

公司研究/调研报告

2019年11月17日

机械设备/专用设备 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 130.92  
合理价格区间(元): 149.34~163.56

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

**黄波** 执业证书编号: S0570519090003  
研究员 0755-82493570  
huangbo@htsc.com

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

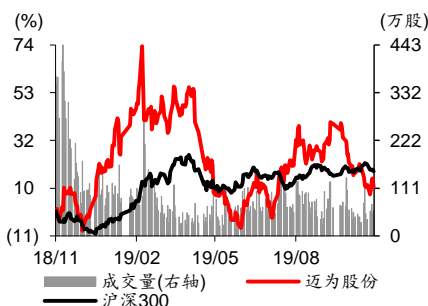
**关东奇** 执业证书编号: S0570519040003  
研究员 021-28972081  
guandongqilai@htsc.com

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

相关研究

- 1 《迈为股份(300751 SZ,增持): 业绩符合预期, 毛利率或探底回升》2019.10
- 2 《迈为股份(300751 SZ,增持): 19H1 业绩符合预期, 订单超预期》2019.08
- 3 《迈为股份(300751,增持): 19H1 预增23~40%, 丝印设备大幅增长》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	52.00
流通 A 股 (百万股)	28.92
52 周内股价区间 (元)	108.45-206.09
总市值 (百万元)	6,808
总资产 (百万元)	3,590
每股净资产 (元)	24.78

资料来源: 公司公告

## 盈利能力触底, 关注技术迭代

### 迈为股份(300751)

#### 盈利能力触底, 有望抢占技术迭代先机, 建议持续关注

我们近期调研了迈为股份, 主要观点包括: 1) 异质结设备布局稳步推进, 建议关注验证结果与产业链配合度; 2) 19Q4 毛利率有望企稳, 公司市占率稳固, 具有较强的定价权; 3) 从预收款与存货判断在手订单充足, 从验收订单规模判断交付节奏符合预期。公司在手订单提供短期业绩增长动力, 电池技术迭代提供长期成长性。近期需关注大小非解禁与减持对股价与流动性的影响, 截至 11 月 15 日合计解禁 1,592 万股, 占总股本的 30.61%, 其中苏州金茂拟减持不超过 312 万股, 占总股本的 6%。预计 19-21 年 EPS 为 4.93/7.11/8.93 元, PE 为 26.5/18.4/14.7 倍, 维持增持评级。

#### 异质结设备布局稳步推进, 建议关注验证结果与产业链配合度

异质结电池具备适合薄片化、银浆用料低、效率空间大的优势。国际上 REC 与梅耶博格合作于 19 年 6 月率先实现异质结电池量产, 设计产能达到 600MW; 国内通威、钧石、东方日升、汉能已开始布局。在异质结设备成本逐渐降低、技术路线趋于明朗之后, 技术迭代有望带来新的设备增量。公司立足于后道的丝网印刷设备, 积极向前道设备布局, 但新型设备的落地和量产, 仍需等待客户的验证结果以及产业链的推进进度。

#### 毛利率有望企稳, 市占率稳固, 新订单价格稳定

19 年 1-9 月毛利率为 31.8%/-9.1 pct, 19Q3 单季毛利率再次下探至 31.0%, 主要受到产品结构的影响。我们预计, 公司 19Q4 的毛利率有望企稳, 从验收节奏来看, 18 年的低毛利订单逐步消化, 影响减弱。公司的丝网印刷设备在国内增量市场的份额稳固, 具备较强的定价权。19 年新增订单价格趋于稳定, 叠加采购规模上升带来平均成本的下降, 中长期盈利水平有望回升至合理水平。

#### 在手订单充足, 订单交付节奏符合预期

根据公司的结算模式和会计政策, 预收款项包含订单签订后的客户预付款与发货款, 存货的发出商品包含所有发至客户现场等待验收的设备。截至 19 年 9 月末, 公司预收款项/存货分别为 11.6 亿元/20.2 亿元, 相比年初分别增长 32%/57%, 表明公司新增订单及在手订单较年初大幅上升。得益于公司新厂投产, 人员和场地瓶颈逐渐消除, 19 年 1-9 月已验收订单规模约为 18 年末待验收订单的 60%~70%, 在手订单仍按照正常节奏交付。

#### 维持盈利预测及“增持”评级

预计公司 19-21 年归母净利润为 2.57/3.70/4.65 亿元, 对应 EPS 为 4.93/7.11/8.93 元, PE 为 26.5/18.4/14.7 倍。公司市占率稳固, 新订单价格稳定, 毛利率有望见底回升。在手订单充足, 中长期成长性来源于电池技术迭代带来的新型设备需求。可比公司 20 年 PE 均值为 21 倍, 公司有望抢占技术迭代先机, 给予公司 20 年 PE 估值 21~23 倍, 对应目标价 149.34~163.56 元。维持“增持”评级。

风险提示: 大小非股东减持对股价的影响; 光伏行业景气度大幅下滑; 设备市场竞争加剧; 异质结设备开拓的最终成果仍具有不确定性。

#### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	475.92	787.86	1,395	1,952	2,333
+/-%	37.83	65.55	77.06	39.95	19.49
归属母公司净利润 (百万元)	130.90	170.93	256.61	369.78	464.59
+/-%	22.30	30.58	50.13	44.10	25.64
EPS (元, 最新摊薄)	2.52	3.29	4.93	7.11	8.93
PE (倍)	52.01	39.83	26.53	18.41	14.65

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**可比公司估值**

图表1: 可比公司估值 (数据日期: 2019/11/15)

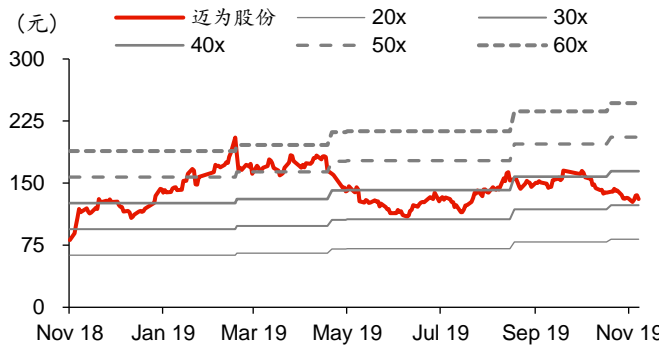
名称	代码	市值 (亿元)	PE (x)					PB (x)				
			2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E
晶盛机电	300316	188.95	48.87	32.46	28.03	20.14	16.25	5.29	4.66	4.10	3.50	2.96
捷佳伟创	300724	99.23	39.06	32.41	23.15	17.31	13.77	10.63	4.45	3.67	3.06	2.54
帝尔激光	300776	85.57	127.48	50.96	30.00	22.33	17.41	56.37	26.77	9.28	6.92	5.20
先导智能	300450	302.29	56.24	40.72	30.68	22.80	17.88	10.86	8.78	7.05	5.59	4.43
平均数		169.01	67.91	39.14	27.97	20.65	16.33	20.79	11.16	6.02	4.77	3.78
中位数		144.09	52.55	36.59	29.02	21.24	16.83	10.75	6.72	5.57	4.55	3.70
<b>迈为股份</b>	<b>300751</b>	<b>68.08</b>	<b>52.01</b>	<b>39.83</b>	<b>26.53</b>	<b>18.41</b>	<b>14.65</b>	<b>21.92</b>	<b>5.97</b>	<b>5.00</b>	<b>4.06</b>	<b>3.30</b>

注: 可比公司估值基于 wind 一致预期

资料来源: Wind、华泰证券研究所

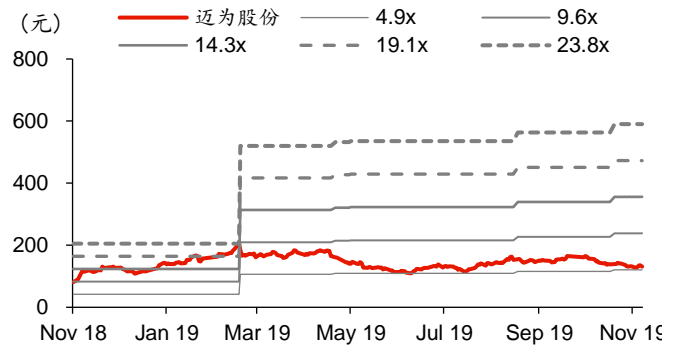
**PE/PB - Bands**

图表2: 迈为股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 迈为股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**风险提示**

**大小非股东减持对股价的影响。**截至 2019 年 11 月 11 日, 迈为股份首发限售解禁的股东包括苏州金茂 (13.37%)、吴江东运 (8.61%)、浩视仪器 (6.49%)、吴江创迅 (1.07%)、吴江创投 (1.07%), 合计持股比例达到 30.61%。公司 11 月 12 日公告显示, 股东苏州金茂计划减持不超过 312 万股, 占总股本的 6%。大小非解禁比例较高, 后续减持或对公司股价及流动性造成较大影响。

**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, 可能会推迟贷款的支付, 使得公司无法按照合同约定在正常期限内回收货款。

**设备市场竞争加剧。**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。

**异质结设备开拓的最终成果仍具有不确定性。**公司新开发的异质结电池生产设备仍需等待客户验证, 验证结果存在不确定性。同时光伏产业链对异质结电池的技术路线和大规模布局时点也存在不确定性。两大因素都将影响公司新产品开拓的最终成果。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,067	2,613	3,479	4,153	4,574
现金	183.16	863.53	673.24	618.16	830.54
应收账款	68.71	140.11	139.50	292.83	349.91
其他应收账款	2.31	4.36	13.95	19.52	23.33
预付账款	12.96	17.31	47.08	63.45	74.65
存货	578.89	1,282	2,266	2,666	2,746
其他流动资产	220.76	305.40	339.50	492.83	549.91
非流动资产	54.75	105.14	351.72	451.02	449.56
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	13.86	16.69	218.31	322.22	325.36
无形资产	15.09	16.30	35.46	31.26	27.05
其他非流动资产	25.80	72.15	97.94	97.54	97.14
资产总计	1,122	2,718	3,831	4,604	5,024
流动负债	799.61	1,567	2,461	2,918	2,951
短期借款	88.00	126.19	130.00	135.00	140.00
应付账款	255.20	373.28	1,036	1,269	1,194
其他流动负债	456.41	1,068	1,295	1,514	1,617
非流动负债	11.99	9.75	8.65	8.44	8.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	11.99	9.75	8.65	8.44	8.28
负债合计	811.61	1,577	2,469	2,926	2,960
少数股东权益	(0.59)	0.09	0.09	0.09	0.09
股本	39.00	52.00	52.00	52.00	52.00
资本公积	63.90	710.61	710.61	710.61	710.61
留存公积	207.63	378.56	598.77	914.66	1,302
归属母公司股东权益	310.53	1,141	1,361	1,677	2,064
负债和股东权益	1,122	2,718	3,831	4,604	5,024

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	27.50	0.50	50.51	98.97	290.72
净利润	129.68	170.43	256.61	369.78	464.59
折旧摊销	2.97	4.07	9.50	22.30	26.47
财务费用	19.02	(3.43)	(22.24)	(16.83)	(19.72)
投资损失	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(116.72)	(160.75)	(153.67)	(276.06)	(180.46)
其他经营现金	(7.46)	(9.82)	(39.69)	(0.21)	(0.16)
投资活动现金	(14.99)	(40.83)	(230.28)	(122.00)	(25.40)
资本支出	15.00	40.83	209.88	121.60	25.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.01	0.00	(20.40)	(0.40)	(0.40)
筹资活动现金	14.47	697.43	(10.52)	(32.05)	(52.94)
短期借款	43.18	38.19	3.81	5.00	5.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	13.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	646.71	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(28.71)	(0.47)	(14.33)	(37.05)	(57.94)
现金净增加额	9.63	661.14	(190.29)	(55.08)	212.39

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	475.92	787.86	1,395	1,952	2,333
营业成本	243.54	476.27	941.60	1,269	1,493
营业税金及附加	2.91	5.24	9.76	13.67	16.33
营业费用	33.18	54.29	87.56	112.54	130.35
管理费用	27.05	40.39	55.87	94.16	105.04
财务费用	19.02	(3.43)	(22.24)	(16.83)	(19.72)
资产减值损失	(0.89)	6.75	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	150.49	198.67	272.66	402.12	511.14
营业外收入	3.21	5.42	20.00	20.00	20.00
营业外支出	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	153.71	204.08	292.66	422.12	531.14
所得税	24.03	33.65	36.05	52.34	66.55
净利润	129.68	170.43	256.61	369.78	464.59
少数股东损益	(1.21)	(0.49)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	130.90	170.93	256.61	369.78	464.59
EBITDA	172.48	199.30	259.92	407.58	517.89
EPS (亿元, 基本)	3.36	3.29	4.93	7.11	8.93

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	37.83	65.55	77.06	39.95	19.49
营业利润	48.58	32.01	37.25	47.48	27.11
归属母公司净利	22.30	30.58	50.13	44.10	25.64
获利能力 (%)					
毛利率	48.83	39.55	32.50	35.00	36.00
净利率	27.50	21.70	18.40	18.94	19.92
ROE	42.15	14.98	18.85	22.05	22.51
ROIC	65.39	40.33	27.70	28.90	31.91
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.37	58.01	64.46	63.57	58.91
净负债比率 (%)	10.84	8.00	5.26	4.61	4.73
流动比率	1.33	1.67	1.41	1.42	1.55
速动比率	0.61	0.85	0.49	0.51	0.62
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.41	0.43	0.46	0.48
应收账款周转率	5.72	7.10	9.53	9.03	7.26
应付账款周转率	1.41	1.52	1.34	1.10	1.21
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.52	3.29	4.93	7.11	8.93
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.53	0.01	0.97	1.90	5.59
每股净资产 (最新摊薄)	5.97	21.95	26.18	32.26	39.70
估值比率					
PE (倍)	52.01	39.83	26.53	18.41	14.65
PB (倍)	21.92	5.97	5.00	4.06	3.30
EV_EBITDA (倍)	35.19	30.46	23.35	14.89	11.72

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