

国产 HJT 整线设备首次出口! 获全球光伏巨头 REC 订单

——迈为股份点评

公司点评

公司点评——机械设备行业——证券研究

证券研究报告

投资要点

□ 中标 REC 400MW 异质结电池设备, 创国产设备出口首台记录、受国际市场认可

1) 据 Solarzoom 报道: 公司获 REC 新加坡 400MW 异质结电池设备订单, 订单包含 PECVD、PVD、丝网印刷等核心设备, 采用 210 半片技术, 设计产能约 11200 半片/H, 用于 REC 新加坡的 400MW 异质结电池产线。REC 是欧洲最大电池组件制造公司, 拥有全球首个 500MW 以上 HJT 量产项目。

2) 公司与 REC 合作起源于 2019 年, 当时 REC 在新加坡建设 600MW 异质结电池产能, 设备选型包括: 梅耶博格的 PECVD、PVD 以及迈为的丝网印刷(单 GW 价格高达 8-10 个亿, 预计目前迈为异质结设备价格在 4 亿/GW 左右)。此次 400MW 异质结核心设备 PECVD、PVD 选择迈为, 代表着迈为异质结设备产品获国际市场认可, 是 REC 对迈为长期考察验证的结果。

3) 继 400MW 订单后, REC 将开启 6GW 异质结招标, 包括: 印度 4GW+新加坡 1.8GW, 计划在 2022 年底投产。并计划在 2023 年达到 15GW HJT 电池产能, 包括: 印度 10GW+新加坡 5GW。海外判断组件是否合适的唯一标准是 LCOE, 尤其是在温度较高或地形复杂的地区, 如北美、中东、日本、印度, 都是偏好 HJT 的地域。尤其是在美国这种高附加值的地方, 业主会对更高发电效益(HJT 电池双面率达到 90%)、更低 BOM 成本的 HJT 组件有更高需求。

4) 公司 HJT 设备订单: 截止 2021 年 9 月, 公司 HJT 设备在手订单达 18 亿(据公司公告), 预计对应订单量超 4GW。公司与安徽华晟、金刚玻璃、通威股份、阿特斯、REC 等客户合作顺利。

□ 异质结设备: 未来 5 年行业复合增速超 80%; 公司具“先发优势”+“整线供应能力”

1) HJT 设备行业市场空间: 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) 公司为异质结(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(从 PERC 设备 25% 上升至 HJT 设备 95%)。公司已推出第三代 600MW 产能异质结设备, 下游与通威、安徽华晟、阿特斯、金刚玻璃、爱康、REC 等客户合作顺利, 已获 GW 级订单。

3) 28 亿定增加码异质结(HJT)设备: 公司公告拟发行 28 亿定增用于新建苏州 HJT 电池设备制造基地及补流, 建设周期 3 年、达产后可实现年产 PECVD、PVD 及自动化设备各 40 套, 实现年销售收入 60 亿; 净利润 8.9 亿。在下游 HJT 扩产即将到来之际, 强化公司产能供给能力。

□ 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 2021-2023 年归母净利润为 6/8.8/13 亿元, 同比增长 52%/46%/48%, 对应 PE 为 121/83/56 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)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2285	3740	5387	7695
(+/-)	59%	64%	44%	43%
归母净利润	394	601	880	1302
(+/-)	59%	52%	46%	48%
每股收益(元)	3.8	5.8	8.5	12.6
P/E	184	121	83	56
ROE(平均)	26%	29%	31%	33%
PB	21.0	30.3	22.2	15.9

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 705.00

单季度业绩 元/股

3Q/2021	1.93
2Q/2021	1.25
1Q/2021	2.05
4Q/2020	2.38

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】与华晟签首条异质结微晶电池产线, 目标量产平均效率 25.5%-20211111

3【迈为股份】三季报业绩提速; 异质结设备订单超 18 亿、期待再突破-浙商机械 20211028

4【迈为股份】拟 28 亿定增加码异质结(HJT)设备扩产; 中报业绩符合预期-浙商机械 20210725

■ 附录 1：重点推荐公司盈利预测及估值。
表 1：重点推荐公司盈利预测及估值

公司	代码	2021/11/30		EPS/元				PE				2020 年	
		股价(元)	总市值(亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	PB	ROE
迈为股份	300751	705.0	729	3.8	5.8	8.5	12.6	184	121	83	56	21	26
捷佳伟创	300724	121.2	421	1.5	2.2	2.8	3.4	81	56	44	36	15	19
金辰股份	603396	148.6	172	0.8	0.9	1.5	2.1	191	167	101	70	17	9
行业平均（不包括迈为股份）								136	112	73	53	16	14

资料来源：Wind，浙商证券研究所

- **附录 2：预计 2025 年 HJT 设备市场空间有望达 419 亿元，2020-2025 年 CAGR 达 80%，其中 PECVD 设备规模达 210 亿元，HJT 市场将迎来爆发式增长。**

表 2：2025 年 HJT 设备市场空间有望达 419 亿元

	项目	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
核心假设	全球电池片产量 (GW)	140	168	227	284	340	408	490
	yoy	23%	20%	35%	25%	20%	20%	20%
	产能利用率	66%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
	全球电池片产能 (GW)	211	224	302	378	454	544	653
	HJT 渗透率		3%	6%	13%	22%	35%	55%
	单 GW 设备投资额 (亿元)	5~10	5	4.3	3.8	3.3	2.9	2.5
测算结果	HJT 新增产能 (GW)		5	13	31	51	91	169
	HJT 产能合计 (GW)	1	6	18	49	100	191	359
	设备市场空间 (亿元)		23	55	117	167	259	419
	yoy			137%	115%	42%	56%	62%
	清洗制绒设备(亿元)		2	5	12	17	26	42
	PECVD 设备(亿元)		12	27	59	83	130	210
	TCO 制备设备(亿元)		6	14	29	42	65	105
	丝网印刷设备(亿元)		3	8	18	25	39	63

资料来源：浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4212	8058	10831	14784
现金	763	935	1321	1841
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1196	1698	2570	3730
其它应收款	15	34	56	68
预付账款	64	77	102	169
存货	2097	5176	6644	8859
其他	76	139	138	118
非流动资产	440	500	613	708
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	4	1	2	3
固定资产	186	263	352	418
无形资产	39	46	56	68
在建工程	131	134	135	142
其他	79	55	69	76
资产总计	4652	8558	11444	15492
流动负债	2794	6064	8068	10810
短期借款	65	129	131	108
应付款项	930	2258	2981	3919
预收账款	1598	3489	4693	6421
其他	202	187	264	362
非流动负债	122	107	109	113
长期借款	91	91	91	91
其他	31	16	18	22
负债合计	2917	6171	8177	10923
少数股东权益	(11)	(11)	(11)	(11)
归属母公司股东权益	1746	2398	3278	4580
负债和股东权益	4652	8558	11444	15492
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	375	169	513	660
净利润	387	601	880	1302
折旧摊销	20	18	25	31
财务费用	14	4	5	(0)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(166)	2600	1085	1549
其它	120	(3055)	(1482)	(2222)
投资活动现金流	(158)	(102)	(124)	(119)
资本支出	(97)	(95)	(110)	(101)
长期投资	(4)	3	(0)	(1)
其他	(56)	(11)	(14)	(18)
筹资活动现金流	(84)	106	(3)	(21)
短期借款	(132)	64	1	(22)
长期借款	91	0	0	0
其他	(42)	41	(4)	2
现金净增加额	134	172	386	520

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2285	3740	5387	7695
营业成本	1508	2483	3529	4960
营业税金及附加	13	23	33	46
营业费用	114	187	270	385
管理费用	100	163	235	335
研发费用	166	272	391	559
财务费用	14	4	5	(0)
资产减值损失	50	0	0	0
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	68	64	66	65
营业利润	389	672	990	1475
营业外收支	62	27	35	41
利润总额	451	700	1024	1517
所得税	64	99	145	214
净利润	387	601	880	1302
少数股东损益	(8)	0	0	0
归属母公司净利润	394	601	880	1302
EBITDA	468	716	1045	1536
EPS (最新摊薄)	3.8	5.8	8.5	12.6
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	59%	64%	44%	43%
营业利润	41%	73%	47%	49%
归属母公司净利润	59%	52%	46%	48%
获利能力				
毛利率	34%	34%	34%	36%
净利率	17%	16%	16%	17%
ROE	26%	29%	31%	33%
ROIC	20%	23%	25%	27%
偿债能力				
资产负债率	63%	72%	71%	71%
净负债比率	6%	4%	3%	2%
流动比率	1.5	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.8	0.5	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.6
应收帐款周转率	6.0	5.8	6.3	5.8
应付帐款周转率	2.4	2.2	2.0	2.1
每股指标(元)				
每股收益	3.8	5.8	8.5	12.6
每股经营现金	3.6	1.6	5.0	6.4
每股净资产	33.5	23.3	31.8	44.4
估值比率				
P/E	184	121	83	56
P/B	21.0	30.3	22.2	15.9
EV/EBITDA	74.1	100.6	68.5	46.2

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“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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>