

2021年07月24日

中报点评：盈利能力超市场预期，定增募资 HJT 整线设备扩产 买入（维持）

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002
13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,285	3,446	4,900	6,241
同比（%）	59.0%	50.8%	42.2%	27.4%
归母净利润（百万元）	394	560	909	1,246
同比（%）	59.3%	41.9%	62.4%	37.0%
每股收益（元/股）	3.83	5.43	8.83	12.09
P/E（倍）	148.84	104.89	64.59	47.13

事件 1: 公司 2021H1 实现营业收入 12.4 亿元，同比+32.07%，实现归母净利润 2.5 亿元，同比+33.17%，扣非归母净利润 2.4 亿元，同比+64.03%。

事件 2 公司拟定增募资 28 亿元，其中 23 亿元用于新建位于苏州吴江经济开发区的 HJT 电池设备制造基地，建设周期为 3 年，项目建成达产后可实现年产 PECVD、PVD 及自动化设备各 40 套；其余 5 亿元用于补充流动资金。

投资要点

■ **定增募资 28 亿元加码 HJT 设备，整线设备龙头势不可挡：**公司定增募资 28 亿元加码 HJT 设备将加速电池技术革命，2021 年进入异质结前期规模爆发，此前金刚玻璃 1.2GW 项目落地，验证了新进入者在新一代电池技术路线的选择上更倾向于 HJT 而非 TOPCon，HJT 对新进入者非常友好。我们判断 2021 年进入 HJT 前期的较大规模扩产，并且主要依靠光伏行业的新进入者扩产。我们预计 2021 年行业将有 10-20GW 扩产，2022 年行业将有 30GW 以上扩产，整个 2020-2022 年 HJT 设备的市场空间约 310 亿。

■ **PERC 向 HJT 过渡之年，PERC 时代收尾业绩答卷亮眼：**公司 2021H1 实现营业收入 12.39 亿元，同比+32.1%，实现归母净利润 2.52 亿元，同比+33.2%，扣非后归母净利润为 2.4 亿元，同比+64%。2021 年是公司订单由 PERC 向 HJT 转型的关键时点，虽市场关注 HJT 进展多于短期 PERC 业绩，但公司中报业绩仍实现高速增长，主要系：（1）210 大尺寸电池片加速渗透，技术迭代利好设备商。（2）全球丝印设备新增市场销售额市占率第一，目前中报体现出的是利润增速大幅超过收入增速——核心在于毛利率的提升和产品单价的回升。

■ **毛利率大幅提升，持续加大研发投入推动技术革命：**2021H1 公司综合毛利率 38.6%，同比+4.4pct；净利率 19.9%，同比+0.5pct，盈利能力超市场预期，表明了公司的良好的风险控制能力和产品议价能力。公司 2021H1 研发费用 1.3 亿元，同比+121.79%，研发费用率 10.54%，同比+4.26pct，研发投入大幅增长主要因为报告期内研发人员及研发项目投入增加，为公司自主研发拓展产品线提供强有力支撑。

■ **盈利预测与投资评级：**公司作为具备先发优势的 HJT 整线设备龙头充分受益于 HJT 电池加速扩产，长期泛半导体领域布局打开广阔成长空间。我们维持公司 2021-2023 年的净利润预测，分别为 5.60/9.09/12.46 亿元（维持不变），当前股价对应动态 PE 分别为 105/65/47 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**新品研发不及预期，HJT 扩产不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	569.99
一年最低/最高价	160.98/598.99
市净率(倍)	22.99
流通 A 股市值(百万元)	29908.61

基础数据

每股净资产(元)	24.80
资产负债率(%)	59.51
总股本(百万股)	103.10
流通 A 股(百万股)	52.47

相关研究

- 1、《迈为股份 (300751)：通威系累计 12 亿订单，技术迭代迈为优势持续扩大》2021-07-06
- 2、《迈为股份 (300751)：面板领域拓展顺利，泛半导体设备龙头初显》2021-07-05
- 3、《迈为股份 (300751)：2021 半年报业绩预告点评：业绩预告符合预期，静待 HJT 时代自身阿尔法凸显》2021-07-02

事件 1: 公司 2021H1 实现营业收入 12.4 亿元，同比+32.07%，实现归母净利润 2.5 亿元，同比+33.17%，扣非归母净利润 2.4 亿元，同比+64.03%。

事件 2: 公司拟定增募资 28 亿元，其中 23 亿元用于新建位于苏州吴江经济开发区的 HJT 电池设备制造基地，建设周期为 3 年，项目建成达产后可实现年产 PECVD、PVD 及自动化设备各 40 套；其余 5 亿元用于补充流动资金。

1. 定增募资 28 亿元加码 HJT 设备，整线设备龙头势不可挡

公司拟定增募资 28 亿元，其中 23 亿元用于新建位于苏州吴江经济开发区的 HJT 电池设备制造基地，建设周期为 3 年，项目建成达产后可实现年产 PECVD、PVD 及自动化设备各 40 套，公司预计达产后每年可实现销售收入 60 亿元；其余 5 亿元用于补充流动资金。

图 1: 公司定增募资 28 亿元，其中 23 亿元用于 HJT 设备产业化项目

序号	项目	项目总投资	拟投入募集资金金额
1	异质结太阳能电池片设备产业化项目	231,156.00	231,156.00
2	补充流动资金	50,000.00	50,000.00
合计		281,156.00	281,156.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

HJT 设备龙头定增募资加速电池技术革命，2021 年进入异质结前期规模爆发。近期通威，隆基，华晟等已经布局 HJT 的电池厂厂商，最新的效率数据不断刷新 25%+ 的最高记录和 24.5% 的量产记录，标志着 HJT 的扩产大幕已经拉开，此前金刚玻璃 1.2GW 项目落地，验证了新进入者在新一代电池技术路线的选择上更倾向于 HJT 而非 TOPCon。目前 HJT 的高效率&低衰减，和不断降本的成本下限空间，都已经被市场普遍认可，但由于 HJT 路线和主流 PERC 技术在核心设备、工艺、技术人才要求上存在较大不兼容性，因此对新进入者非常友好。**我们判断 2021 年进入 HJT 前期的较大规模扩产，并且主要依靠光伏行业的新进入者扩产。**我们预计 2021 年行业将有 10-20GW 扩产，2022 年行业将有 30GW 以上扩产，整个 2020-2022 年 HJT 设备的市场空间约 310 亿。

图 2: 根据我们测算, 预计 2020-2022 年 HJT 设备的市场需求约 310 亿

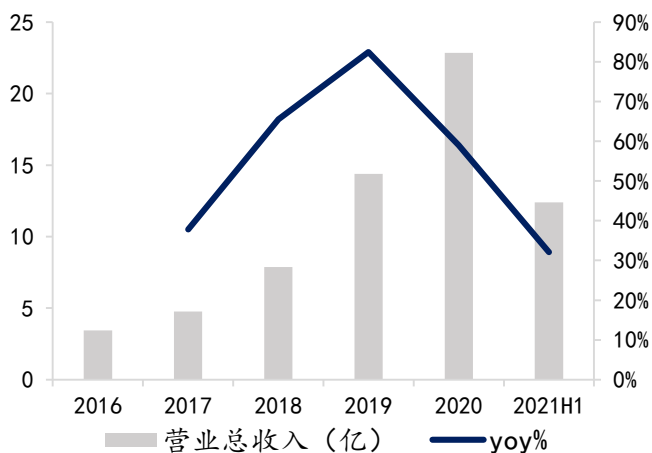
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中国新增装机量合计①	52.8	40	30	48	60	80
海外新增装机量合计②	46.1	62	85	100	120	140
全球新增装机量合计③	98.9	102	115	148	180	220
HJT技术路线渗透率④	0%	0%	1%	3%	10%	30%
HJT新增装机量⑤=③*④			1.15	4.44	18	66
电池自动化生产线产能(GW)⑥			0.1	0.25	0.25	0.25
所需电池片生产线(条)⑦=⑤/⑥			11.5	17.76	72	264
单条线设备总金额(万元)⑧			5000	14150	13000	12000
清洗制绒设备需求(亿元)			1	4	14	48
PEVCD(亿元)			3	13	47	158
PVD(亿元)			1	5	19	63
丝网印刷设备(亿元)			1	3	9	32
其他自动化设备(亿元)			0	1	5	16
当年HJT设备需求(亿元)⑨=⑦*⑧			6	25	94	317
当年新增HJT设备需求⑩=⑨当年减前一年				19	68	223

数据来源: 中国光伏业协会等, 东吴证券研究所

2. PERC 向 HJT 过渡之年, PERC 时代收尾业绩答卷亮眼

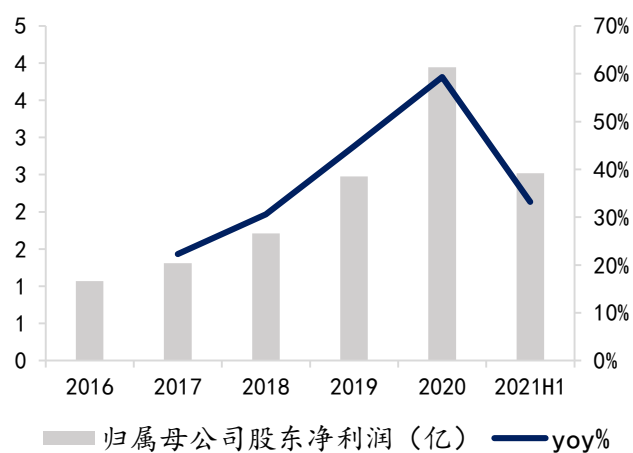
公司 2021H1 实现营业收入 12.39 亿元, 同比+32.1%; 实现归母净利润 2.52 亿元, 同比+33.2%, 处于业绩预告中位数, 符合市场预期; 扣非后归母净利润为 2.4 亿元, 同比+64%。2021 年是公司订单由 PERC 向 HJT 转型的关键时点, 公司 2021 年新接订单中 HJT 有望和 PERC 持平甚至超过。在 PERC 尾声之年, 虽市场关注 HJT 进展多于短期 PERC 业绩, 但公司中报业绩仍实现高速增长, 主要系: (1) **210 大尺寸电池片加速渗透, 技术迭代利好设备商**, 公司充分受益于下游电池片厂大规模淘汰非 210 产能新建 210 产能带来的设备订单。(2) **全球丝印设备新增市场销售额市占率第一**, 2018 年公司丝网印刷设备新增市场市占率高达 80-90%, 2020 年以来迈为战略性地采取“聚焦优质客户&规避短期风险”的策略, 主动将市占率控制在 70%左右, 目前中报体现出的是利润增速大幅超过收入增速——核心在于毛利率的提升和产品单价的回升。

图 3: 公司 2021H1 实现营收 12.39 亿元, 同比+32.1%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 公司 2021H1 实现归母净利润 2.52 亿元, 同比+33.2%

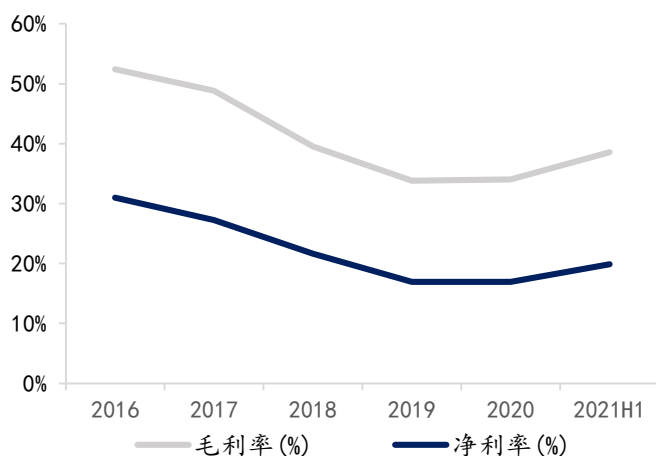


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 毛利率大幅提升, 持续加大研发投入推动技术革命

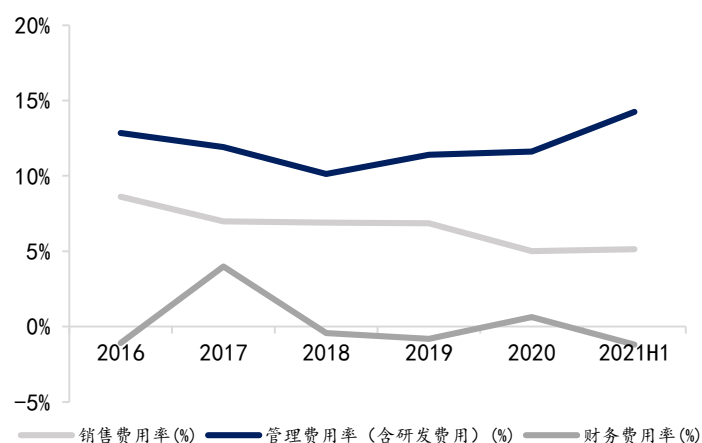
2021H1 公司综合毛利率 38.6%, 同比+4.4pct; 净利率 19.9%, 同比+0.5pct, 盈利能力超市场预期, 表明了公司的良好的风险控制能力和产品议价能力。公司 2021H1 期间费用率为 18.2%, 同比+2.6pct。其中, 销售费用率 5.1%, 同比-0.4pct; 财务费用率-1.2%, 同比-0.8pct; 管理费用率(含研发)为 14.25%, 同比+3.7pct, 管理费用率明显提升主要系加大研发投入所致。公司 2021H1 研发费用 1.3 亿元, 同比+121.79%, 研发费用率 10.54%, 同比+4.26pct, 研发投入大幅增长主要因为报告期内研发人员及研发项目投入增加, 为公司自主研发拓展产品线提供强有力支撑。

图 5: 公司 2021H1 盈利能力企稳回升



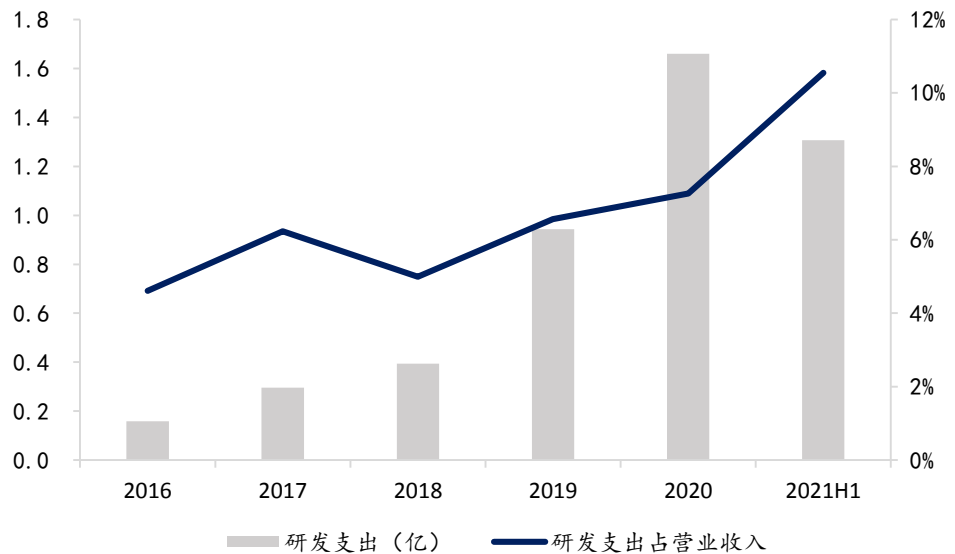
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 公司 2021H1 期间费用控制良好



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 公司 2021H1 研发费用率大幅增加

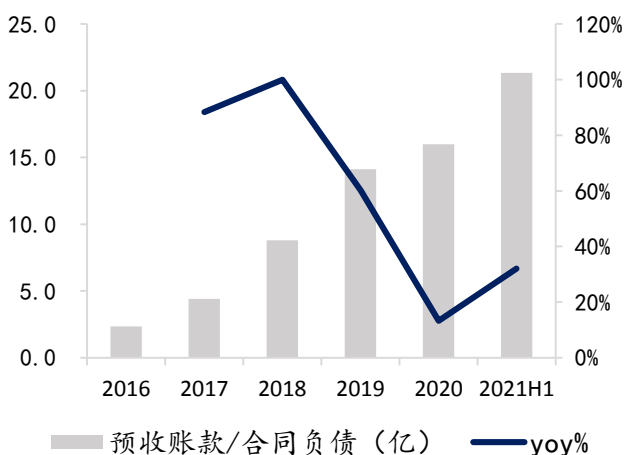


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 预收款&存货均保持正向增长, 现金流同比大幅转正

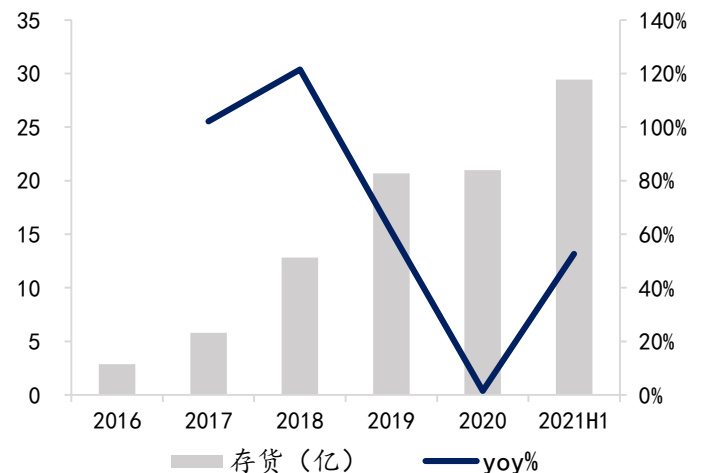
截至 2021H1, 公司的合同负债(预收账款)为 21.32 亿元, 同比+32%; 存货为 29.43 亿元, 同比+53%。公司预收款&存货持续正向增长, 在手订单充足, 支撑短期业绩增长。2021H1 公司经营性净现金流为正的 3 亿元, 同比 2020H1 的-0.5 亿元大幅转正, 回款情况持续优化。

图 8: 公司 2021H1 合同负债持续增长



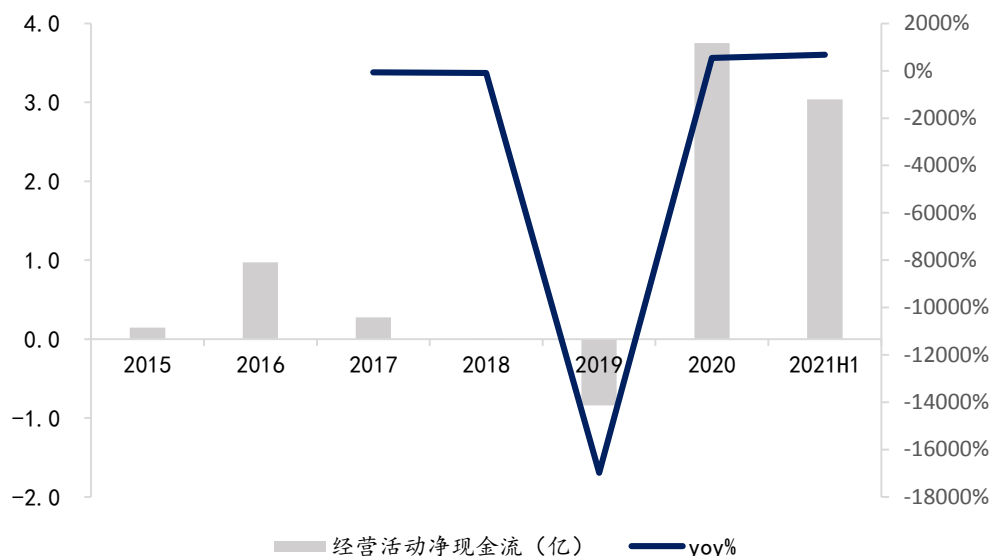
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 公司 2021H1 存货持续增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 公司 2021H1 经营性净现金流同比大幅转正



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 大客户 HJT 项目稳步推进, 迈为设备整线能力得到验证

(1) 安徽华晟 500MW HJT 电池项目转换效率持续提升: 迈为设备中标该项目的销售额 1.88 亿元, 占比达 78%, 迈为股份中标 1.88 亿元 HJT 整线设备订单。迈为中标设备主要包含两套制绒清洗、一套 PECVD 及一套丝网印刷线, 和两套合计 0.6 亿元的 PVD 设备。2021 年 6 月 8 日安徽华晟在异质结电池量产线上实现了 25.06% 的最高效率以及 24.71% 的平均效率; 2021 年 7 月 6 日, 安徽华晟的 166 单晶 HJT 电池转换效率达到创纪录的 25.23%; 2021 年 7 月 9 日, 安徽华晟联手迈为股份, 双方研发的 M6 HJT 电池转换效率达到创纪录的 25.26%, 实现了对 25.23% 的记录超越, 华晟异质结项目效率爬升进展顺利, 进一步验证了核心设备商迈为股份的 HJT 设备单机能力和整线能力。

(2) 通威合肥 200MW HJT 中试线效率&良率超预期: 该项目是迈为的 TURNKEY 交钥匙工程, 迈为中标了核心 PECVD 设备、丝印设备。2020 年 12 月项目最高转换效率达到 24.55% (迈为新品发布会宣布数据); 2021 年 3 月 31 日该项目批量生产的电池片以 24.3% 的转换效率为主, 2021Q1 中试线平均良率达到 97.84%, 单日最高良率达到 98.44%, 该良率已接近 PERC (整体良率在 97-98%), 远高于 TOPCon (整体良率在 93%-95%)。

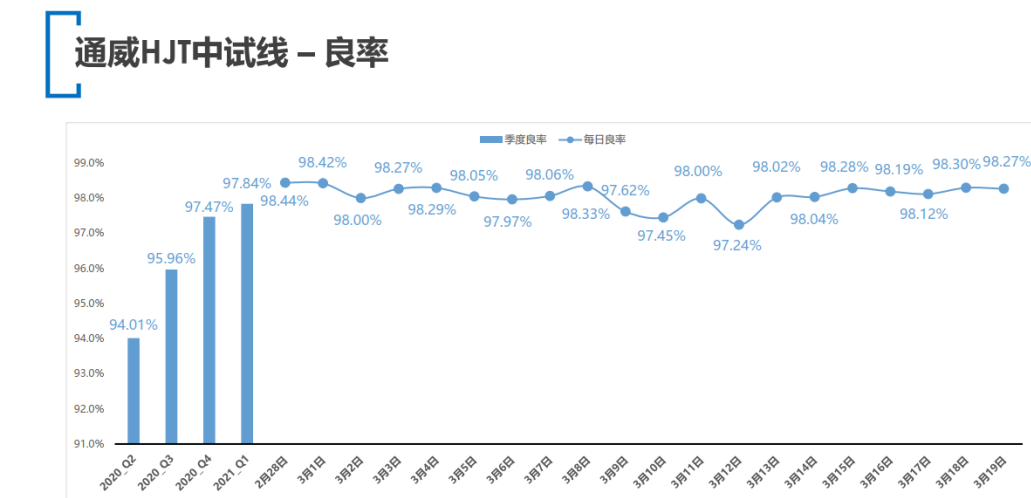
此外, 2021 年上半年, 迈为协助通威合肥完成了中试线的改造, 此次改造单主要是 166 改造为 210 半片全流程工艺, 通过改造 CVD 腔体使其满足 210 排片, 2021 年 5 月通威合肥工厂的 210 半片改造完成, 此次改造也是 HJT 与 210 的首次结合。

图 11: 2021 年底通威 HJT 中试线效率有望达到 25%，提效路线明晰



数据来源：合肥通威异质结电池片考察报告，东吴证券研究所

图 12: 2021Q1 通威 HJT 中试线最高良率接近 98.5%，已稳定于 98%以上水平



数据来源：《通威股份-太阳能电池技术与金属化工工艺展望》，东吴证券研究所

(3) 通威金堂 1GW HJT 项目首片电池片下线：2021 年 7 月 16 日通威金堂 1GW 异质结电池项目第一片电池片历时 50 天下线。根据我们的产业链调研，此次下线的第一片电池片由迈为的设备流片，再次证明了迈为较好的整线供应能力和工艺调试速度。

值得关注的是，通威 1GW HJT 项目是迈为、钧石、理想三家设备企业首次在核心设备(占比整线价值量为 50%)PECVD 环节同台竞技，我们建议市场关注通威后续公布

的量产数据，按照安徽华晟的数据进展来推算，我们预估未来 1 个月是通威 HJT 的各项数据的密集公布期。同时，我们判断通威即将公布的量产数据是下半年全行业 10GW 级 HJT 扩产的最有效催化剂之一。

6. HJT 较 TOPCon 有优势，成本下降推动 HJT 处于较大规模扩产临界点

HJT 在转换效率、良率、衰减率等方面均较 TOPCon 有优势，从叠层电池角度来看，我们预计 5 年后钙钛矿和 HJT 做的双结叠层电池的效率可提高到 30%+，而 TOPCon 电池前表面的同质结结构很难与钙钛矿电池形成匹配的导电结构，很难与钙钛矿电池形成叠层电池，发展前景有限。目前市场担心的主要是 HJT 的成本问题，而我们认为 21 年是 HJT 成本在组件端打平 PERC 的元年，从 22 年开始，HJT 将会在电池端成本低于 PERC。

21 年降本的触发点是低温银浆的国产化（目前每千克 HJT 用低温银浆比 PERC 用高温银浆贵 2000 元，但从制备难度、技术等因素来看，低温银浆和高温银浆或常温银浆没有大的本质差别。低温银浆贵的原因来自规模小，在同等规模的情况下，单价的因素可以被排除）**和高精度串焊机的成熟**（不是电池片技术的改进，而是组件技术的创新，使得银浆使用量降低，通过高精度串焊，银浆单耗可以降到 150mg 左右，但相比于 PERC 的银浆还有一定差距）。

22 年降本的触发点是银包铜的产业化（我们预计 21 年年底会把银包铜正式导入到量产中，未来有望将铜的比例从 30%提升到 40%左右，将银的比例降到原来的 6 折-7 折，即在 150mg 基础上再打 6 折-7 折，大概为 90-105mg/片）**和 N 型和 P 型硅片的价差消失**（目前 N 型硅片的价格还是比 P 型硅片要贵 8%），届时在成本端会碾压 PERC，综合优势明显。

值得重点关注的是，我们一直认为光伏行业很难会出现多条技术路线并行的情况，因为最终胜出的技术路线，必须是成本最低和效率最高，或者两者不统一时候，性价比最优技术路径胜出。随着 HJT 的降本路径按季度逐步兑现，最可能发生的结果是光伏行业新进入者和存量电池片生产企业的新增产能，都是 HJT 电池技术路线。

7. 盈利预测与投资评级

公司作为具备先发优势的 HJT 整线设备龙头充分受益于 HJT 电池加速扩产，长期泛半导体领域布局打开广阔成长空间。我们维持公司 2021-2023 年的净利润预测，分别为 5.60/9.09/12.46 亿元（维持不变），当前股价对应动态 PE 分别为 105/65/47 倍，维持“买入”评级。

8. 风险提示

新品研发不及预期，HJT 扩产不及预期。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4212	7195	9818	12235	营业收入	2285	3446	4900	6241
现金	763	763	851	851	减:营业成本	1508	2256	3114	3859
应收账款	1212	1416	2014	2736	营业税金及附加	13	19	29	37
存货	2097	4326	5973	7400	营业费用	114	172	245	312
其他流动资产	140	689	980	1248	管理费用	101	380	491	625
非流动资产	440	666	833	1282	财务费用	14	-6	-8	-9
长期股权投资	4	4	4	4	资产减值损失	14	0	0	0
固定资产	186	445	623	986	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	131	99	90	177	其他收益	-160	1	1	1
无形资产	39	38	37	35	营业利润	389	626	1029	1418
其他非流动资产	79	79	79	79	加:营业外净收支	62	20	20	20
资产总计	4652	7861	10651	13517	利润总额	451	646	1049	1438
流动负债	2794	5537	7570	9398	减:所得税费用	64	97	157	216
短期借款	74	67	50	50	少数股东损益	-8	-11	-17	-24
应付账款	930	2101	2901	3594	归属母公司净利润	394	560	909	1246
其他流动负债	1791	3369	4619	5754	EBIT	551	619	1021	1409
非流动负债	122	122	122	122	EBITDA	565	654	1076	1492
长期借款	91	91	91	91					
其他非流动负债	31	31	31	31	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2917	5659	7692	9521	每股收益(元)	3.83	5.43	8.83	12.09
少数股东权益	-11	-21	-36	-58	每股净资产(元)	16.95	21.57	29.08	39.36
归属母公司股东权益	1746	2222	2995	4054	发行在外股份(百万股)	103	103	103	103
负债和股东权益	4652	7861	10651	13517	ROIC(%)	27.4%	24.7%	32.4%	34.0%
					ROE(%)	22.6%	25.2%	30.4%	30.7%
					毛利率(%)	34.0%	34.5%	36.4%	38.2%
					销售净利率(%)	16.9%	16.2%	18.6%	20.0%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率(%)	62.7%	72.0%	72.2%	70.4%
经营活动现金流	375	303	464	718	收入增长率(%)	59.0%	50.8%	42.2%	27.4%
投资活动现金流	-158	-212	-222	-531	净利润增长率(%)	59.3%	41.9%	62.4%	37.0%
筹资活动现金流	-84	-91	-153	-187	P/E	148.84	104.89	64.59	47.13
现金净增加额	116	0	88	-1	P/B	33.62	26.42	19.60	14.48
折旧和摊销	14	35	55	83	EV/EBITDA	109.04	98.35	61.71	45.74
资本开支	-164	-212	-222	-531					
营运资本变动	-186	-282	-485	-590					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>

