/小时; 两套 PVD 设备, 合计产能 13500 片/时, 性能表现优异。

**表 1: 2020 年 8 月, 公司中标安徽宣城 500MW 异质结项目, 合计金额达 2.48 亿元**

安徽宣城 500MW 异质结产线中标情况		
公司	中标金额 (亿元)	中标项目
迈为股份	1.88	两套制绒清洗、一套 PECVD (产能 8000 片/时)、一套丝网印刷
	0.6	两套 PVD 设备 (合计产能 13500 片/时)
理想万里晖	0.55	一套 PECVD 设备 (产能 4000 片/时)
中辰昊科技	0.19	一套丝网印刷
合计总价	3.22	

资料来源: 宣城市公共资源交易中心, 浙商证券研究所整理

- **附录 2:** 预计到 2022 年 HJT 将达到与 PERC 旗鼓相当的成本区间。

**表 2：目前 HJT 电池较 PERC 仍有 0.2 元/W 劣势；我们预计 2022 年 HJT 有望和 PERC 电池成本打平**

	PERC	HJT	2022E PERC	2022E HJT
<b>关键技术信息</b>				
电池片效率	22.70%	24%	23%	25%
M6 每片 W 数 (W/片)	6.22	6.58	6.31	6.85
电池片厚度 (um)	170	150	170	130
电池片连接技术	——	12BB	——	无主栅
<b>关键假设</b>				
税率	13%			
设备折旧期(年)	10			
<b>电池片单 W 成本测算</b>				
<b>1. 硅片成本</b>	<b>基于 2020 年底价格</b>	<b>(假设：N 型硅片溢价 8%)</b>		<b>(假设：N 型硅片溢价 8%，薄片折价 7%)</b>
M6 硅片含税价格 (元/片)	3.25	3.51	2.1	2.1
单 W 含税成本 (元/W)	0.52	0.53	0.33	0.31
单 W 不含税成本 (元/W)	0.45	0.46	0.29	0.27
<b>2. 非硅成本</b>				
<b>2.1 设备折旧</b>				
生产设备价格(亿元/GW)	2	4.5	1.5	3
单 W 折旧成本 (元/W)	0.02	0.05	0.02	0.03
<b>2.2 浆料</b>				
(假设：银包铜技术实现)				
M6 电池片银浆耗量 (mg/片)	108	200	98	100
银浆含税价格 (元/kg)	6500	8500	6500	5800
单 W 含税成本 (元/W)	0.11	0.26	0.10	0.08
单 W 不含税成本 (元/W)	0.10	0.22	0.09	0.07
<b>2.3 靶材</b>				
靶材耗量 (mg/片)	——	140	——	50
靶材含税价格 (元/kg)	——	3000	——	2000
单 W 含税成本 (元/W)	——	0.06	——	0.01
单 W 不含税成本 (元/W)	——	0.06	——	0.01
<b>2.4 其他成本 (元/W)</b>	0.12	0.12	0.12	0.12
<b>2. 非硅含税成本合计 (元/W)</b>	0.25	0.49	0.24	0.25
<b>非硅不含税成本合计 (元/W)</b>	0.24	0.45	0.22	0.24
<b>3. 含税总成本 (元/W)</b>	0.78	1.02	0.57	0.56
<b>不含税总成本 (元/W)</b>	0.69	0.91	0.51	0.51

资料来源：Solarzoom，浙商证券研究所整理

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3719	5698	10048	12164
现金	767	693	1426	2047
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	653	1006	1690	2104
其它应收款	22	20	40	56
预付账款	13	54	77	84
存货	2066	3787	6655	7709
其他	197	138	159	165
<b>非流动资产</b>	286	317	393	476
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	146	199	263	341
无形资产	16	16	15	14
在建工程	73	78	84	83
其他	50	25	31	38
<b>资产总计</b>	4005	6015	10441	12640
<b>流动负债</b>	2642	4269	7449	8818
短期借款	197	137	153	163
应付款项	959	1653	2895	3426
预收账款	1411	2385	4237	5032
其他	75	95	163	197
<b>非流动负债</b>	7	10	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他	7	10	9	9
<b>负债合计</b>	2650	4279	7458	8826
少数股东权益	-4	-4	-4	-4
归属母公司股东权益	1359	1740	2987	3817
<b>负债和股东权益</b>	4005	6015	10441	12640

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-84	54	180	692
净利润	244	381	634	830
折旧摊销	6	13	17	22
财务费用	-12	-3	-9	-18
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	582	1343	2387	886
其它	-905	-1680	-2849	-1028
<b>投资活动现金流</b>	-159	-70	-86	-98
资本支出	-139	-69	-85	-98
长期投资	0	0	0	0
其他	-20	-1	-1	-1
<b>筹资活动现金流</b>	29	-58	639	27
短期借款	71	-60	16	9
长期借款	0	0	0	0
其他	-42	2	622	18
<b>现金净增加额</b>	-214	-74	732	621

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1438	2365	4091	4989
营业成本	952	1569	2744	3298
营业税金及附加	9	15	27	33
营业费用	99	154	258	309
管理费用	70	106	164	200
研发费用	94	142	233	274
财务费用	-12	-3	-9	-18
资产减值损失	9	15	26	32
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	60	80	100	120
<b>营业利润</b>	277	446	748	981
营业外收支	15	8	10	11
<b>利润总额</b>	292	454	758	992
所得税	48	74	124	162
<b>净利润</b>	244	381	634	830
少数股东损益	-4	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	248	381	634	830
EBITDA	296	464	766	996
EPS (最新摊薄)	4.8	7.3	11.1	14.5

<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	82%	65%	73%	22%
营业利润	39%	61%	68%	31%
归属母公司净利润	45%	54%	66%	31%
<b>获利能力</b>				
毛利率	34%	34%	33%	34%
净利率	17%	16%	15%	17%
ROE	20%	25%	27%	24%
ROIC	16%	20%	20%	20%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	66%	71%	71%	70%
净负债比率	7%	3%	2%	2%
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.6	0.4	0.5	0.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.4
应收帐款周转率	9.0	8.9	8.5	7.6
应付帐款周转率	2.1	1.9	1.8	1.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	4.8	7.3	11.1	14.5
每股经营现金	-1.6	1.0	3.2	12.1
每股净资产	26.1	33.5	52.4	66.9
<b>估值比率</b>				
P/E	111	72	48	36
P/B	20.2	15.8	10.1	7.9
EV/EBITDA	22.9	57.9	37.6	28.3

资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>