

2019年08月24日

H1 业绩接近预告上限，提前布局 HIT 有望带来业绩弹性

买入 (维持)

事件:公司 2019H1 营收 6.2 亿,同比+74.2%;归母净利润 1.24 亿,同比+38.4% (接近业绩预告上限);扣非归母净利润 1.08 亿,同比+23.9%。

投资要点

■ 2019 年全年仍将保持较高增长,新业务布局可期:

分业务看,丝网印刷成套设备收入为 4.9 亿,同比+59%,占营业收入的 78%,仍为主要收入来源,但占比下降 7.3pct;单机设备收入 1.2 亿,同比+168%。由于设备验收时间长及收入确认时间不确定,根据公司 2018 年签订订单的时间和相应的发货验收周期,我们判断公司的收入确认和业绩释放主要集中在下半年,全年业绩仍将保持较高增长。公司在现有光伏设备的基础上,相继进入光伏激光设备,叠瓦组件设备等光伏上下游设备领域,并进入了 OLED 显示装备领域。光伏激光设备及叠瓦组件设备正处在快速发展阶段,凭借较高的性价比优势,公司光伏激光设备的订单有较大幅度增加,预计本年度均可确认一部分收入。在 OLED 显示装备方面,维信诺固安 AMOLED 面板生产线激光项目已交付客户进行安装调试,打破日韩在该领域的垄断。

■ 外购设备增加导致毛利率明显下滑,研发投入持续大幅增长:

公司 H1 综合毛利率 32.4%,同比-11pct;其中主业丝网印刷成套设备的毛利率为 30.2%,同比-13.8pct,单机毛利率为 42.6%,同比+0.5pct。我们判断毛利率明显下滑主要系:(1)2017 年以后客户要求代采外购设备,毛利率比自制设备低;(2)整线配备的单机数量增加导致成本增加,而公司的产品售价未有较大幅调整;(3)为提高性价比优势稳定市占率,公司光伏激光设备在手订单毛利率偏低。

H1 净利率 19.9%,同比下降 5.1pct,降幅比毛利率小,主要系(1)期间费用率合计达 13.6%,同比-2.1pct(2)非经常性损益为 1626 万,在收入中占比达 2.6%。

H1 研发投入 3,278.57 万元,同比增长 106.25%,在总收入中占比 5.3%,同比+0.8pct,主要系研发人员增加;此外报告期内又新增 16 项专利、4 项软件著作权等。作为丝网印刷设备龙头,公司具有外延拓展的技术、经验和服务优势。此外,公司现掌握的高速高精度控制技术、高精度定位技术以及恒压力技术在精密设备制造领域具有很强的迁移能力。

■ 销售规模扩张下存货大增,导致现金流有所下滑:

报告期内,公司经营性现金流净额为 3587 万,同比-67%,主要为新签订单增加,存货大幅增加。期末存货金额为 18.2 亿,环比 Q1 末增加 3.6 亿,同比+105%,随着销售规模的扩大持续增长;其中发出商品金额 13.9 亿,占存货总额 76%,我们判断这部分存货有望在 2019 年确认收入贡献业绩。

■ 提前布局 HIT 技术路线,看好后续验证通过后订单落地:

公司作为丝网印刷设备龙头,显著受益于 18-19 年的 PERC 扩产高峰,目前在手订单充裕;预计在手订单在 30 亿元以上,能够支撑短期业绩增长。现提前布局 HIT 技术路线,立足于丝网印刷设备开始向前道电池片设备延伸,并能够提供性价比最高的整线方案,设备自制率达 65% 以上。目前公司为通威合肥线提供方案,CVD 设备尚处于试用阶段。此外,迈为提供的 PECVD 和丝网印刷设备合计价值量能达到 3.5-4 亿,是原先 PERC 产线的 4-5 倍,即未来 HIT 的扩产将给公司带来非常大的业绩弹性。

■ 盈利预测与投资评级:我们预计公司 2019-2020 年的净利润分别是 2.6 和 4.2 亿元,对应 PE 为 31 倍和 19 倍,维持“买入”评级。给予 2019 年目标 PE 35 倍,对应目标价 175 元。

■ 风险提示:行业受政策波动风险;市场竞争风险;设备企业外延拓展不及预期。

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

18321168715

zhubb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	153.19
一年最低/最高价	67.68/205.07
市净率(倍)	6.48
流通 A 股市值(百万元)	1991.47

基础数据

每股净资产(元)	23.63
资产负债率(%)	64.00
总股本(百万股)	52.00
流通 A 股(百万股)	13.00

相关研究

- 1、《迈为股份 (300751): 股权激励方案出炉,自下而上夯实发展基础》2019-08-20
- 2、《迈为股份 (300751): 中报预增 23-40% 符合预期,看好全年业绩高速增长》2019-07-14
- 3、《迈为股份 (300751): Q1 业绩符合预期,专用设备领域拓展可期》2019-04-28

1. 2019 年全年仍将保持较高增长，新业务布局可期

分业务看，丝网印刷成套设备收入为 4.9 亿，同比+59%，占营业收入的 78%，在报告期内仍为公司的主要收入来源，但占比下降 7.3pct；单机设备收入 1.2 亿，同比+168%；配件及其他收入 1543 万。专用设备类公司由于设备验收时间较长，收入确认时间具有不确定性，根据公司 2018 年签订订单的时间和相应的发货验收周期，我们判断公司的收入确认和业绩释放主要集中在下半年，全年业绩仍将保持较高增长。

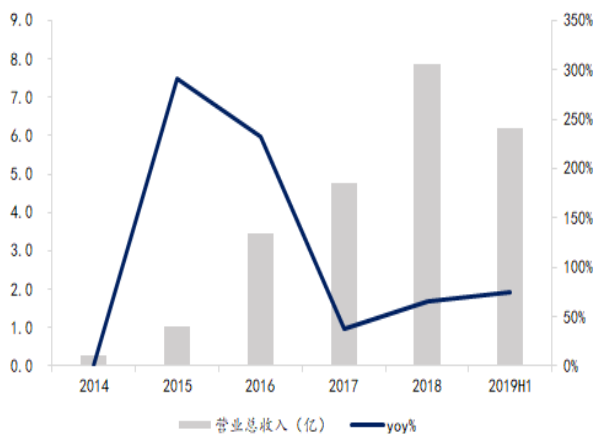
图 1：受光伏产业降本增效的影响，丝网印刷设备单价有小幅下降

产品分类/项目	2019上半年			2018上半年		
	收入(万元)	销量(条)	单价(平均)	收入(万元)	销量(条)	单价(平均)
			(万元/条)			(万元/条)
太阳能电池丝网印刷成套设备(已换算成单线)	48,670.53	88	553.07	30,555.30	52	587.60
其中：单线	1,075.21	2	537.61	1,247.86	2	623.93
双线	47,595.32	43	1,106.87	29,307.43	25	1,172.3

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

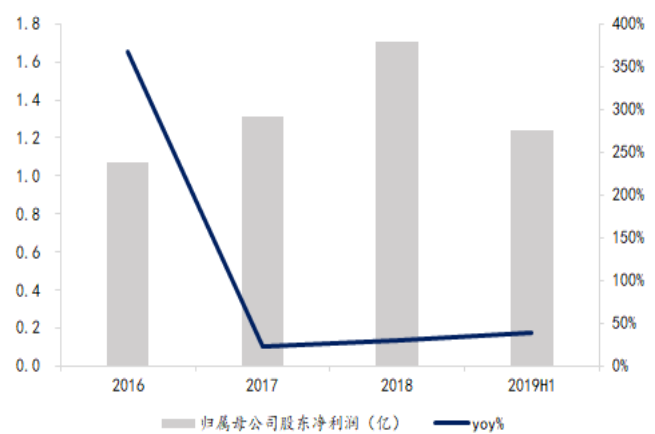
公司在现有光伏设备的基础上，相继进入光伏激光设备，叠瓦组件设备等光伏上下游设备领域，并进入了 OLED 显示装备领域。光伏激光设备及叠瓦组件设备正处在快速发展阶段，凭借较高的性价比优势，公司光伏激光设备的订单有较大幅度增加，预计本年度均可确认一部分收入。在 OLED 显示装备方面，维信诺固安 AMOLED 面板生产线激光项目已交付客户进行安装调试，打破日韩在该领域的垄断。

图 2：公司 2019H1 营收 6.2 亿，同比+74.2%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2019H1 归母净利 1.24 亿，同比+38.4%

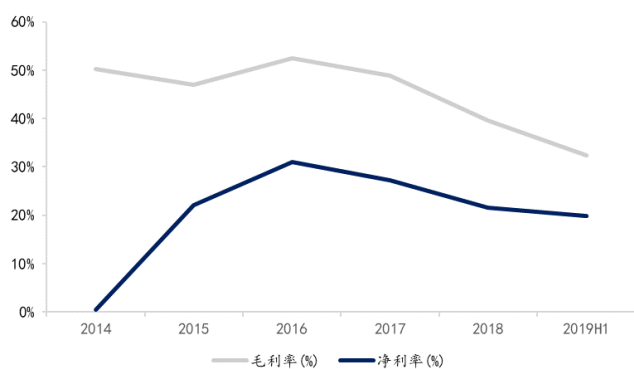


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 外购设备增加导致毛利率明显下滑，研发投入持续大幅增长

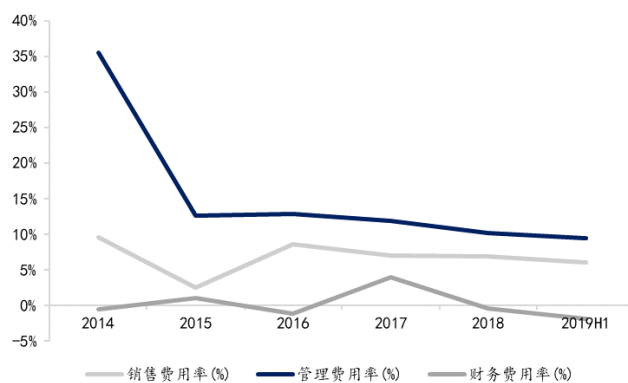
公司 H1 综合毛利率 32.4%，同比-11pct；其中主业丝网印刷成套设备的毛利率为 30.2%，同比-13.8pct，单机毛利率为 42.6%，同比+0.5pct。我们判断毛利率明显下滑主要系：（1）报告期内公司确认收入的订单基本为 2018 年度以后取得的订单，自 2017 年度以后客户基本均要求公司代为采购外购设备，而外购设备的毛利率较公司自制设备的毛利率低；（2）随着技术的更新，公司产品不断迭代，伴随着每条整线配备的单机数量均有所增加，导致整线成本有所增加；而在价格方面，为了迎合光伏行业降本增效的政策以及进一步巩固市场占有率，公司的产品售价未有较大幅调整；（3）为提高性价比优势，公司光伏激光设备在手订单毛利率偏低。

图 4：外购设备增加导致毛利率明显下滑



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 5：期间费用率控制良好

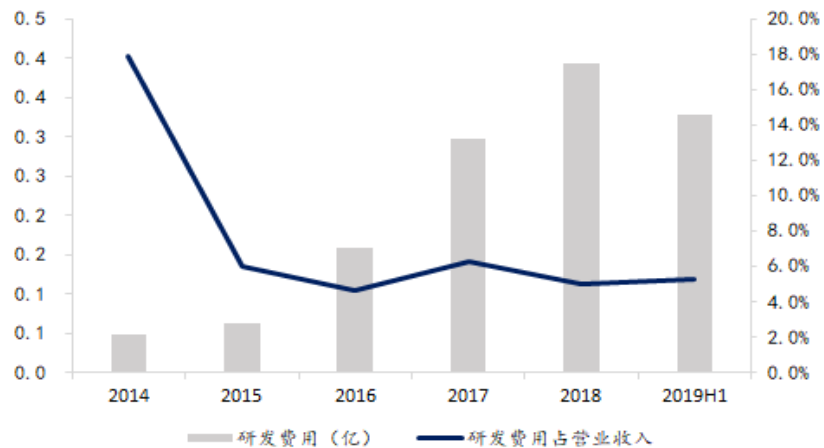


数据来源：WIND，东吴证券研究所

H1 净利率 19.9%，同比下降 5.1pct，降幅比毛利率小，主要系（1）期间费用率合计达 13.6%，同比-2.1pct，其中销售费用率和管理费用率较为稳定，财务费用率由于募集资金现金管理收益及外汇汇率波动影响下降 2.4pct；（2）非经常性损益为 1626 万，在收入中占比达 2.6%。

H1 研发投入 3,278.57 万元，同比增长 106.25%，在总收入中占比 5.3%，同比+0.8pct，主要系研发人员增加；此外报告期内又新增 16 项专利、4 项软件著作权等。作为丝网印刷设备龙头，公司具有外延拓展的技术、经验和服务优势。公司在丝网印刷装备领域积累了高端装备制造销售品控经验，未来着力拓展的多个业务板块均属于高端装备领域，供应链、服务体系和生产品质控制等方面相似，技术与经验可复制性强。从技术可迁移性上来看，公司现掌握的高速高精度控制技术、高精度定位技术以及恒压力技术在精密设备制造领域具有很强的迁移能力，在激光开槽、激光切割等需要高精度定位的设备中可以得到应用。

图 6：研发费用持续增长



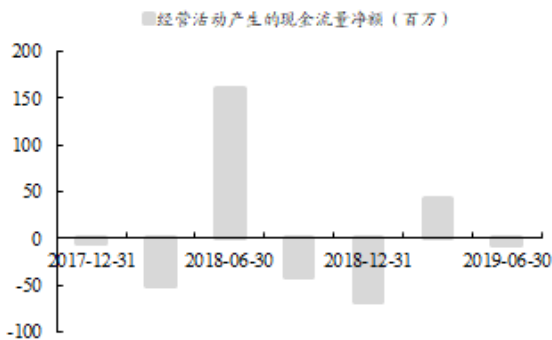
数据来源：WIND，东吴证券研究所

3. 销售规模扩张下存货大增，导致现金流有所下滑

报告期内，公司经营性现金流净额为 3587 万，同比-67%，主要为新签订单增加，存货大幅增加。期末存货金额为 18.2 亿，环比 Q1 末增加 3.6 亿，同比+105%，随着销售规模的扩大持续增长；其中发出商品金额为 13.9 亿，占存货总额的 76%，我们判断这部分存货有望在 2019 年确认收入贡献业绩。

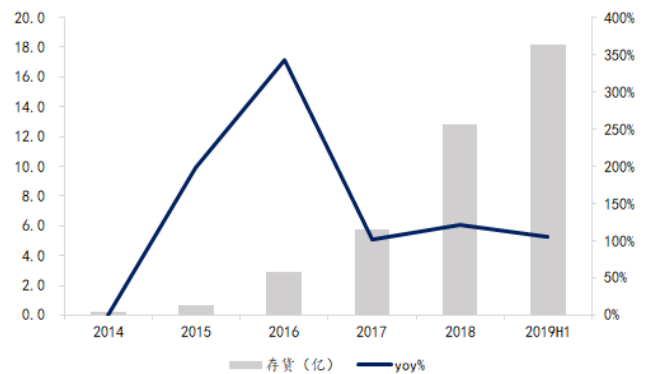
H1 末公司的预收账款为 11.2 亿元，环比 Q1 末增加 2 亿，同比+41%，由此推算，公司目前的在手订单在 30 亿以上。应收账款为 1.9 亿，同比+46.5%，环比 Q1 末增加 0.2 亿；应收票据 2.2 亿，均为银行承兑汇票，整体回款情况良好。同时，公司公告称为客户展宇新能源、润阳悦达、晶澳（扬州）太阳能、腾晖光伏新增担保总额不超过 2.75 亿，这是公司给采用买方信贷或融资租赁模式结算的客户提供担保，有助于公司进一步开拓市场，提高贷款的回收效率，也是公司控制风险的手段之一。

图 7：H1 公司经营性现金流净额为 3587 万，同比-67%



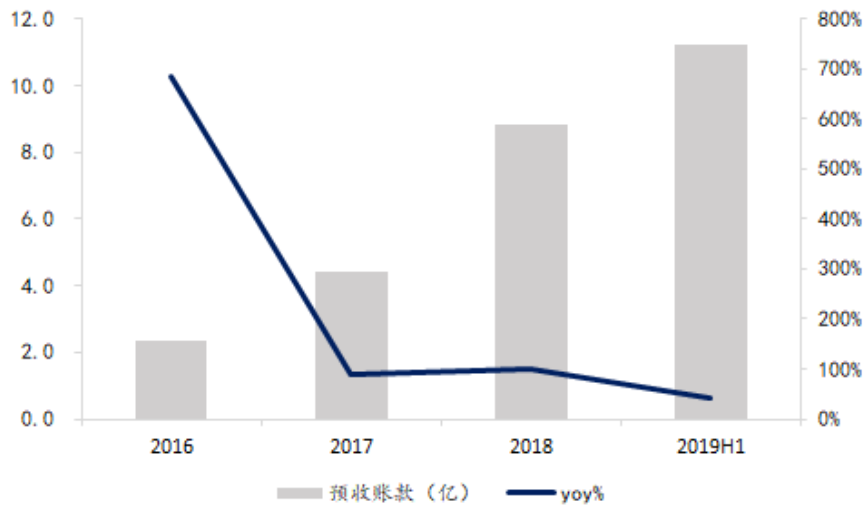
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：销售规模扩张下存货大增



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：H1 末公司的预收账款为 11.2 亿元，环比 Q1 末增加 2 亿，同比+41%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 提前布局 HIT 技术路线，看好后续验证通过后订单落地

公司作为丝网印刷设备龙头，显著受益于 18-19 年的 PERC 扩产高峰，目前在手订单充裕；按照 H1 末预收账款 11.2 亿来推算，预计在手订单在 30 亿元以上，能够支撑短期业绩增长。现提前布局 HIT 技术路线，立足于丝网印刷设备开始向前道电池片设备延伸，并能够提供性价比最高的整线方案，设备自制率达 65% 以上。

目前公司为通威合肥线提供方案，CVD 设备尚处于试用阶段。在 HIT 电池生产的各个环节中，CVD 占 50%，PVD 占 25%，印刷占 12.5%，清洗和自动化占剩下来的 12.5%，清洗和 PVD 设备公司分别选购日本和德国的设备，印刷使用迈为自己的设备，之后公司只需验证 CVD 设备的稳定性和效率，即可在 HIT 整线领域有所突破（通威合肥 HIT 示范项目）。根据最新的产业链调研，目前迈为的设备尚处于试用阶段，项目承诺转换效率将达到 24%，我们看好其验证通过后订单的落地。

从 PERC 到 HIT，公司能够供应的设备价值量大幅提升。在 PERC 产线上，每 GW 的投资额中迈为能够提供的设备价值量在 8000-9000 万左右；而在 HIT 产线上，如果按迈为目前提供的方案计算，单 GW 整线投资为 6 亿左右，迈为提供的 PECVD 和丝网印刷设备合计价值量能达到 3.5-4 亿，是原先 PERC 产线的 4-5 倍，即未来 HIT 的扩产将给公司带来非常大的业绩弹性。

5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019 年、2020 年的净利润分别是 2.6 和 4.2 亿元，对应 PE 为 31 倍和 19 倍，维持“买入”评级。给予 2019 年目标 PE 35 倍，对应目标价 175 元。

6. 风险提示：

行业受政策波动风险；市场竞争风险；设备企业外延拓展不及预期。

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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2613	3619	5222	7587	营业收入	788	1496	2379	3649
现金	864	534	821	1583	减:营业成本	476	1009	1571	2357
应收账款	307	574	913	1399	营业税金及附加	5	13	24	36
存货	1282	2212	3013	3875	营业费用	54	75	119	182
其他流动资产	160	299	476	730	管理费用	41	113	191	329
非流动资产	105	302	485	718	财务费用	-3	-10	-12	-22
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	81	279	462	695	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	其他收益	-16	1	1	1
无形资产	16	16	15	15	营业利润	199	297	486	766
其他非流动资产	8	8	8	8	加:营业外净收支	5	10	10	10
资产总计	2718	3922	5708	8305	利润总额	204	307	496	776
流动负债	1567	2536	3942	5946	减:所得税费用	34	46	74	116
短期借款	126	50	50	50	少数股东损益	-0	0	0	0
应付账款	526	1051	1636	2454	归属母公司净利润	171	261	422	660
其他流动负债	915	1435	2257	3442	EBIT	212	286	475	744
非流动负债	10	10	10	10	EBITDA	215	297	502	791
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	10	10	10	10	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	1577	2546	3952	5955	每股收益(元)	3.3	5.0	8.1	12.7
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	21.9	26.5	33.8	45.2
归属母公司股东权益	1141	1376	1756	2350	发行在外股份(百万股)	52.0	52.0	52.0	52.0
负债和股东权益	2718	3922	5708	8305	ROIC(%)	21%	21%	37%	60%
					ROE(%)	15%	19%	24%	28%
					毛利率(%)	40%	33%	34%	35%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	22%	17%	18%	18%
经营活动现金流	0	-26	539	1107	资产负债率(%)	58%	65%	69%	72%
投资活动现金流	-41	-201	-210	-279	收入增长率(%)	66%	90%	59%	53%
筹资活动现金流	697	-102	-42	-66	净利润增长率(%)	31%	53%	62%	56%
现金净增加额	661	-329	286	762	P/E	46.6	30.5	18.9	12.1
折旧和摊销	3	11	27	46	P/B	7.0	5.8	4.5	3.4
资本开支	-51	-201	-210	-279	EV/EBITDA	44.4	35.4	23.7	17.6
营运资本变动	-132	-297	90	401					
企业自由现金流	30	-244	310	801					

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>

