

公司研究/首次覆盖

2019年02月11日

机械设备/专用设备 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 164.21  
合理价格区间(元): 170.00~180.00

**章诚** 执业证书编号: S0570515020001  
研究员 021-28972071  
zhangcheng@htsc.com

**肖群稀** 执业证书编号: S0570512070051  
研究员 0755-82492802  
xiaoqunxi@htsc.com

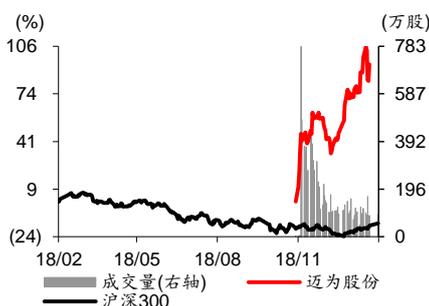
**李倩倩** 执业证书编号: S0570518090002  
研究员 liqianqian013682@htsc.com

**黄波** 0755-82493570  
联系人 huangbo@htsc.com

**关东奇来** 021-28972081  
联系人 guandongqilai@htsc.com

**时彧** 021-28972071  
联系人 shiyu013577@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 丝网印刷设备冠军，竞争优势显著 迈为股份(300751)

### 太阳能电池丝网印刷设备冠军，产品力与市场份额优势显著

公司是太阳能电池丝网印刷工艺的龙头设备商。丝网印刷是电池生产工艺提升和验证的重要环节。公司产品竞争力业内领先，国内增量市场份额居首。公司在手订单充足，受益于电池技术持续升级，新增订单可期。创始人团队稳定，布局锂电与半导体领域智能制造设备，战略方向明确。预计公司 2018-20 年 EPS 为 3.32/5.17/5.91 元，PE 为 50/32/28 倍，给予 2019 年 33~35 倍 PE，目标价 170.0~180.0 元。首次覆盖，“增持”评级。

### 收入规模快速上升，充足订单支撑持续成长

2015-17 年，公司营业收入同比增速分别达到 291%/233%/38%，得益于：1) 下游客户对太阳能电池片降本增效的需求；2) 公司产品性能领先、顺应客户需求；3) 新增订单快速上升，带来验收订单的增加。截至 18 年 6 月，公司在手订单合计 21.9 亿元。我们预计 19 年仍是电池扩产的大年，公司新签订单规模有望保持在较高水平。公司订单平均验收周期 9~10 个月，我们认为 2019-20 年公司业绩有望持续成长。

### 电池设备行业景气向上，预计 18-19 年需求合计 102~128 亿元

经历 2018 年的短暂低谷后，全球光伏需求有望在 19-22 年持续回升。中国光伏行业进入规模化稳定发展阶段，产业链各环节产量占比全球第一。新工艺电池产能扩张，PVI 预计，19/20 年全球 PERC 产能将继续增加 26/25 GW，此后 PERC 需求见顶，N 型/TOPCon/HIT 等新型电池技术有望接力。假设新增产能提前一年招标采购，我们预计，18-19 年电池生产设备新增订单总量有望达到 102~128 亿元。

### 迈为丝网设备业内领先，国内增量市场份额稳居第一

丝网印刷工序是太阳能电池片生产工艺管理的核心。国际上主流的太阳能电池丝网印刷设备商有 Baccini、ASYS、DEK，国产供应商有迈为股份、科隆威。2014 年以来，迈为陆续突破二次印刷、双头双轨印刷、高速高精软件控制等前沿技术，目前最高端的 FDL 产品性能已超过其他竞争对手。2015-17 年公司在国内增量市场的份额分别为 26%/45%/73%。随着募投项目达产和产品迭代升级，公司领先地位有望进一步巩固。

### 太阳能电池丝网印刷设备优势显著，首次覆盖，“增持”评级

预计公司 18-20 年营业收入为 7.6/12.5/14.1 亿元，归母净利润为 1.7/2.7/3.1 亿元，EPS 为 3.32/5.17/5.91 元，PE 为 50/32/28 倍。公司是太阳能电池丝网印刷设备龙头，国内增量市场份额第一。公司受益于光伏行业降本增效与电池技术更新迭代，在手订单充足，受益于电池技术持续升级，新增订单可期。可比公司 2019 年 PE 估值的平均数为 33.4 倍。给予公司 2019 年 33~35 倍 PE 估值，对应目标价 170.0~180.0 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：光伏行业景气度大幅下滑；产业政策变化超出预期；新增订单具有不确定性；市场竞争加剧；全球贸易环境恶化；技术替代风险；原材料价格与产品价格大幅波动影响毛利率。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	52.00
流通 A 股 (百万股)	13.00
52 周内股价区间 (元)	81.62-167.90
总市值 (百万元)	8,539
总资产 (百万元)	1,966
每股净资产 (元)	8.65

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	345.30	475.92	759.53	1,249	1,409
+/-%	232.50	37.83	59.59	64.39	12.86
归属母公司净利润 (百万元)	107.03	130.90	172.44	268.73	307.16
+/-%	366.85	22.30	31.74	55.83	14.30
EPS (元, 最新摊薄)	2.06	2.52	3.32	5.17	5.91
PE (倍)	79.78	65.23	49.52	31.78	27.80

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

迈为股份：太阳能电池丝网印刷设备龙头.....	3
引领丝印设备国产化，产品力持续突破.....	3
收入快速增长，盈利能力良好.....	4
在手订单充足，支撑业绩成长.....	5
资产周转下行，有息负债占比低.....	6
创始团队稳定，布局“智造”新领域.....	7
募投项目提升订单交付能力.....	8
电池设备行业景气向上，预计 18-19 需求合计 102~128 亿元.....	9
全球光伏需求持续回升，中国进入规模化稳定发展阶段.....	9
降本增效叠加产能扩张，预计 18-19 年电池设备需求合计 102~128 亿元.....	10
迈为丝印设备业内领先，国内增量市场份额稳居第一.....	12
首次覆盖，“增持”评级.....	14
核心假设：营收高增长，毛利率稳定，费用率下降，经营现金流稳定.....	14
太阳能电池丝网印刷设备龙头，首次覆盖，“增持”评级.....	17
PE/PB - Bands.....	18
风险提示.....	19

## 迈为股份：太阳能电池丝网印刷设备龙头

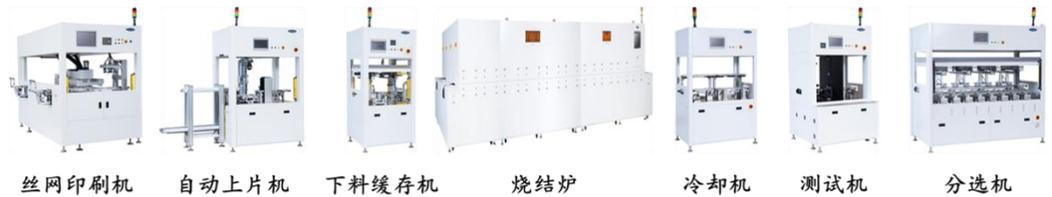
### 引领丝印设备国产化，产品力持续突破

**丝网印刷设备龙头。**公司成立于2010年，主营产品为太阳能电池丝网印刷生产线成套设备，核心设备为全自动丝网印刷机，配套自动上片机、红外线干燥炉等设备。丝网印刷是太阳能电池片生产的关键工序，是电池片产量、碎片率及转换效率的重要影响因素之一。公司产品在二次印刷领域实现突破，大幅提高印刷精度，2017年增量市场市占率超过70%。公司客户包括隆基、通威、天合、晶科、阿特斯等一流光伏企业。公司在手订单充足，未来有望受益于光伏行业持续的技术升级与设备更新，具有良好的盈利持续性。

图表1：公司主营产品为太阳能电池丝网印刷生产线成套设备



一套完整的太阳能电池丝网印刷成套设备包括以下设备：



资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

图表2：公司引领太阳能电池丝网印刷生产线成套设备国产化发展



资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

## 收入快速增长，盈利能力良好

**收入规模快速增长。**2015-17年，公司营业收入同比增速分别达到291%/233%/38%，得益于：1) 下游客户对太阳能电池片生产效率和性能提升的需求；2) 公司的丝网印刷设备性能领先、顺应客户需求；3) 新增订单快速上升，带来验收订单的增加。2018年1-9月，公司营业收入达到5.8亿元，同比增长58%，规模延续高增长。

图表3：2015年以来公司收入规模延续高增长



资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

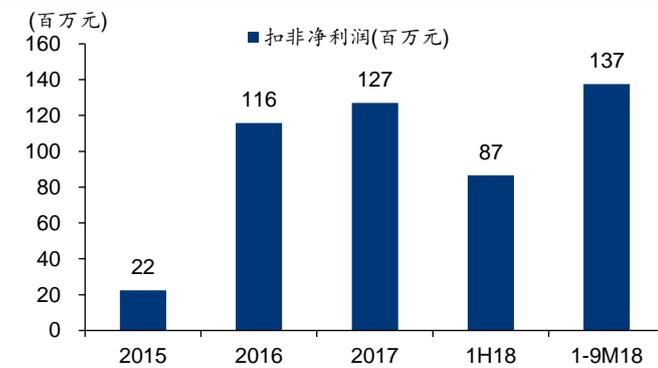
图表4：2015年以来公司新增订单快速上升



资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

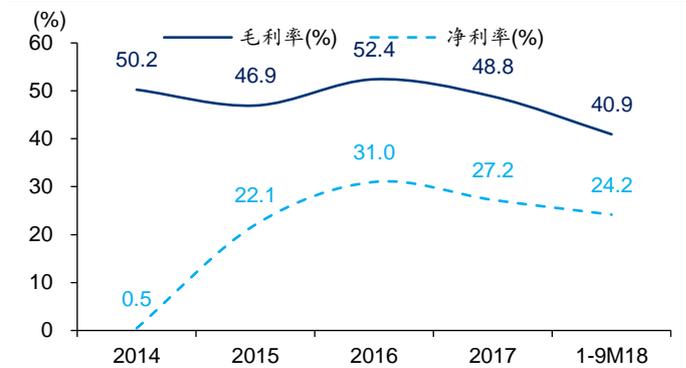
**盈利能力良好。**2015-17年，公司扣非净利润大幅增加，得益于：1) 收入规模的上升；2) 较高毛利率(46%~52%)和净利率(22%~31%)。公司的丝网印刷机是太阳能电池片行业较晚实现进口替代的重要设备，产品具有高附加值，加之公司具有较强的技术优势，高毛利率得以保持。2018年1-9月毛利率有所下滑，主要是因为确认收入的订单中，外购设备(烧结炉)占比较高、拉低整体毛利率。

图表5：2015-17年，公司扣非净利润大幅增加



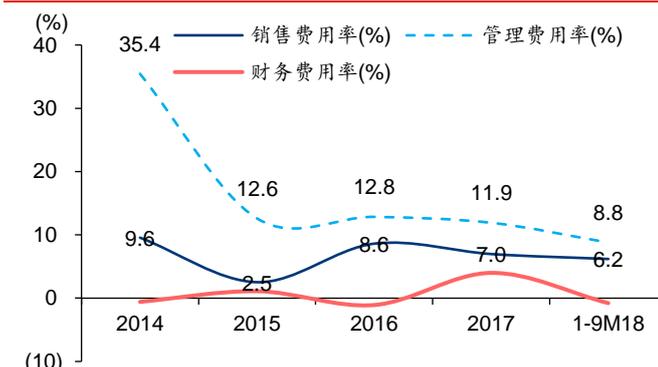
资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

图表6：2015年以来公司的毛利率和净利率处于较高水平



资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

图表7：2015年以来公司的期间费用率保持稳定



资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

图表8：2015年以来公司持续加大研发投入

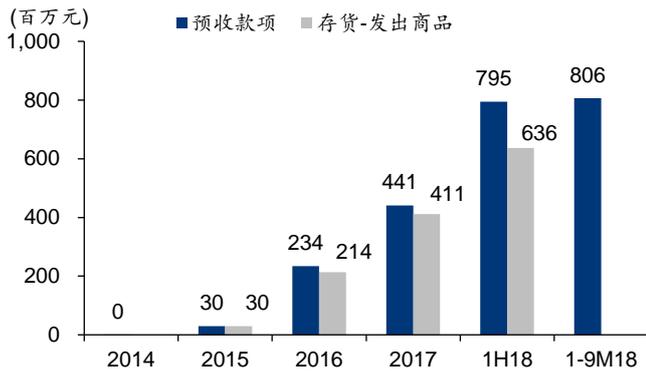


资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

## 在手订单充足，支撑业绩成长

**在手订单充足，支撑业绩成长。**2015年以来，公司预收款项和存货的发出商品快速上升，与新增订单和营业收入规模的增加较为匹配。截至2018年9月，公司预收款项为8.06亿元，相比同年6月变化不大，我们推测，主要受到国内光伏“5.31政策”短期影响，导致新增订单较少。公司披露，截至18年6月，待验收订单合计为21.9亿元，其中17年与18上半年签订的订单分别为9.6亿元和11.9亿元，参考公司的结算模式和验收周期，我们预计，这些在手订单有望在2018-19年陆续完成收入确认，支撑公司业绩保持增长。

图表9：2015年以来公司预收款项与发出商品上升



资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

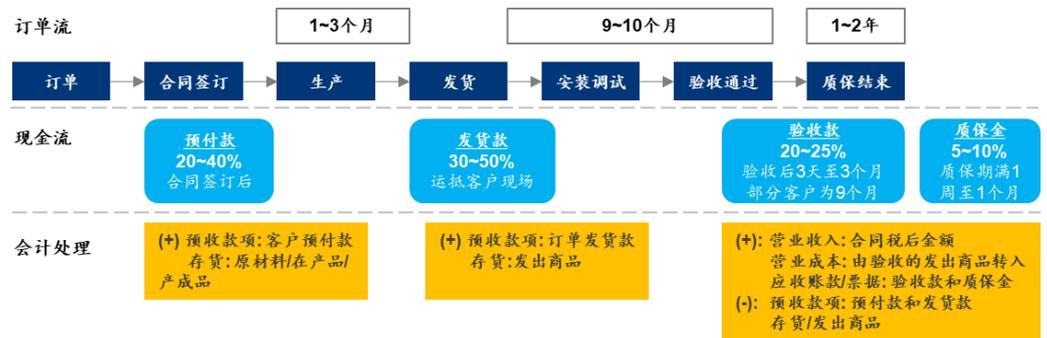
图表10：截至18年6月，公司在手订单合计21.9亿元



资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

**财务数据隐含在手订单与预期收入。**公司主要采用“预收款-发货款-验收款-质保金”的结算模式和“设备验收后确认收入”的会计政策。资产负债表中，预收款项科目包含订单验收前的客户预付款与发货款，存货的发出商品科目包含所有发至客户现场等待验收的设备。

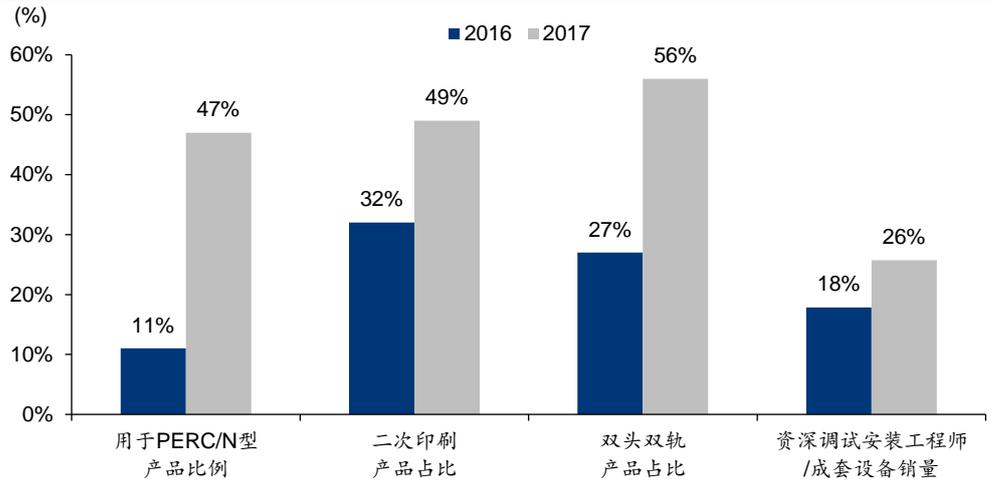
图表11：公司采用“预收款-发货款-验收款-质保金”的结算模式



资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

**平均验收周期逐年拉长。**公司招股说明书披露，2015-17年，公司订单的平均验收周期分别为4~5个月、7~8个月、9~10个月，主要是受到电池片生产工艺与丝网印刷工艺的复杂程度增加以及现场安装调试的资深工程师相对紧张等因素影响。18年1~6月，公司资深调试安装工程师人员大幅扩张，平均验收周期仍为9~10个月，趋于稳定。

图表12: 2016-17年公司订单中用于PERC/N型电池的比例和二次印刷工艺的比例增加



资料来源: 迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

### 资产周转下行, 有息负债占比低

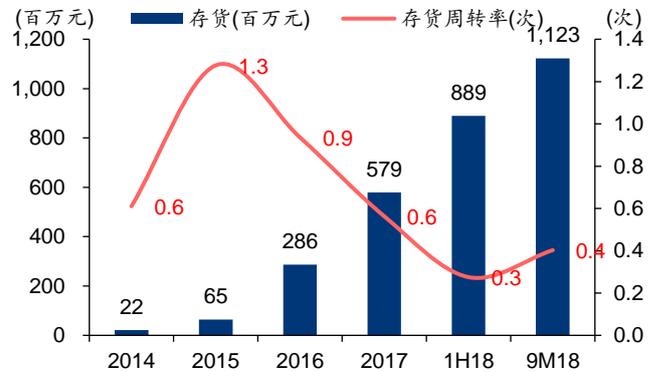
总资产与存货周转率较低, 应收周转率较高。2015-17年以及18上半年, 公司总资产周转率与存货周转率整体上为下降趋势, 主要受到订单规模上升、验收周期延长的双重影响。公司的应收周转率(应收账款+应收票据)保持在较高水平, 公司主要客户为光伏行业优质大中型企业, 在2016年光伏行业复苏、企业现金流改善后, 大部分客户能够在信用期内按合同约定付款。

图表13: 2015年以来公司总资产周转率大幅下降



资料来源: 迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

图表14: 2015年以来公司存货周转率大幅下降



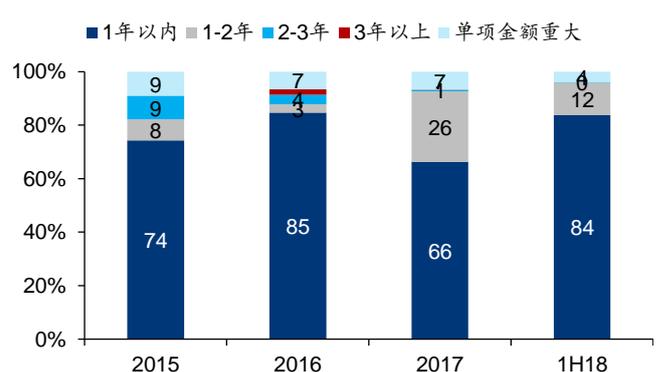
资料来源: 迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

图表15: 2015年以来公司应收票据及账款规模持续上升



资料来源: 迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

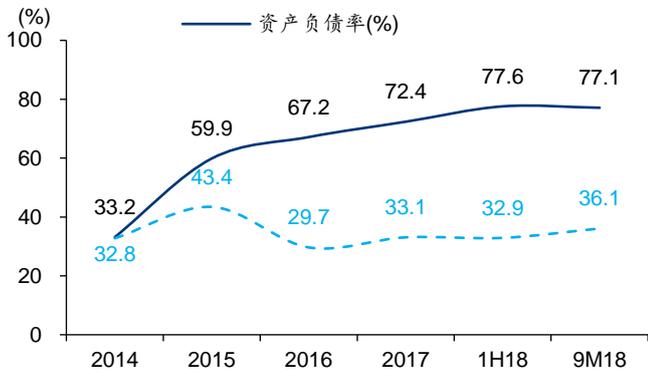
图表16: 应收账款账期集中在1年以内以及1-2年



资料来源: 迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

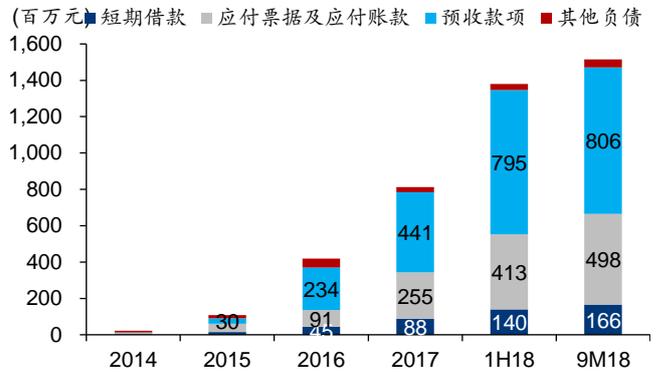
**有息负债率占比低。**2015年以来，公司资产负债率逐年走高，18年中和三季末分别达到77.6%和77.1%，主要是新增订单大幅增加后带来预收款项的增加。剔除预收款项后资产负债率基本稳定在30~36%的区间内，属于较为合理的范围。公司的有息负债规模相对较低，以短期借款为主，没有长期借款。截至18年三季末，短期借款为1.66亿元，占总负债比例为11%。

**图表17: 剔除预收款项后，公司资产负债率稳定在30~36%之间**



资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

**图表18: 公司负债主要为经营性负债，有息负债占比较低**

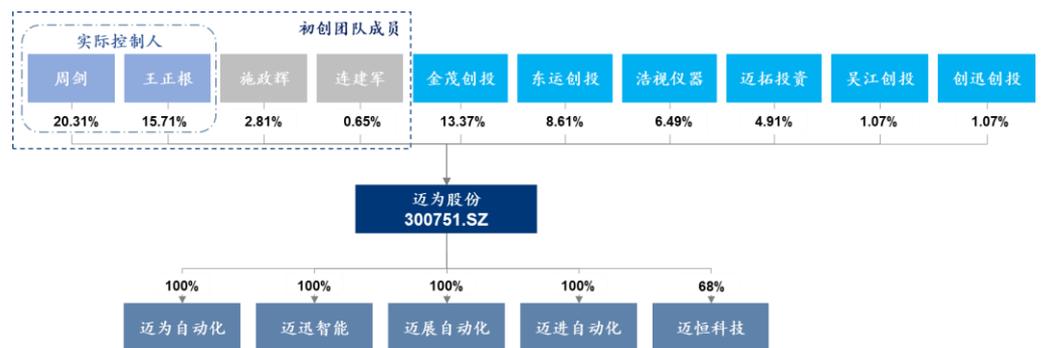


资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

### 创始团队稳定，布局“智造”新领域

**创始人团队稳定。**2009年，公司初创团队成立，其中，周剑负责销售和太阳能工艺，王正根负责供应链和生产，施政辉负责机械设计，连建军负责电气和软件控制。截至2018年11月9日，公司初创团队的4位核心成员合计持股39.48%。周剑与王正根为公司实际控制人与一致行动人，自02年开始合作，已形成一致的工作方式与经营理念。施政辉与连建军为公司核心技术人员，负责机械/电气/软件研发团队。公司管理团队较为稳定，有利于公司在智能制造设备领域的长期稳定发展。

**图表19: 截至2018年11月9日，初创团队成员合计持股39.48%，实际控制人合计持股36.02%**



资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

**布局智能制造新领域。**公司下辖5家全资/控股子公司。其中迈为自动化与迈迅智能主营业务围绕上市公司现有产品，从事外购设备的采购、成套设备的销售与配套软件的开发。迈展自动化主要从事锂电设备的研发，迈进自动化主要从事晶圆切割、光伏激光设备的研发，迈恒科技从事OLED激光切割设备的研发。公司基于自动化智能装备在电气布置、机械装配等方面的相通性，横向布局动力电池/半导体等具有良好发展前景的新领域，纵向延伸光伏生产新工艺设备。

**图表20： 公司横向布局动力电池与半导体领域，纵向延伸太阳能电池生产新工艺**

项目名称	应用领域	立项背景	进展	承担主体
锂电全自动卷绕机	锂电	方形动力卷绕机是电芯制造核心设备	样机调试	迈展自动化
晶圆切割机	半导体	晶圆划片领域基本由日本设备供应商垄断	样机调试	迈进自动化
双轨激光 SE	光伏	激光技术制作 SE 电池可实现低成本投入、高效率产出	研发	迈进自动化
双轨激光开槽 PERC	光伏	激光开槽技术以离线为主，增加人工和设备成本，效率低	样机调试结束	迈进自动化
叠瓦组件激光切割设备	光伏	叠瓦技术组件可多放置 13%以上电池片，采用工艺为高脉冲激光器	研发	迈进自动化
自动银浆检测和供给系统	光伏	丝网印刷线目前还没有银浆状态监控和自动添加的设备，主要依靠人工观察	研发	迈为股份
双刮刀印刷生产线	光伏	在双头双轨印刷线基础上，创新刮刀结构，取消回墨	研发	迈为股份
叠瓦组件印刷设备	光伏	钢片网板相对于传统的丝网更有寿命和成本的优势	样机调试结束	迈为股份

资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

## 募投项目提升订单交付能力

**IPO 募投项目达产后有望增加年收入 7.41 亿元。**公司 IPO 募资净额 6.61 亿元，拟用于产能扩建和补充流动资金。公司测算，扩产项目建成达产后，将新增固定资产与无形资产 3.51 亿元，每年增加折旧摊销 0.22 亿元，销售收入 7.41 亿元，净利润 1.74 亿元，分别相当于 2017 年营业收入的 156%和 133%。

**图表21： 公司拟投入 4.31 亿元扩充丝网印刷设备产能，达产后将新增销售收入 7.41 亿元、净利润 1.74 亿元**

	投产第一年	投产第二年
达产率	85%	100%
新增固定资产与无形资产	351	-
新增折旧摊销	22	22
新增销售收入(不含税)	630	741
新增净利润	148	174
净利率	24%	24%

资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所；单位：百万元

## 电池设备行业景气向上，预计 18-19 需求合计 102~128 亿元

### 全球光伏需求持续回升，中国进入规模化稳定发展阶段

经历短暂低谷后，2019-22 年全球光伏需求有望持续回升。根据 PVI 统计，2017 年全球光伏需求（新增装机容量）为 106 GW，其中中国占比 49%；2018 年，受到中美日三国需求衰退以及贸易摩擦的影响，PVI 预计 2018 年全球总需求为 88 GW。随着供需结构优化（落后产能出清/技术升级推动降本），PVI 预计 2019-22 年全球光伏需求有望持续增长，其中 2019 年或将再次突破 100 GW。

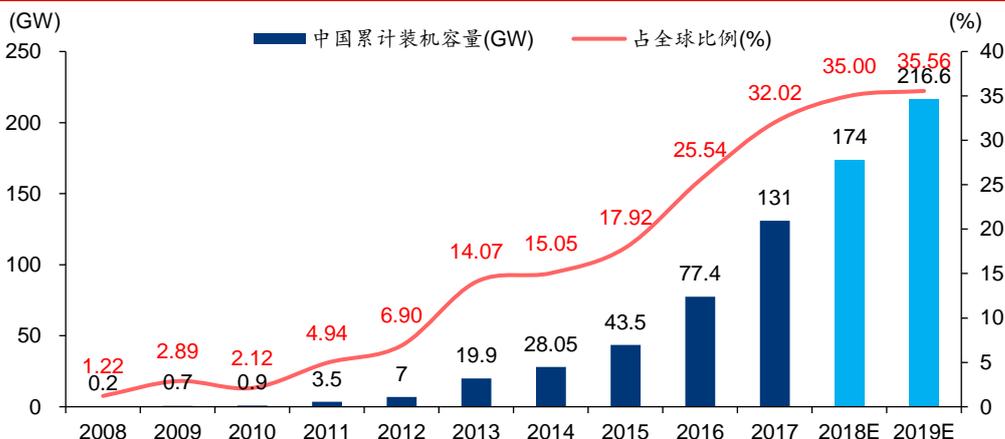
图表22： 经历短暂低谷后，2019-22 年全球光伏需求（新增装机容量）有望持续回升



资料来源：PV InfoLink、IEA PVPS、华泰证券研究所

中国光伏行业进入规模化稳定发展阶段。中国光伏行业可分为四个主要阶段：1) 2007 年之前，初期示范发展阶段；2) 2007-10 年，市场化建立阶段；3) 2011-13 年，产业调整阶段；4) 2014 年下半年至今，规模化稳定发展阶段。2008-18 年，中国光伏累计装机容量由 0.2 GW 提升至 174 GW，占全球累计装机容量比例由 1.22% 提升至 35%。PVI 预计，2019 年中国光伏装机量有望新增 42.6 GW，届时累计装机容量占全球比例将达到 35.6%。

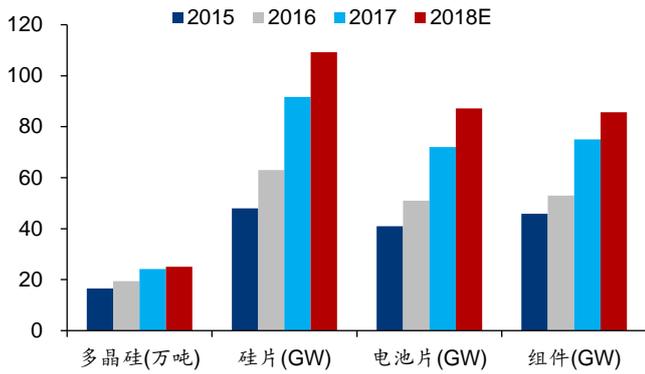
图表23： 2008-17 年中国光伏累计装机容量占全球比例逐年上升



资料来源：PV InfoLink、IEA PVPS、华泰证券研究所

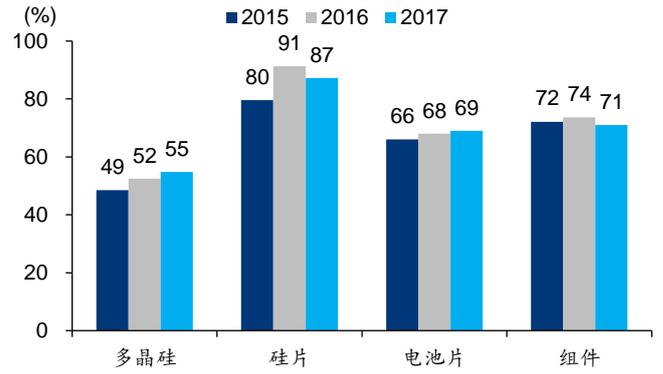
2017 年中国光伏产业链各环节产量占比第一。根据中国光伏行业协会（CPIA）的统计，2017 年中国光伏产业各环节产业规模占比均保持世界第一，其中多晶硅为 54.8%、硅片为 87.2%、电池片为 69%、组件为 71%、新增装机为 52%（略高于前文 PVI 的统计结果）。中国自 2015 年实施“领跑者”计划，大幅提升光伏电池和组件的制造应用水平，有望保持全球领先地位。

图表24： 2015-18年，中国光伏产业链各环节产量逐年上升



资料来源：CPIA、华泰证券研究所

图表25： 2015-17年，中国光伏产业链各环节产量的全球份额稳定



资料来源：CPIA、华泰证券研究所

### 降本增效叠加产能扩张，预计 18-19 年电池设备需求合计 102~128 亿元

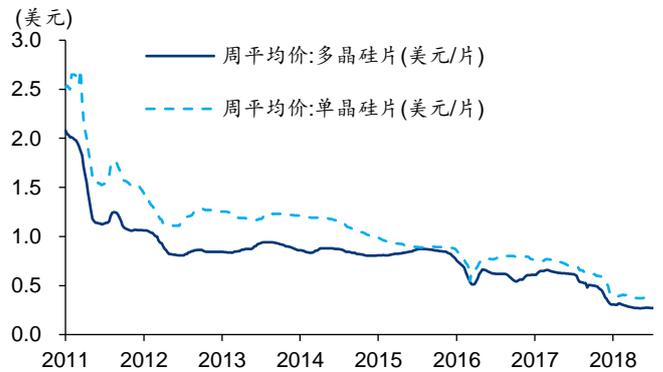
产业链降本增效，利好高性能生产设备需求。从 2011 年以来的价格数据可以看出，长期来看，光伏产业链各环节（硅片/电池片/组件）价格处于下行通道，是光伏发电成本下降的必备条件；短期来看，由于供需关系的影响，部分品种价格稳中有升，但涨价的持续时间通常不超过半年。随着光伏补贴下调和劳动力成本上涨，光伏企业通过布局高效电池、提高生产效率积极应对盈利空间下滑。我们认为，这将对高效生产设备的需求形成利好。

图表26： 2011年以来光伏级多晶硅价格持续下行



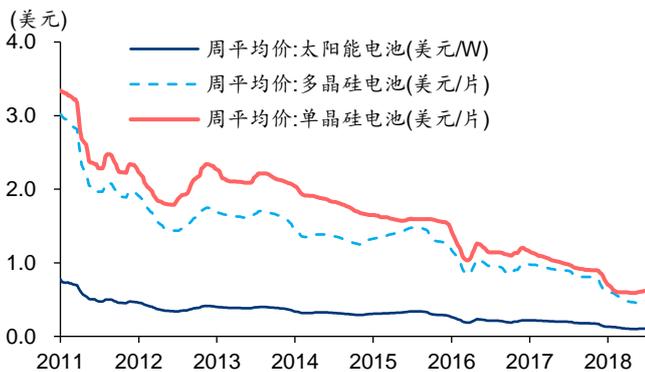
资料来源：PV InfoLink、华泰证券研究所

图表27： 2011年以来多晶硅片和单晶硅片价格持续下行



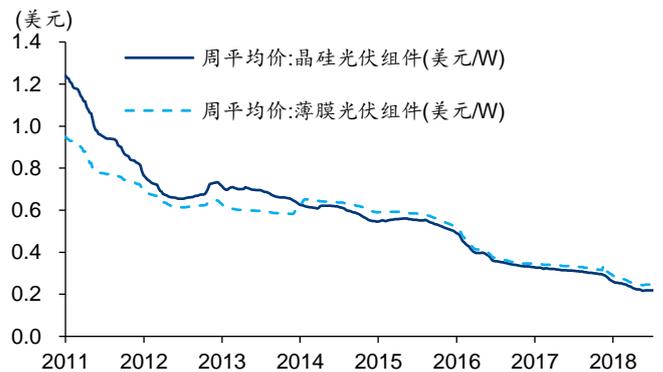
资料来源：PV InfoLink、华泰证券研究所

图表28： 2011年以来太阳能电池价格持续下行



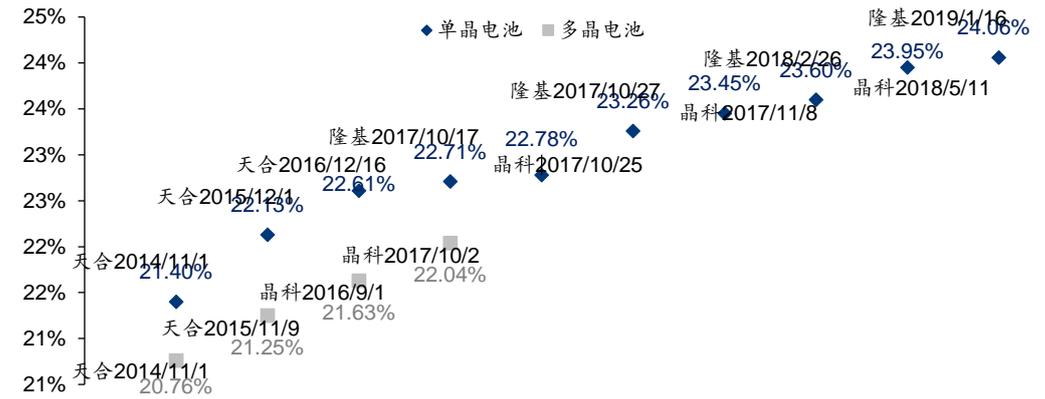
资料来源：PV InfoLink、华泰证券研究所

图表29： 2011年以来晶硅/薄膜光伏组件价格持续下行



资料来源：PV InfoLink、华泰证券研究所

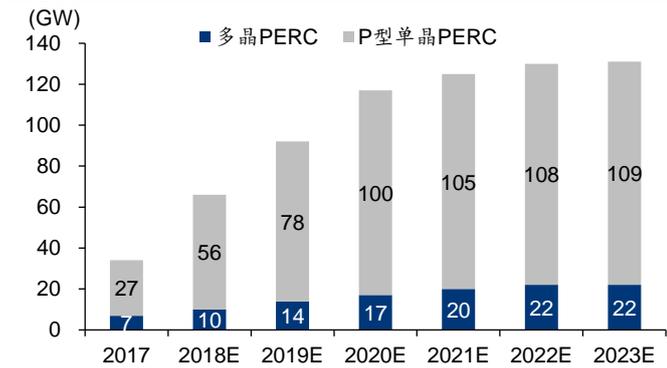
**图表30: 中国光伏电池转换效率持续突破: 2014-18年单晶电池每年提升0.6 pct, 多晶电池0.4 pct**



资料来源: CPIA、华泰证券研究所

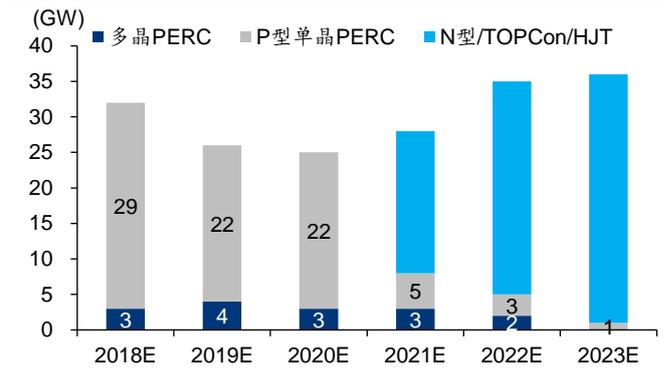
新工艺电池产能扩张, 预计 19/20 年全球 PERC 产能将继续增加 26/25 GW。PVI 2018 年 11 月的报告预计, 全球 PERC 产能将由 2017 年的 33.6 GW 增加至 2018 年的 66.7 GW, 2019-20 年光伏厂商将持续升级已有常规产线至 PERC 产线, PERC 新增产能将分别达到 26 GW 和 25 GW; 此后, PERC 转换效率提升接近峰值, 而 N 型/TOPCon/HJT 等新型电池产能有望形成接力。

**图表31: 2017-2023 年全球 PERC 电池产能预估**



资料来源: PV InfoLink、华泰证券研究所

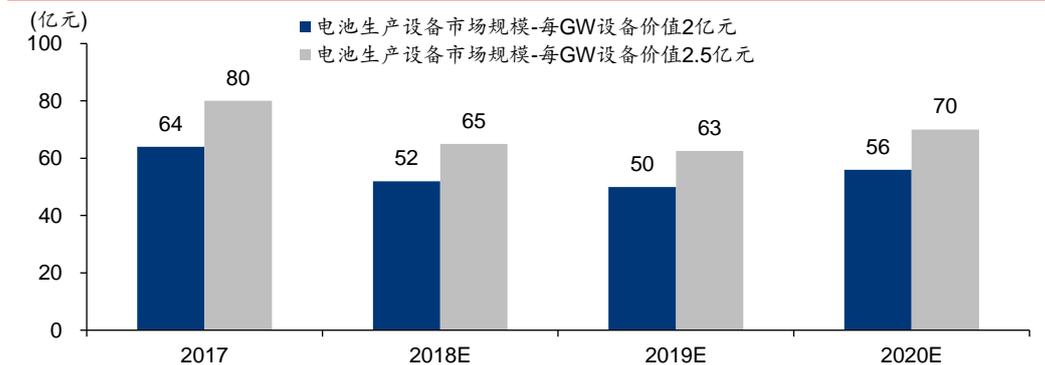
**图表32: 预计 2018-20 年为 PERC 扩产高峰, 此后新工艺电池接力**



资料来源: PV InfoLink、华泰证券研究所

预计 2018-19 年光伏电池生产设备市场规模合计为 102~128 亿元。公司招股说明书披露, 光伏设备产业链中, 硅片/电池/组件三个环节生产设备的市场空间比例约为 1:2:1, 2017 年国内光伏设备市场规模约为 150 亿元, 即电池生产设备的市场规模约为 75 亿元。根据产业调研数据, 电池 1 GW 产线中设备价值量约为 2.0~2.5 亿元。假设新增产能需要提前一年进行招标采购, 我们预计, 2018-19 年电池生产设备的市场规模分别为 52~65 亿元、50~63 亿元, 两年合计 102~128 亿元。

**图表33: 预计 2018-19 年光伏电池生产设备市场规模合计为 102~128 亿元**

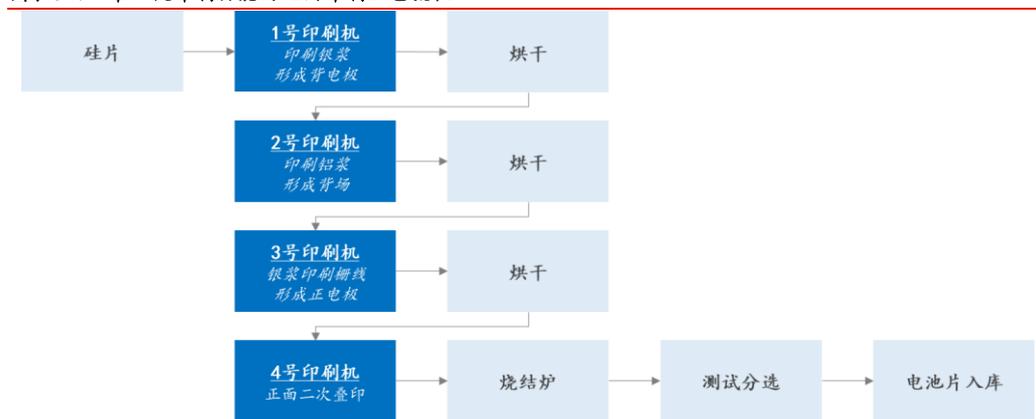


资料来源: PV InfoLink、迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

## 迈为丝网设备业内领先，国内增量市场份额稳居第一

丝网印刷是太阳能电池片生产关键环节。北极星太阳能光伏网文章《太阳能电池片科普系列—丝网印刷篇》显示，丝网印刷工序是太阳能电池片生产工艺管理的核心，是工艺提升和验证的主要承担者。银浆是生产过程中价格最昂贵的辅料之一，丝网印刷由于高可控性，可大幅降低银浆消耗量，且生产厂家可实现精细化预估。

图表34：带二次印刷功能的丝网印刷工艺流程



资料来源：迈为股份招股说明书、北极星太阳能光伏网、华泰证券研究所

全球主流供应商。国际上主流的太阳能电池丝网印刷设备商有 Baccini 公司、德国 ASYS 公司和英国 DEK 公司。国内丝网印刷设备技术渐趋成熟，供应商有迈为股份、科隆威。

图表35：除迈为以外，其他全球主流丝网设备供应商

品牌	地区	简介
Baccini	意大利	Applied Materials 旗下光伏电池设备品牌。08年 AMAT 花费 3.3 亿美元收购 Baccini 公司。
ASYS	德国	成立于 1992 年，是电子设备、太阳能设备和生命科学设备的领先供应商，其丝网印刷产线主要有 Alignus 和 AIRON 两个系列
DEK	英国	ASM 旗下印刷解决方案部门，印刷机解决方案有 NeoHorizon 和 Galaxy 两个系列
科隆威	中国东莞	成立于 2003 年，中港合资企业，2016 年销售收入 2.8 亿元，成套设备年产能达到 80 套

资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

迈为产品性能与技术实力实现赶超。2014 年以前，中国光伏产业丝网印刷设备主要依赖于进口供应商。2014 年以后，迈为陆续在二次印刷、双头双轨印刷、高速高精软件控制等前沿技术上实现自主突破，具备与国外厂商角逐市场的实力。迈为目前最高端的 FDL 产品性能已超过 Baccini，达到全球领先水平。

图表36：迈为的丝网印刷设备性能领先于竞争对手产品

	迈为股份	Baccini	ASYS	科隆威
单台设备产能	双轨 5,500 片/小时	双轨 5,000 片/小时	5,400 片/小时	3,600 片/小时
碎片率	<0.1%	<0.2%	<0.2%	-
印刷精度	±5 μm	±6.25 μm	±12.5 μm	-
二次印刷技术	有	有	有	有
高精度栅线印刷定位	有	有	有	有

资料来源：迈为股份招股说明书、ASYS 官网、科隆威官网、华泰证券研究所

**16-17年迈为在增量市场订单份额连续两年保持首位。**公司的丝网印刷设备已经得到市场的高度认可，与天合、晶科、阿特斯、隆基等主流光伏企业保持了良好的合作。公司招股说明书数据显示，2015-17年公司在国内光伏丝印设备增量市场的份额分别为26%/45%/73%，16-17年连续两年占据增量市场份额首位。我们预计，随着公司募投项目达产和产品迭代升级，公司交付能力和技术水平将得到进一步提升，从而巩固公司在丝网印刷设备领域的优势地位，公司市占率有望保持在较高水平。

**图表37： 2015-17年公司在国内光伏丝印设备增量市场的份额分别为 26%/45%/73%**

	2015	2016	2017
丝网印刷成套设备增量市场数量(条)	146	255	263
丝网印刷成套设备增量市场 YoY	-	75%	3%
增量市场金额(百万元)	700	1,350	1,600
公司订单中成套设备条数	38	115	191
公司订单中成套设备金额(百万元)	200	600	1100
公司市占率	26%	45%	73%

资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

## 首次覆盖，“增持”评级

### 核心假设：营收高增长，毛利率稳定，费用率下降，经营现金流稳定

预计 2018-20 年营业收入为 7.6/12.5/14.1 亿元，同比增速为 59.6%/64.4%/12.9%。我们对公司营业收入的预测主要基于以下三个判断：

- 1) 在手订单充足：**截至 18 年 6 月，公司待验收订单为 21.9 亿元，其中 17 年与 18 上半年签订的订单分别为 9.6 亿元和 11.9 亿元，参考公司的结算模式和验收周期，我们预计，这些订单有望在 18-19 年陆续完成收入确认；
- 2) 新增订单可期：**光伏行业降本增效叠加产能扩张利好设备需求。PVI 预计，18-20 年全球 PERC 电池新增产能为 33/26/25 GW，N 型/TOPCon/HJT 等新型电池产能有望在 21 年以后形成接力，为 18-20 年带来全行业增量订单（假设投产前 1 年招标）。丝网印刷是光伏电池生产必备的关键环节，持续受益于新型电池的产能扩张。随着公司募投项目达产和产品迭代升级，公司交付能力和技术水平将得到进一步提升，公司在增量市场市占率有望保持在 70-80% 的较高水平；
- 3) 验收周期稳定：**17 年及 18 年 1-6 月，公司订单的平均验收周期为 9~10 个月。考虑到新型电池工艺趋于稳定、公司丝网印刷产品成熟、资深调试安装人员大幅扩张，我们预计 18-20 年公司订单的平均验收周期也将保持稳定。

图表 38：迈为股份订单与收入预测模型

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
期末在手订单	117	545	1,355	2,095	2,247	2,200	2,240
验收订单	104	345	476	760	1,249	1,447	1,560
验收订单/在手订单	89%	63%	35%	36%	56%	66%	70%
<b>新增订单</b>	<b>207</b>	<b>773</b>	<b>1,286</b>	<b>1,463</b>	<b>1,406</b>	<b>1,575</b>	<b>1,969</b>
电池生产设备市场规模	-	-	-	6,500	6,250	7,000	8,750
丝网印刷设备市场规模	-	-	-	1,950	1,875	2,100	2,625
公司新增订单市占率	26%	45%	73%	75%	75%	75%	75%
<b>营业收入</b>	<b>104</b>	<b>345</b>	<b>476</b>	<b>760</b>	<b>1,249</b>	<b>1,409</b>	<b>1,566</b>
营业收入 YoY	291.1%	232.5%	37.8%	59.6%	64.4%	12.9%	11.1%

资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所；单位：订单/市场规模/收入为“百万元”

预计 2018-20 年营业成本为 4.2/7.0/7.9 亿元，毛利率为 44.1%/43.2%/43.2%。公司营业成本可分为直接材料、直接人工、制造费用、以及募投项目新增的折旧摊销，2015-17 年及 18 年 1-6 月的营业成本构成中，直接材料占比为 87%/87%/90%/91%，直接人工占比为 5%/3%/4%/3%，制造费用占比为 8%/10%/6%/6%。我们依据如下条件建立营业成本与毛利率的预测模型以及毛利率敏感性分析：

- 1) 直接材料与制造费用与收入同步增长：**15-17 年及 18 年 1-6 月，每条成套设备的直接材料成本为 2.43/2.28/2.48/2.96 万元，制造费用为 0.22/0.26/0.19/0.21 万元。直接材料中电气和机械标准件属于通用部件，市场结构稳定，供给充足。机加物料是制造费用的主要构成部分，机加车间生产工艺调整和产量增加可以降低单位消耗机加物料的金额和比重。假设 18-20 年两项平均成本保持稳定；
- 2) 人工成本增速略高于收入增速：**考虑到生产工人工资增长以及通货膨胀，假设 18-20 年每条成套设备的人工成本年均增长 5%；
- 3) 募投项目新增折旧摊销：**参考公司招股说明书测算的折旧摊销额、项目建设期以及环评通过日期，预计募投项目 19 年投产，新增设备折旧 987 万元/年；

- 4) **毛利率敏感性分析:** 产品均价对毛利率的影响高于原材料均价的影响, 产品均价下降对毛利率的影响高于均价上升的影响。

图表39: 迈为股份营业成本与毛利率预测模型

	2015	2016	2017	1H18	2018E	2019E	2020E	2021E
营业成本(百万元)	55	164	244	202	424	709	800	890
直接材料	48	143	220	184	383	629	710	789
人工成本	3	6	9	7	15	25	30	35
制造费用	4	16	15	12	27	45	50	56
新增设备折旧	-	-	-	-	-	10	10	10
综合毛利率(%)	46.9	52.4	48.8	43.3	44.1	43.2	43.2	43.2
单条成套设备成本(万元)	2.78	2.63	2.78	3.29	3.28	3.29	3.30	3.30
直接材料	2.43	2.28	2.48	2.96	2.96	2.96	2.96	2.96
人工成本	0.13	0.09	0.11	0.12	0.11	0.12	0.12	0.13
制造费用	0.22	0.26	0.19	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21

资料来源: 迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

图表40: 毛利率敏感性分析

		原材料均价变动率				
2018年毛利率		-10%	-5%	0%	5%	10%
产品均价变动率	-10%	43.5	40.7	37.9	35.1	32.3
	-5%	46.5	43.8	41.2	38.5	35.9
	0%	49.2	46.6	44.1	41.6	39.1
	5%	51.6	49.2	46.8	44.4	42.0
	10%	53.8	51.5	49.2	46.9	44.6

		原材料均价变动率				
2019年毛利率		-10%	-5%	0%	5%	10%
产品均价变动率	-10%	42.5	39.7	36.9	34.1	31.3
	-5%	45.5	42.9	40.2	37.6	34.9
	0%	48.3	45.7	43.2	40.7	38.2
	5%	50.7	48.3	45.9	43.5	41.1
	10%	53.0	50.7	48.4	46.1	43.8

		原材料均价变动率				
2020年毛利率		-10%	-5%	0%	5%	10%
产品均价变动率	-10%	42.5	39.7	36.9	34.1	31.3
	-5%	45.5	42.9	40.2	37.6	34.9
	0%	48.3	45.7	43.2	40.7	38.2
	5%	50.7	48.3	45.9	43.5	41.1
	10%	53.0	50.7	48.4	46.1	43.8

资料来源: 迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

预计 2018-20 年期间费用率为 16.2%/16.7%/16.4%。我们认为, 公司正处于成长期, 部分销售管理费用将随着公司规模扩大而同步增长, 但费用率整体保持稳中有降的趋势:

- 1) **销售费用率稳步下降:** 销售费用构成中, 人员费用占比最高, 预计人员费用随销售及售后服务人员数量增长而增长; 随着公司品牌力的提升, 采取外部销售顾问的销售方式逐渐减少, 销售佣金占比有望降低;
- 2) **管理费用率短暂上升:** 随着公司业务规模增长, 管理精细化程度提高, 管理人员数量或将较快增长, 带动人员费用的增长; 我们预计公司募投项目将于 19 年投产, 新增折旧摊销导致 19 年管理费用率上升, 但随着收入上升, 20 年管理费用率有望降低;
- 3) **研发费用率或不低于 5%:** 公司产品的领先优势得益于多年的技术研发与创新, 光伏行业降本增效和技术升级需求, 也要求设备商持续进行研发投入; 同时, 公司正在研

发布局前道激光刻蚀设备、锂电设备等领域；我们预计 18-20 年研发费用占营业收入的比例或将不低于 5%；

- 4) 财务费用率保持平稳：**公司有息负债主要是短期负债，且规模不大，利息支出占比较低。随着公司出口业务占比下降，汇兑损失影响有望减弱。我们预计 18-20 年财务费用率仍将保持在较低的水平。

**图表41： 迈为股份期间费用率假设**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
销售费用率	2.52%	8.61%	6.97%	5.99%	5.46%	5.38%	5.32%
管理费用率	6.59%	8.23%	5.68%	5.09%	6.21%	5.93%	5.71%
研发费用率	6.00%	4.61%	6.23%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	1.10%	-1.09%	4.00%	0.08%	0.06%	0.08%	0.15%
<b>期间费用率</b>	<b>16.21%</b>	<b>20.36%</b>	<b>22.88%</b>	<b>16.15%</b>	<b>16.73%</b>	<b>16.39%</b>	<b>16.18%</b>

资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所

**预计 2018-20 年经营现金流持续增长。**基于盈利预测以及如下四个假设，以间接法估算公司 18-20 年的经营性现金流净额：

- 1) 存货跟随在手订单同步增长：**15-17 年，公司存货中发出商品比例达到 70%，在产品、产成品与发出商品的占比之和达到 90%，我们认为存货与在手订单规模关联程度较高。我们测算，15-17 年末以及 18 年 6 月末存货占在手订单的比例为 59%/53%/43%/41%，随着 17 年后订单验收周期趋于稳定，前述比例也趋于稳定。假设 18-20 年存货占在手订单的比例均为 40%，推算存货周转率为 0.61/0.83/0.87 次，公司交付能力有望逐步提升；

**图表42： 迈为股份存货假设**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
存货(百万元)	69	286	579	823	886	952	1,114
存货/在手订单(%)	58.96	52.56	42.74	40	40	40	40
存货周转率(次)	1.21	0.92	0.56	0.61	0.83	0.87	0.86

资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所；

- 2) 应收票据与账款跟随营业收入同步增长：**15-17 年，公司应收票据及账款规模持续上升，占营业收入的比例在 28%~53% 的范围内波动。在行业景气度不出现大幅恶化的前提下，大部分客户能够在信用期内按合同约定付款，假设 18-20 年应收票据及账款占营业收入的比例保持在 35~40% 之间，推算应收周转率为 2.91/3.37/2.82 次；

**图表43： 迈为股份应收票据及账款假设**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
应收票据及账款(百万元)	54	98	217	304	437	564	626
应收周转率(次)	2.69	4.54	3.02	2.91	3.37	2.82	2.63
应收/营业收入(%)	52.46	28.28	45.68	40.00	35.00	40.00	40.00

资料来源：迈为股份招股说明书、华泰证券研究所；

- 3) 应付票据及账款跟随在手订单增长：**公司生产经营规模扩大，带动原材料采购规模快速增长，供应商逐步放宽信用政策。15-17 年，原材料采购规模占新增订单的比例为 45%/48%/41%，较为稳定，应付票据及账款占采购金额的比例为 51%/24%/48%。在新增订单规模与供应商信用政策趋于稳定的前提下，假设 18-20 年应付票据及账款占采购金额的比例为 50%，推算应付周转率为 1.47/2.17/2.36 次；

图表44: 迈为股份应付票据及账款假设

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
应付票据及账款(百万元)	46	91	255	322	330	347	390
应付周转率(次)	1.91	2.40	1.41	1.47	2.17	2.36	2.42
原材料采购金额(百万元)	92	374	529	644	661	693	866
采购/新增订单(%)	44.52	48.34	41.17	44	47	44	44
应付/采购(%)	50.53	24.22	48.21	50	50	50	45

资料来源: 迈为股份招股说明书、华泰证券研究所;

4) 预收款项跟随在手订单增长: 公司预收款项包含订单预付款与发货款, 占订单总金额的比例分别为 20~30%与 30~50%。15-17 年, 预收款项占在手订单的比例在 25~43% 的范围内波动。在期末在手订单保持稳定的前提下, 假设 18-20 年预收款项占在手订单的比例均为 30%;

图表45: 迈为股份预收款项假设

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
预收款项(百万元)	30	234	441	617	665	714	835
预收款项/在手订单(%)	25.41	42.92	32.51	30.00	30.00	30.00	30.00

资料来源: 迈为股份招股说明书、华泰证券研究所;

图表46: 迈为股份经营性现金流量净额测算(间接法)

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
净利润	107.03	129.68	172.03	269.05	307.96	344.65
+ 存货的减少	-217.33	-292.59	-244.04	-63.07	-66.32	-161.25
应收票据与账款的减少	-43.18	-119.72	-86.43	-133.19	-126.68	-62.57
其他经营性应收项目的减少	-18.59	-47.23	-71.19	-29.07	-49.36	-39.55
预收款项的增加	204.15	206.56	176.82	47.30	49.74	120.94
应付票据与账款的增加	44.04	164.70	66.55	8.72	16.03	43.31
其他经营性应付项目的增加	25.58	-21.51	25.01	2.00	2.00	2.00
折旧和摊销	1.94	2.97	8.75	21.54	25.00	25.00
财务费用	-4.01	21.50	0.58	0.77	1.13	2.45
其他	10.89	-9.52	-6.08	1.51	-0.32	-0.29
<b>间接法-经营现金流</b>	<b>97.46</b>	<b>27.50</b>	<b>42.00</b>	<b>125.56</b>	<b>159.19</b>	<b>274.68</b>

资料来源: 迈为股份招股说明书、华泰证券研究所; “其他”包括资产减值准备/资产处置损失/投资损失/递延所得税资产减少

假设产能扩建项目于 18-19 年进行投资。根据公司 IPO 招股说明书披露的投资进度, 我们假设产能扩建项目分别于 18 年和 19 年投资 3.07 亿元和 1.25 亿元。

图表47: 公司 IPO 募投项目投资进度

项目名称	投资总额	投资进度	
		第一年	第二年
年产双头双轨、单头单轨太阳能电池丝网印刷线各 50 条	431	307	125
补充流动资金	230	230	
合计	661	537	125

资料来源: 迈为股份招股说明书、华泰证券研究所; 单位: 百万元

## 太阳能电池丝网印刷设备龙头, 首次覆盖, “增持”评级

我们预计公司 2018-20 年营业收入为 7.6/12.5/14.1 亿元, 归母净利润为 1.7/2.7/3.1 亿元, EPS 为 3.32/5.17/5.91 元, PE 为 50/32/28 倍。公司是太阳能电池丝网印刷设备龙头, 国内增量市场份额第一。公司在手订单充足, 受益于光伏行业降本增效与电池技术更新迭代, 新增订单可期。可比公司 2019 年 PE 估值的平均数为 33.4 倍。给予公司 2019 年 33~35 倍 PE 估值, 对应目标价 170.0~180.0 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

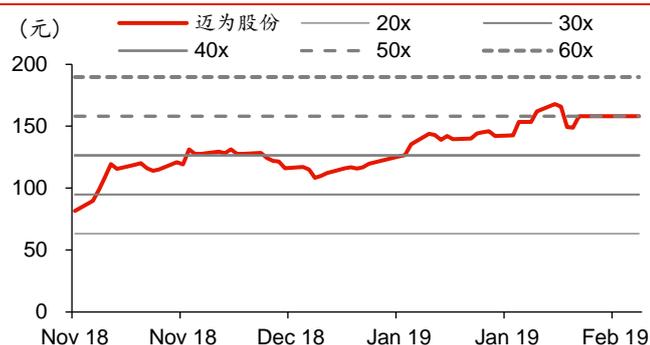
图表48: 可比公司估值 (数据日期为 2019年2月11日)

代码	名称	预测来源	市值(亿元)	EPS(元)				PE(x)				净利润 CAGR(%)
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
300724	捷佳伟创	华泰证券	111.01	0.79	0.96	1.30	1.63	43.70	36.32	26.63	21.23	27.20
300316	晶盛机电	Wind	149.66	0.30	0.50	0.62	0.75	38.71	23.29	18.78	15.48	35.74
300757	罗博特科	Wind	58.99	1.09	1.35	1.88	2.51	67.87	54.69	39.21	29.41	32.14
002371	北方华创	Wind	223.96	0.27	0.54	0.84	1.21	178.30	90.58	58.01	40.48	63.92
300450	先导智能	Wind	284.42	0.61	0.95	1.32	1.67	52.92	33.95	24.45	19.28	40.02
	平均数		165.61	0.61	0.86	1.19	1.56	76.30	47.77	33.42	25.18	38.80
<b>300751</b>	<b>迈为股份</b>	<b>华泰证券</b>	<b>85.39</b>	<b>2.52</b>	<b>3.32</b>	<b>5.17</b>	<b>5.91</b>	<b>65.23</b>	<b>49.52</b>	<b>31.78</b>	<b>27.80</b>	<b>32.89</b>

资料来源: Wind、华泰证券研究所

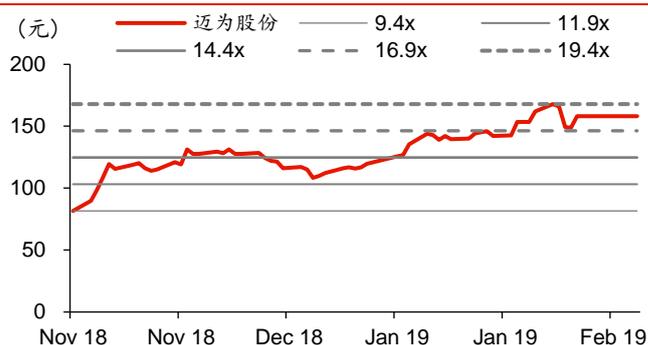
## PE/PB - Bands

图表49: 迈为股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表50: 迈为股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

**光伏行业景气度大幅下滑。**在光伏行业整体不景气时，可能会导致行业投资信心不足，招标订单急剧减少，存量订单也可能出现验收周期大幅延长的情形。同时，部分下游客户开工率较低或处于停产状态，资金状况恶化，可能会推迟货款的支付，使得公司无法按照合同约定在正常期限内回收货款。

**产业政策变化超出预期。**现阶段，光伏的发电成本和上网电价仍高于常规能源，光伏行业发展依然需要政府政策及相应补贴的扶持。光伏发电上网电价以及补贴的持续下降将倒逼电站系统成本的下降，进而促进制造成本的进一步下降。若未来国内产业政策变化超出预期，补贴下降的幅度高于光伏制造成本及系统成本下降的幅度，将对市场需求和行业景气度产生较大不利影响，公司新签订单及经营业务或将出现大幅下滑。

**新增订单具有不确定性。**我们预计 2019-20 年仍是光伏厂商升级至 PERC 产线的高峰期，此后 N 型/TOPCon/HJT 等新型电池产能有望形成接力。但新电池技术成熟与规模化应用具有一定的不确定性，由此也将带来设备领域新增订单的不确定性。如果新技术应用缓慢，公司中长期的业绩增速或将受到不利影响。

**市场竞争加剧。**太阳能电池设备行业良好的市场前景以及投资收益预期将会吸引众多投资者进入该行业，使得行业规模不断扩大，加剧行业内企业竞争。如果公司不能持续进行技术创新，不能洞悉行业发展趋势、适应市场需求、不断研发推出具有差异化特征的产品从而提升附加值，公司将可能失去领先优势，进而面临市场份额下降甚至被市场淘汰的风险。

**全球贸易环境恶化。**目前，暂无国家和地区对光伏设备征收反倾销税或反补贴税，亦不存在有关光伏设备的贸易摩擦。欧美印度等国政策转变和监管具有不确定性，在一定程度上影响电池组件企业的境外产能扩建，进而影响公司外销订单的取得。未来公司若无法拓展境外市场的出口，或者受贸易摩擦的影响，电池生产企业海外扩张计划出现延迟和停滞，公司出口业务将存在持续下滑的风险，对盈利能力产生不利影响。

**技术替代风险。**太阳能光伏电池分为晶硅电池和薄膜电池。目前晶硅电池份额在 80% 以上，具备较高的光电转换效率、较低的衰减率及充足的原材料供应。如果未来薄膜电池技术得到显著改进，市场份额扩大，将影响晶硅电池的市场需求，进而影响公司的设备需求。此外，风能、核能、生物质能等可再生能源也会对光伏产业产生一定的替代效应。

**原材料价格与产品价格大幅波动影响毛利率。**公司产品的原材料包括标准件（电气标准件、机械标准件）、非标准件（机架类、机加件及机加半成品）、外购设备、辅料及其他。其中 2015 年至 2018 年上半年，标准件占采购总额的比例为 58.9%/53.6%/54.5%/49.5%，外购设备占比为 24.9%/27.9%/28.5%/34.7%。根据图表 40 的毛利率敏感性分析，当产品均价不变、原材料均价波动达到 10% 时，毛利率变化在 5 pct 左右；当原材料均价不变、产品均价波动达到 10% 时，毛利率变化亦然。如果预测期这两项价格出现大幅波动，将影响公司的综合毛利率，进而影响最终的盈利水平。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	588.32	1,067	1,903	2,132	2,509
现金	164.02	183.16	617.48	621.03	755.10
应收账款	97.66	217.38	303.81	437.00	563.68
其他应收账款	13.01	2.31	23.01	18.61	28.36
预付账款	3.60	12.96	34.19	69.63	109.64
存货	286.48	578.89	823.11	886.18	952.50
其他流动资产	23.56	72.09	101.58	100.00	100.00
非流动资产	35.68	54.75	279.89	379.95	379.24
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	12.20	13.86	215.91	320.25	323.82
无形资产	14.97	15.09	34.58	30.70	26.82
其他非流动资产	8.51	25.80	29.40	29.00	28.60
资产总计	624.00	1,122	2,183	2,512	2,889
流动负债	408.58	799.61	1,030	1,106	1,202
短期借款	44.82	88.00	50.00	68.00	96.00
应付账款	90.50	255.20	321.75	330.47	346.50
其他流动负债	273.26	456.41	658.33	707.63	759.38
非流动负债	10.48	11.99	9.83	11.34	11.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	10.48	11.99	9.83	11.34	11.03
负债合计	419.06	811.61	1,040	1,117	1,213
少数股东权益	0.30	(0.59)	(1.00)	(0.68)	(0.31)
股本	39.00	39.00	52.00	52.00	52.00
资本公积	63.90	63.90	712.08	712.08	712.08
留存公积	101.74	207.63	380.08	631.56	911.85
归属母公司股东权益	204.63	310.53	1,144	1,396	1,676
负债和股东权益	624.00	1,122	2,183	2,512	2,889

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	97.46	27.50	42.00	125.56	159.98
净利润	107.03	129.68	172.03	269.05	307.53
折旧摊销	1.94	2.97	8.75	21.54	25.71
财务费用	(3.75)	19.02	0.58	0.77	1.64
投资损失	(0.04)	(0.00)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(19.96)	(116.72)	(133.27)	(167.31)	(174.58)
其他经营现金	12.24	(7.46)	(6.08)	1.51	(0.32)
投资活动现金	0.70	(14.99)	(230.28)	(122.00)	(25.40)
资本支出	22.31	15.00	209.88	121.60	25.00
长期投资	(15.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	8.01	0.01	(20.40)	(0.40)	(0.40)
筹资活动现金	43.26	14.47	622.60	(0.01)	(0.51)
短期借款	29.82	43.18	(38.00)	18.00	28.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	13.21	0.00	13.00	0.00	0.00
资本公积增加	40.01	0.00	648.18	0.00	0.00
其他筹资现金	(39.77)	(28.71)	(0.58)	(18.01)	(28.51)
现金净增加额	146.15	9.63	434.32	3.55	134.07

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	345.30	475.92	759.53	1,249	1,409
营业成本	164.29	243.54	424.47	708.85	800.18
营业税金及附加	5.12	2.91	4.56	7.49	8.46
营业费用	29.74	33.18	45.51	68.23	75.85
管理费用	28.43	27.05	76.61	139.94	153.97
财务费用	(3.75)	19.02	0.58	0.77	1.64
资产减值损失	6.32	(0.89)	7.00	7.00	7.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	101.29	150.49	200.80	316.30	362.10
营业外收入	28.31	3.21	4.00	4.00	4.00
营业外支出	0.56	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	129.04	153.71	204.80	320.30	366.10
所得税	22.01	24.03	32.77	51.25	58.58
净利润	107.03	129.68	172.03	269.05	307.53
少数股东损益	0.00	(1.21)	(0.41)	0.32	0.37
归属母公司净利润	107.03	130.90	172.44	268.73	307.16
EBITDA	99.48	172.48	210.13	338.61	389.45
EPS (元, 基本)	2.74	3.36	3.32	5.17	5.91

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	232.50	37.83	59.59	64.39	12.86
营业利润	315.46	48.58	33.43	57.52	14.48
归属母公司净利润	366.85	22.30	31.74	55.83	14.30
获利能力 (%)					
毛利率	52.42	48.83	44.11	43.23	43.22
净利率	31.00	27.50	22.70	21.52	21.80
ROE	52.30	42.15	15.07	19.25	18.33
ROIC	91.36	65.43	29.52	31.69	30.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.16	72.37	47.64	44.48	41.99
净负债比率 (%)	10.70	10.84	4.81	6.09	7.91
流动比率	1.44	1.33	1.85	1.93	2.09
速动比率	0.74	0.61	1.05	1.13	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.55	0.46	0.53	0.52
应收账款周转率	4.54	3.02	2.91	3.37	2.82
应付账款周转率	2.40	1.41	1.47	2.17	2.36
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.06	2.52	3.32	5.17	5.91
每股经营现金流(最新摊薄)	1.87	0.53	0.81	2.41	3.08
每股净资产(最新摊薄)	3.94	5.97	22.00	26.84	32.23
估值比率					
PE (倍)	79.78	65.23	49.52	31.78	27.80
PB (倍)	41.73	27.50	7.46	6.12	5.10
EV_EBITDA (倍)	84.86	48.94	40.18	24.93	21.68

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com