

证券研究报告

2024年09月04日

行业报告：行业专题研究

电力设备

从美国光伏电池产能紧缺寻找投资机会：横店东磁

作者：

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

核心观点：美国光伏需求高增，而供给端本土电池扩产慢+美国针对进口设置多种关税导致电池紧缺，由此带来投资机会：可以出口美国+实现低关税的海外产能充分受益。

美国光伏装机快速增长VS电池扩产较慢 → 产能紧缺

光伏需求端：美国高用电需求+降息、IRA补贴提高经济性驱动光伏装机高增，有望带动美国24年光伏新增装机维持高位（Wood Mackenzie预计40GW）。

光伏本土供给端：根据CEA的数据，24年美国电池产能仅1GW，预计27年产能有望达到11GW，由此带来美国光伏电池供给缺口较大。

美国针对进口光伏电池设置多种关税以保护本土制造业

虽然美国本土电池产能紧缺，但为了保护本土制造业，美国政府针对进口的光伏电池设置了多重关税。

201税（已存在） 美国政府针对进口光伏电池、组件征收201关税，现行税率为14.25%。少数豁免201关税的国家（被美国政府视为“GSP-Eligible” developing nations）主要包含缅甸、印尼等。

东南亚双反税（可能存在）： 美国政府针对进口自柬埔寨、马来西亚、泰国和越南的晶硅光伏电池和组件进行反倾销/反补贴调查。预计9-10月、10-11月陆续出反补贴及反倾销的初裁结果。根据美国商务部列示的倾销率，均为较高水平（70%+）。

在美国电池产能紧缺且对进口电池设置关税的情况下，我们预计美国本土建厂的企业可以充分受益，如阿特斯（美国5GW电池产能预计25年年底投产）。

此外，海外多数国家出口美国光伏电池有不同程度的关税，我们从关税角度看海外电池出口美国最优产能排序为：

- 1) 不涉及201关税（201豁免国家） + 不涉及双反税（非中国及东南亚四国）的地区：如印尼（如横店东磁、天合光能等）；
- 2) 不涉及双反 + 涉及201关税的地区：如中东（如钧达股份等）、老挝（如中润光能等）、印度；
- 3) 不涉及201 + 涉及双反的地区：柬埔寨；
- 4) 涉及201关税 + 后续有可能涉及双反税的国家：越南、马来西亚、泰国等。

综上，从关税成本看各地区已有产能/规划，印尼 > 阿曼、沙特、老挝 > 柬埔寨 > 越南、马来西亚、泰国，横店东磁、天合光能从关税交付更为受益。

我们参考NREL的数据，24Q1美国进口电池价格约为0.15\$/w，

前述第1)类地区：假设成本0.07 \$/w，费用率5%，预计单位盈利0.40元/w；

前述第2)类地区：考虑14.25%的关税（对应关税成本0.22 \$/w），预计单位盈利0.29元/w。

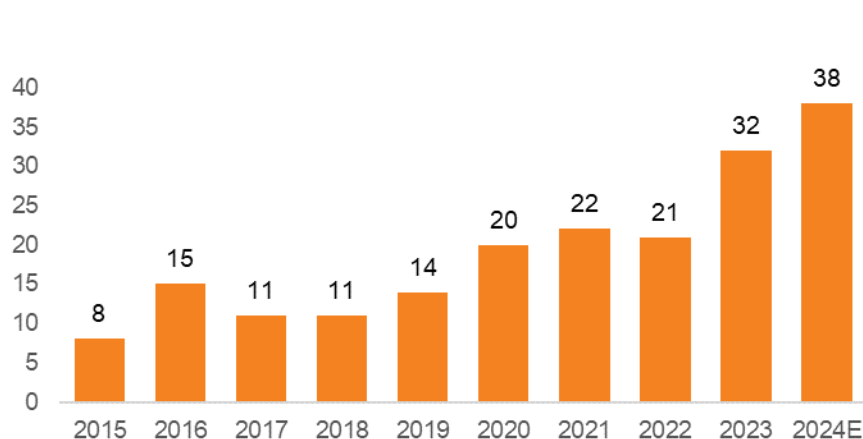
推荐【横店东磁】：结合横店东磁印尼产能爬坡情况，我们预计24、25年出口美国电池1、3GW，对应利润4、12亿元。

风险提示：下游需求不及预期；国际贸易环境影响；竞争加剧风险；测算具有一定主观性，仅供参考。

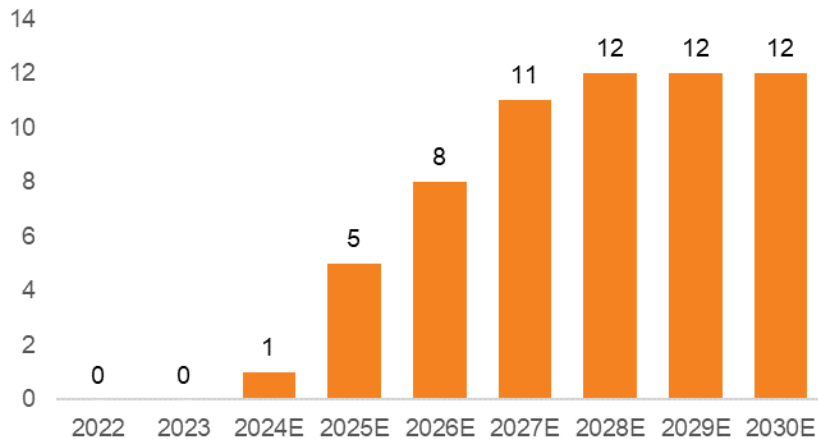
美国光伏装机快速增长vs本土电池扩产较慢 → 产能紧缺

- 在高用电需求预期下，美国对光伏装机存在刚性需求。同时，24年6月结束的东南亚关税豁免期将对美国组件供应作有效支撑，叠加ITC额外补贴申领资格及流程逐步简化清晰，有望带动美国24年光伏新增装机维持高位（Wood Mackenzie预计40GW）。
- 根据CEA的数据，24年美国电池产能仅1GW，预计27年产能有望达到11GW，28-30年电池产能将停滞在12GW，主要系美国IRA补贴从30年开始退坡，多数工厂预计在27年完成扩产。**电池供给缺口较大。**
- 近期，拜登总统发布公告，将进口太阳能电池的201条款关税配额（TRQ）从每年5GW提高到12.5GW。关税配额上调至12.5GW适用于2024年8月1日或之后进口的电池，间接证明美国光伏电池产能紧缺。

图：美国光伏装机及预测（GW）



图：美国本土电池产能预测（GW）



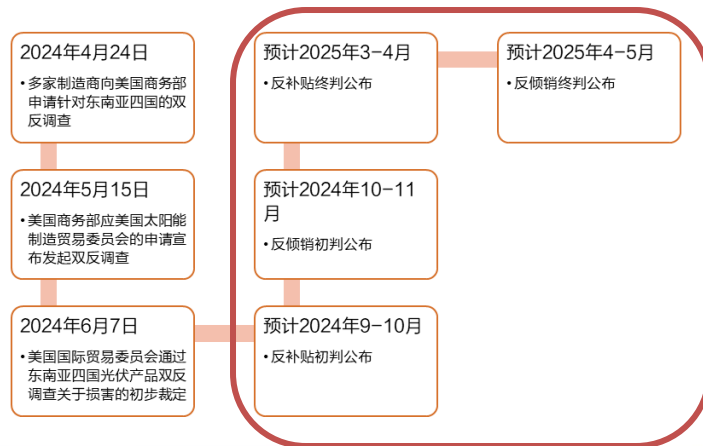
美国针对进口光伏电池设置多种关税以保护本土制造业

- 虽然美国本土电池产能紧缺，但为了保护本土制造业，美国政府针对进口的光伏电池设置了多重关税。
- **201税（已存在）**：2018年1月23日起，美国政府开始针对进口光伏电池、组件征收201关税，旨在保护本土光伏制造业，**现行201税率为14.25%**。
- ✓ 少数豁免201关税的国家（被美国政府视为“GSP-Eligible” developing nations）主要包含缅甸、印尼等，而尽管菲律宾和泰国符合条件，但不能豁免201关税。
- **东南亚双反税（可能存在）**：2024年4月多家美国光伏厂商向美国商务部以及美国国际贸易委员会递交请愿书，旨在要求对**进口自柬埔寨、马来西亚、泰国和越南的晶硅光伏电池和组件进行反倾销/反补贴调查**。预计9-10月、10-11月陆续出反补贴及反倾销的初裁结果。
- ✓ 根据美国商务部列示的倾销率，柬埔寨、马来西亚、泰国、越南四国分别为125.37%、81.22%、70.36%、271.28%，均为较高水平。

表：美国现行201关税税率

现行201税率	
时间	电池&组件税率
2022.2.7-2023.2.6	14.75%
2023.2.7-2024.2.6	14.50%
2024.2.7-2025.2.6	14.25%
2025.2.7-2026.2.6	14%

图：东南亚四国双反税时间轴



从各地区出口美国电池的关税高低角度看投资机会

- 在美国电池产能紧缺且对进口电池设置关税的情况下，我们预计美国本土建厂的企业可以充分受益，如阿特斯（美国5GW电池产能预计25年年底投产）。
- 此外，海外多数国家出口美国光伏电池有不同程度的关税，我们从关税角度看海外电池出口美国最优产能排序为：
 - ✓ 1）不涉及201关税（201豁免国家）+ 不涉及双反税（非中国及东南亚四国）的地区：如印尼（如横店东磁、天合光能等）；
 - ✓ 2）不涉及双反 + 涉及201关税的地区：如中东（如钧达股份等）、老挝（如中润光能等）、印度；
 - ✓ 3）不涉及201 + 涉及双反的地区：柬埔寨；
 - ✓ 4）涉及201关税 + 后续有可能涉及双反税的国家：越南、马来西亚、泰国等。
- 综上，从关税成本看各地区已有产能/规划，印尼 > 阿曼、沙特、老挝 > 柬埔寨 > 越南、马来西亚、泰国，**横店东磁、天合光能**从关税交付更为受益。

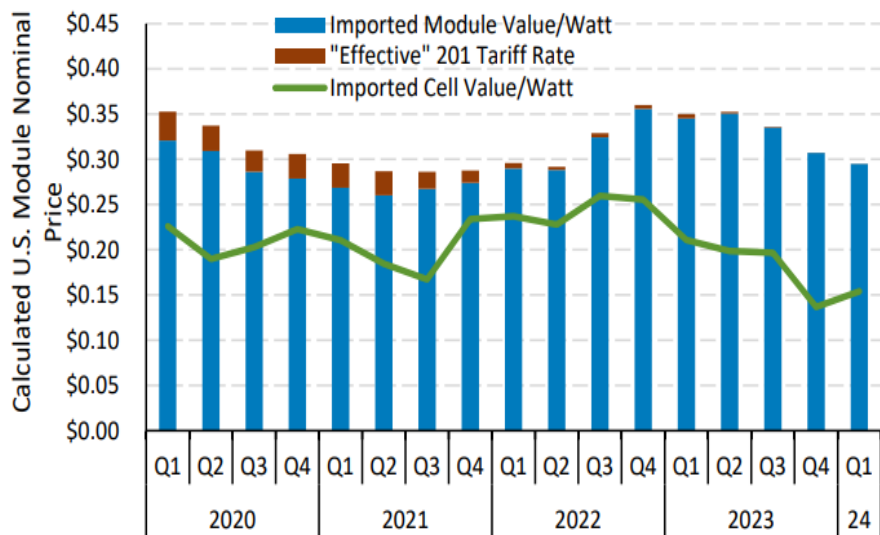
表：国内企业在海外非东南亚四国电池产能建设情况

地区	公司	产能（GW）	预计投产时间
印尼	天合光能	1	24H2
印尼	横店东磁	3	已投产，预计10月满产
阿曼	钧达股份	5	25年
沙特	晶科能源	10	25年年底-26年年初
老挝	中润光能	5	已投产，后续仍有4GW 预计24年投产

预计印尼电池出口美国盈利有望实现0.40元/w

- 我们参考NREL的数据，24Q1美国进口电池价格约为0.15 \$/w，组件价格接近0.3\$/w。
- ✓ 前述第1)类地区：假设成本0.07 \$/w，费用率5%，预计单位盈利0.40元/w；
- ✓ 前述第2)类地区：考虑14.25%的关税（对应关税成本0.02 \$/w），预计单位盈利0.29元/w。
- 结合横店东磁产能爬坡情况，我们预计24、25年出口美国电池1、3GW，对应利润4、12亿元。

表：美国进口电池及组件价格



表：东南亚出口美国电池盈利测算

电池环节	单位	有201+无双反	无201+无双反
电池价格	\$/W	0.15	0.15
电池成本	\$/W	0.07	0.07
费用率	%	5%	5%
201关税	%	14.25%	0.00%
对应税额	\$/W	0.02	0.00
单位盈利	\$/W	0.04	0.06
单位盈利	元/W	0.29	0.40

注：汇率采用1美元=7.11元人民币，所得税按照印尼一般类企业所得税22%计算

横店东磁：光伏贡献利润增量，磁材及器件稳定增长

- 公司主要从事磁材+器件、光伏及锂电等相关产品的研发、生产、销售以及提供一站式技术解决方案的服务。当前光伏已经超过磁材业务逐步成为驱动公司业绩增长的主力引擎。
- ✓ **光伏业务：**24年预计公司持续深耕欧洲市场，加大美国、国内市场的开拓力度，同时在日韩、澳州、印度、拉美等地区市场持续扩张；盈利端—随着高毛利海外市场的开拓，有望实现毛利率提升。预计光伏业务24-26年光伏组件出货15、18、22GW，毛利率16%、18%、18%；
- ✓ **锂电业务：**公司23年出货3.4亿支，展望24年公司出货目标仍是保持高速增长，以提升市占率、稼动率为主要目标，计划超5亿支。盈利方面23年产品价格降幅较大，叠加新建产能处于设备调试及试产期，毛利率受到影响，预计24年达产后有望恢复。预计锂电业务24-26年收入33、45、60亿元，毛利率9%、9%、9%；
- ✓ **磁材及器件业务：**
- ✓ 公司23年磁材毛利有所提升主要是因为磁材产品结构调整以及贸易类业务金额下降。24年磁材业务整体计划稳中有进，保持收入和盈利双增长。预计磁材业务24-26年收入39、41、43亿元，毛利率维持26%。
- ✓ 器件业务预计未来几年有望保持两位数左右的增长，给予收入端每年10%的增速。24-26年收入8、9、10亿元，毛利率维持23%。
- 综上，我们预计公司24-26年营业收入分别为245、296、354亿元，同比增长24%、21%、20%；归母净利润分别为19、21、25亿元，同比增速2%、15%、16%。

风险提示

- **下游需求不及预期：**若终端装机需求不及预期，行业整体利润将受到影响；
- **国际贸易环境影响：**电池产能紧缺带来的投资机会主要是出口，国际贸易环境影响使其出海进度存在不确定性；
- **竞争加剧风险：**行业参与者增加可能会带来竞争加剧风险；
- **测算具有一定主观性，仅供参考：**本报告测算部分为通过既有假设进行推算，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS