

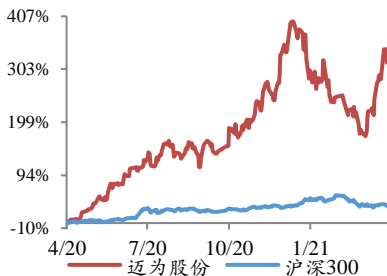
## 丝印设备优势稳固，HJT 整线中试破疑

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-11

收盘价 (元)	585.40
近 12 个月最高/最低 (元)	700.10/140.72
总股本 (百万股)	57
流通股本 (百万股)	29
流通股比例 (%)	50.90
总市值 (亿元)	335
流通市值 (亿元)	171

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

分析师：范云浩

执业证书号：S0010520070002

邮箱：fanyh@hazq.com

### 相关报告

1.首次覆盖深度报告：迈步向前沿，为首新时代 2021-03-07

### 主要观点：

● **事件：**4月10日，公司发布2020年年报，全年实现营业收入22.85亿元，同比增长58.96%；归母净利润3.94亿元，同比增长59.34%，经营活动净现金流3.74亿元，同比增加545.57%；单看Q4，公司收入6.71亿元，同比增长61.35%，归母净利润1.20亿元，同比增长87.65%，经营活动净现金流4.63亿元。

● **核心观点：**下游电池片积极扩产带动设备端需求，公司收入业绩符合预期。拳头产品丝网印刷设备稳中有进，光伏激光、面板切割、晶圆切割等产品进展顺利，优化公司营收结构，经营稳定性提升。迈为股份在HJT爆发前夕选择押注未来，华晟、通威HJT近期公布中试结果超市场预期，电池片技术发展方向进一步显现，大幅提振市场信心。维持“买入”评级。

### ● 下游电池片积极扩产带动设备端需求，20年公司收入实现高增长

CPIA数据显示，2020年我国电池片产量约为134.8GW，同比增长22.2%，带动设备端需求良好，公司实现营收高增长。与此同时，公司凭借底层技术的延伸性不断扩充产品线品类，优化公司营收结构，增加公司经营稳定性。分业务来看：

**丝网印刷成套设备：**收入15.34亿元，同比增长29.84%，占总营收比重67.13%，仍为公司拳头业务。收入占比出现下滑（2019年为82.2%），主要系①公司重视客户质量与回款确定性，在行业扩张期理性筛选客户并未采取激进销售政策；②光伏激光等单机设备快速放量，带来丝网成套设备营收占比被动下滑。

**单机设备：**收入6.18亿元，同比增长224.59%，占总营收比重27.05%，收入大幅增长，占比提升，主要由光伏激光设备销售增长带动。此外，公司首台OLED面板激光设备已正式验收，OLED面板领域取得关键性突破。未来随着公司依托丝印、激光、真空三大技术平台在光伏、面板、半导体全方位布局，尤其是HJT技术带来光伏电池片制造颠覆性变革机遇下，公司有望成为具备高效太阳能电池整线整合能力的平台型设备供应商，营收结构进一步优化，实现跨越式发展。

### ● 毛、净利率止跌企稳，盈利能力表现稳定，现金流亮眼

2020年，公司毛利率34.02%，同比+0.2pct，呈现企稳态势。其中成套设备在单价下滑的基础上，实现毛利31.57%，与19年相比提升0.34pct，主要系公司规模效应显现，IPO募投项目“年产双、单丝印线各50条”的生产厂房已基本建设完毕，并分阶段投入使用。单机设备毛利率33.63%，比19年下滑9.24pct，主要系单机产品结构发生显著变化，毛利较低的光伏激光设备较其他（单独销售的丝印机、自动化设备等）

设备增速高。配件及其他业务毛利 64.16%，因仅占公司总营收 5.82%，对整体毛利变化不构成重大影响。

**公司实现净利率 16.93%，同比-0.03pct，与 2019 年基本持平，公司实现业绩与营收同步增长。**公司期间费用率分别 17.25%，同比-0.2pct，费用控制较为稳定，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 5.0%/4.4%/7.3%/0.6%，分别同比-1.85/-0.48/+0.70/+1.43pct，研发、财务费率提升主要系公司加大研发投入（研发人数提高、HJT 研发投入增加）和汇兑损失导致，整体盈利能力表现稳定。

**经营性现金流大幅好转，实现全年净额 3.74 亿元，同比增加 545.57%，接近归母净利润 (3.94 亿元)**，主要由于：①公司筛选优质客户，回款能力加强，验收周期缩短，营运资本周转率由 2019 年 1.35 提升至 2020 年 1.83，应收票据托收同比大幅增加；②公司收到 6259 万政府补助，同比增长 317%。

**在手订单充裕，确保公司稳健发展势头。**2020 年末，公司合同负债 15.98 亿，同比增长 13.26%，连续四个季度合同负债规模在 16 亿元左右，假设预付款占总合同金额 50%，预计公司目前在手订单总额超过 30 亿元，后续发展动力充足。

#### ● HJT 中试结果顺利，商业化条件逐步成熟提振市场信心

**华晟首条低成本量产线试产效率爬坡超预期。**3 月 29 日，华晟官网公布其 HJT500MW 量产线首周试运行结果，实现平均效率 23.8%，最高效率 24.39%。该量产线自 2020 年 11 月开工建设，2020 年 3 月投产，预计 6 月达产，并有望于下半年启动新一期 2GW 级扩产计划。华晟导入银包铜浆料，同 PERC 单位银耗差距由 100% 缩小至 20%，极大压缩 HJT 成本，验证 HJT 降本路径明确可行。

**通威合肥中试线平均效率已达 24.3%。**3 月 31 日，清华大学社科学院能源转型与社会发展研究中心考察通威合肥 HJT200MW 中试线，过去 30 周，从 23.3% 提升至 24.4%，目前平均效率为 24.3%，到今年年底，计划达到 25%。HJT 转换效率明确超越 PERC 电池瓶颈 24%，技术方向进一步明确。

#### ● 投资建议

分情景讨论 HJT 未来渗透率情况，中性预期下，我们预测 2023 年，HJT 电池渗透率达 30%，对应 HJT 设备新增规模 124 亿元，综合考虑 PERC 技术延伸及硅片大尺寸化及自动化升级带来的价值增量，测算公司 2021-2023 年收入分别为 38.5/52.4/64.8 亿元，归母净利润分别为 6.31/8.91/10.96 亿元，对应 PE 为 53/38/31，高增长确定性强，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

下游新增装机不及预期，异质结扩产不及预期，设备行业竞争加剧。

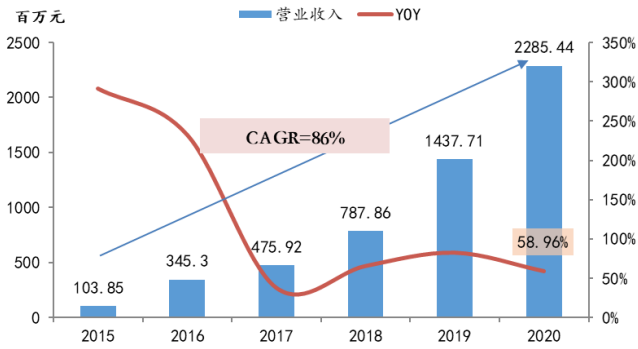
**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2285	3853	5245	6476
收入同比 (%)	59.0%	68.6%	36.1%	23.5%
归属母公司净利润	394	631	891	1096
净利润同比 (%)	59.3%	60.0%	41.2%	22.9%
毛利率 (%)	34.0%	35.8%	35.7%	37.0%
ROE (%)	22.6%	20.9%	22.6%	21.6%
每股收益 (元)	6.89	11.03	15.57	19.14
P/E	98.26	53.09	37.61	30.59
P/B	22.19	11.10	8.51	6.62
EV/EBITDA	85.66	48.11	34.33	25.02

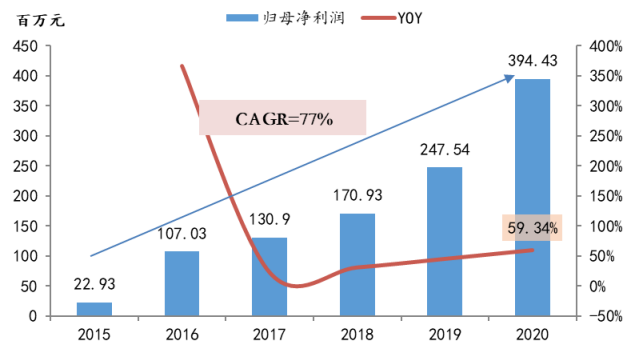
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 1 公司 2020 年营收增速 58.96%



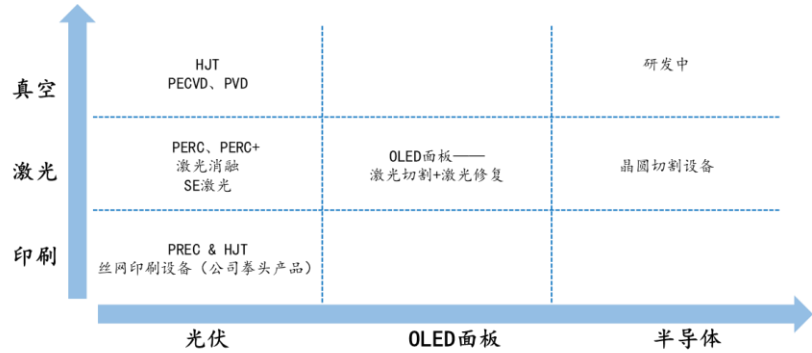
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 公司 2020 年归母净利润增速 59.34%



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 迈为股份立体化产品战略布局



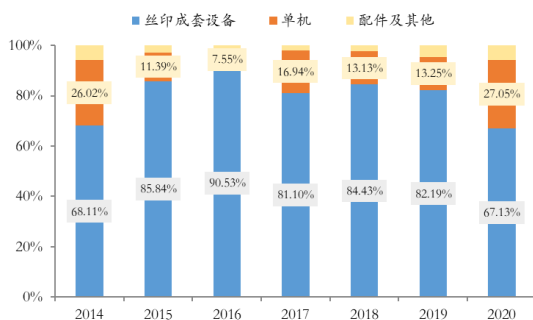
资料来源: 招股说明书, 公司年报, 华安证券研究所

图表 4 产品量价

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
成套设备销量 (条)	17	56	70	117	198	269
单线销量	17	32	20	5	2	3
双线销量		12	25	56	98	133
成套设备单价 (万元/条)	524.3	558.2	551.4	568.6	596.8	570.3
单线单价	524.33	588.39	550.41	611.47	537.61	510.25
双线单价		1,035.89	1,103.62	1,133.26	1,194.76	1,141.99

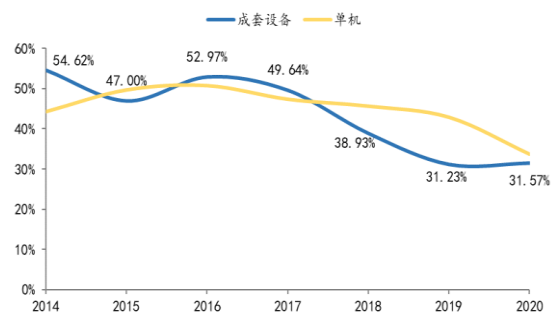
资料来源: 招股说明书, 公司年报, 华安证券研究所

图表 5 迈为股份产品结构变迁



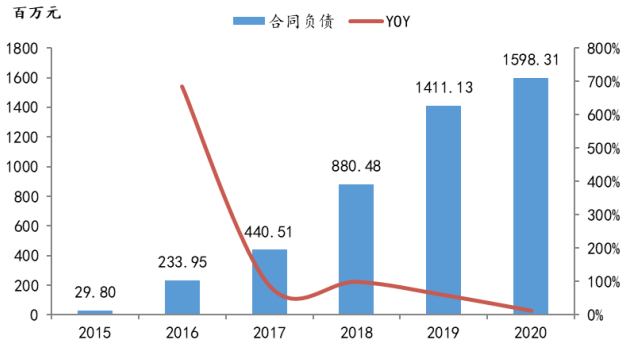
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 迈为分产品毛利率情况



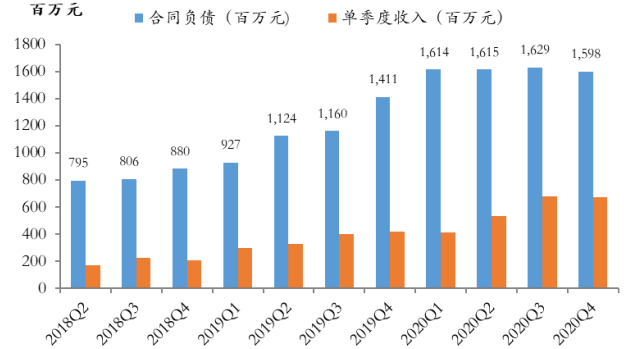
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 公司 2020 年合同负债 15.98 亿元



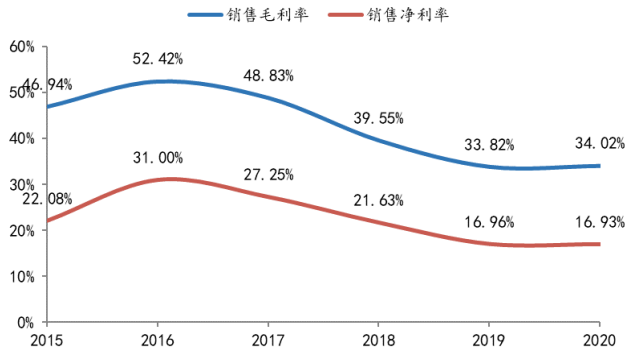
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 公司分季度合同负债对比单季度收入



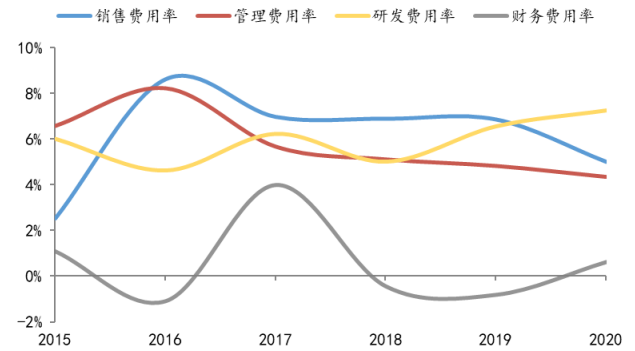
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 公司整体毛、净利率企稳



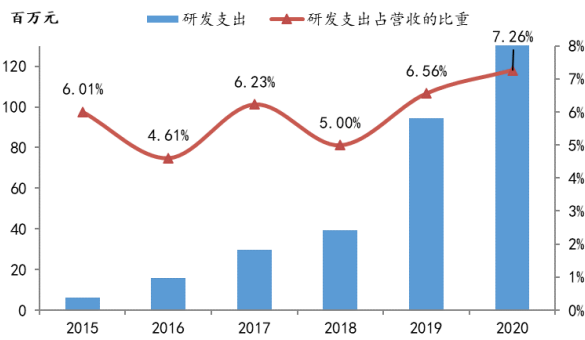
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 10 公司期间费用率情况



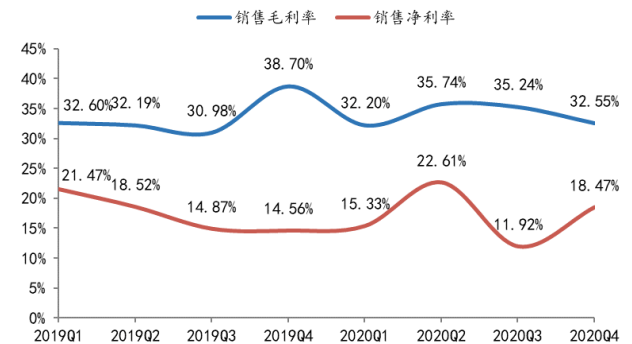
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 11 公司加大研发投入



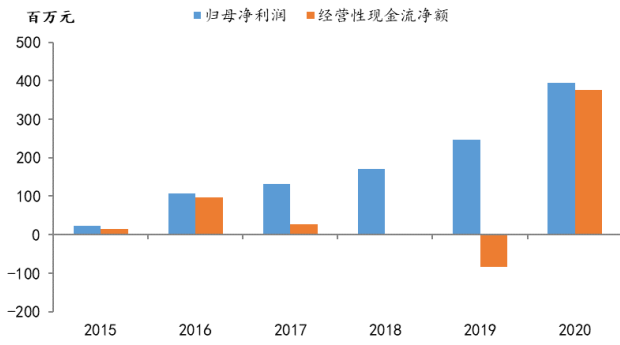
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 12 公司分季度毛、净利率情况



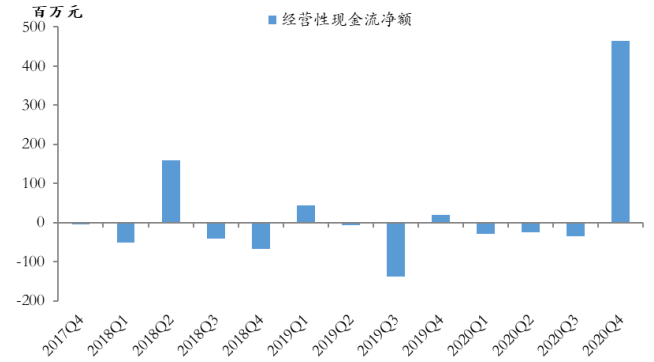
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 经营性净现金流大幅好转，逼近归母净利润



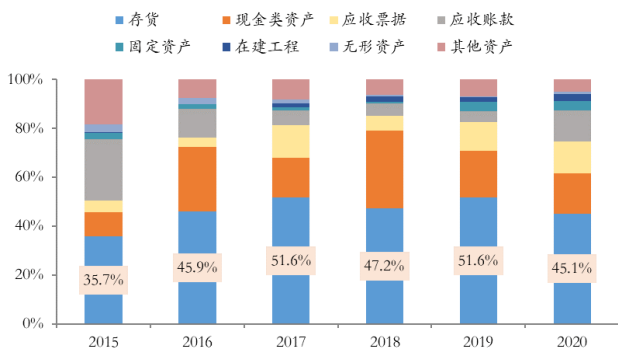
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 14 公司单季度经营性净现金流



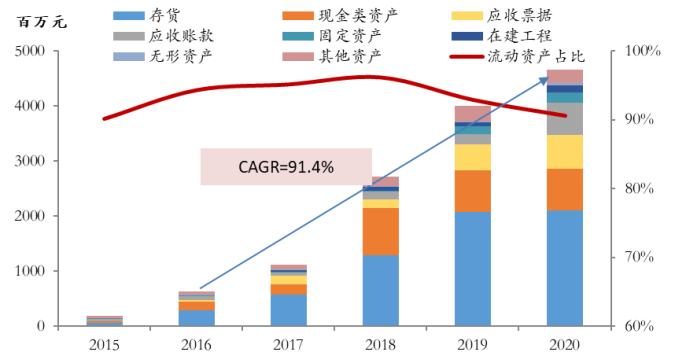
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 15 公司资产结构，营运资产占比高



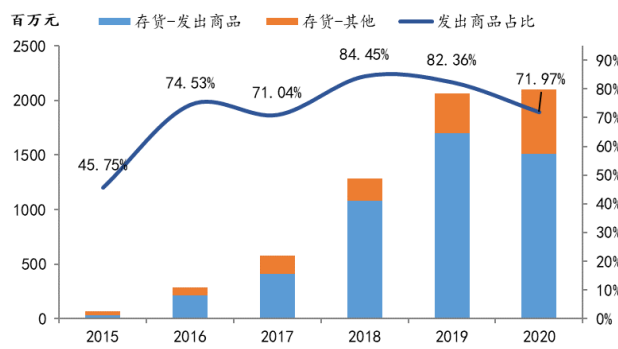
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 公司总资产快速增长



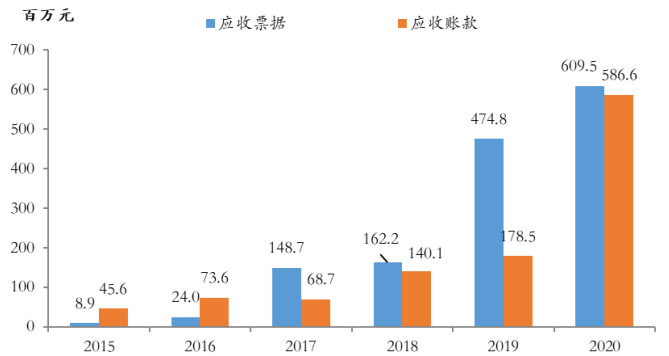
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 17 2020 年存货-发出商品占比下降



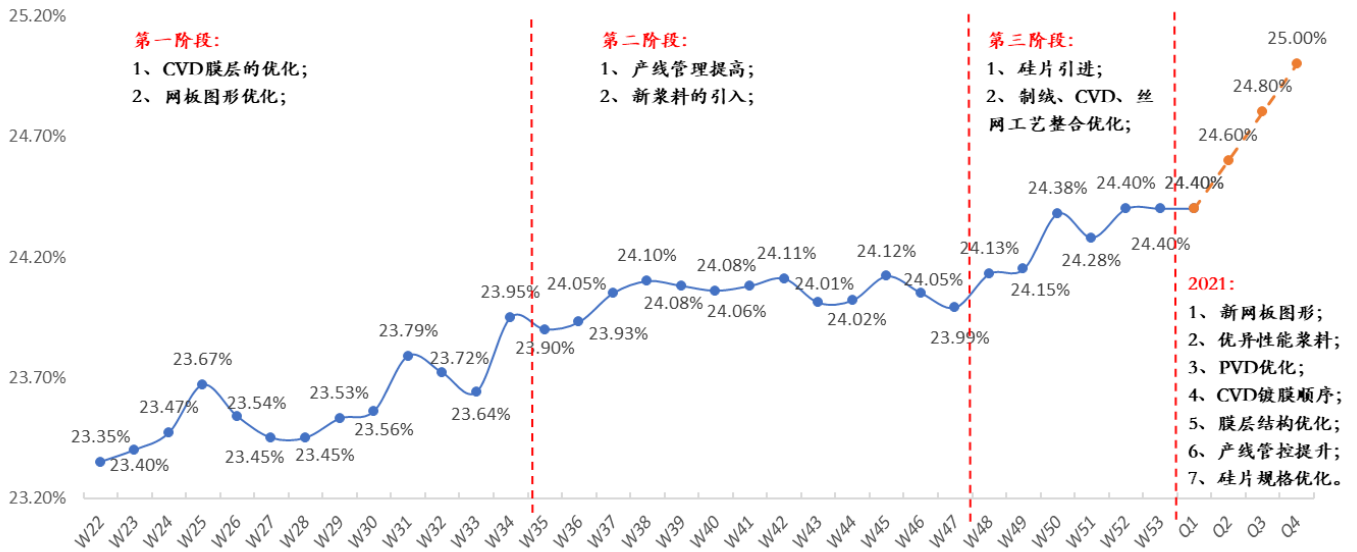
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 18 公司应收票据和应收账款情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 19 通威合肥 HJT 中试线转化效率及提效优化方案



资料来源：清华大学社科学院能源转型与社会发展研究中心，通威，华安证券研究所

图表 20 通威合肥 HJT 中试线产品良率



资料来源：清华大学社科学院能源转型与社会发展研究中心，通威，华安证券研究所

### 风险提示:

下游新增装机不及预期，异质结扩产不及预期，设备行业竞争加剧。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4212	7967	11999	15493	<b>营业收入</b>	2285	3853	5245	6476
现金	763	1886	2985	3694	营业成本	1508	2472	3373	4081
应收账款	587	1056	1581	2129	营业税金及附加	13	25	35	43
其他应收款	15	36	50	58	销售费用	114	250	336	408
预付账款	64	79	109	138	管理费用	100	170	226	266
存货	2097	3726	5545	7268	财务费用	14	-5	-39	-64
其他流动资产	686	1185	1729	2206	资产减值损失	-14	-35	-45	-55
<b>非流动资产</b>	440	491	544	600	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	186	232	281	331	<b>营业利润</b>	389	717	1007	1237
无形资产	39	40	40	40	营业外收入	64	0	0	0
其他非流动资产	210	215	220	225	营业外支出	2	0	0	0
<b>资产总计</b>	4652	8458	12543	16093	<b>利润总额</b>	451	717	1007	1237
<b>流动负债</b>	2794	5351	8553	11022	所得税	64	110	152	186
短期借款	65	0	0	0	<b>净利润</b>	387	607	855	1051
应付账款	723	881	1571	2460	少数股东损益	-8	-24	-36	-44
其他流动负债	2006	4470	6982	8562	<b>归属母公司净利润</b>	394	631	891	1096
<b>非流动负债</b>	122	122	122	122	EBITDA	405	659	891	1195
长期借款	91	91	91	91	EPS (元)	6.89	11.03	15.57	19.14
其他非流动负债	31	31	31	31					
<b>负债合计</b>	2917	5473	8675	11144					
少数股东权益	-11	-35	-71	-115					
股本	52	57	57	57					
资本公积	768	1378	1378	1378					
留存收益	927	1585	2504	3629					
归属母公司股东权益	1746	3020	3939	5064					
<b>负债和股东权益</b>	4652	8458	12543	16093					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	375	612	1138	749	<b>成长能力</b>				
净利润	394	631	891	1096	营业收入	59.0%	68.6%	36.1%	23.5%
折旧摊销	20	9	9	9	营业利润	40.6%	84.2%	40.6%	22.8%
财务费用	26	6	5	5	归属于母公司净利	59.3%	60.0%	41.2%	22.9%
投资损失	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-83	-46	224	-371	毛利率 (%)	34.0%	35.8%	35.7%	37.0%
其他经营现金流	496	687	676	1478	净利率 (%)	17.3%	16.4%	17.0%	16.9%
<b>投资活动现金流</b>	-158	-33	-34	-35	ROE (%)	22.6%	20.9%	22.6%	21.6%
资本支出	-153	-33	-34	-35	ROIC (%)	17.4%	17.8%	18.9%	20.0%
长期投资	-5	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率 (%)	62.7%	64.7%	69.2%	69.2%
<b>筹资活动现金流</b>	-84	544	-5	-5	净负债比率 (%)	168.1%	183.4%	224.3%	225.2%
短期借款	-132	-65	0	0	流动比率	1.51	1.49	1.40	1.41
长期借款	91	0	0	0	速动比率	0.73	0.78	0.74	0.73
普通股增加	0	5	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	51	610	0	0	总资产周转率	0.49	0.46	0.42	0.40
其他筹资现金流	-93	-6	-5	-5	应收账款周转率	3.90	3.65	3.32	3.04
<b>现金净增加额</b>	116	1123	1099	709	应付账款周转率	2.09	2.81	2.15	1.66

每股指标 (元)				
每股收益	6.89	11.03	15.57	19.14
每股经营现金流薄)	6.55	10.68	19.88	13.08
每股净资产	30.50	52.76	68.81	88.46

估值比率				
P/E	98.26	53.09	37.61	30.59
P/B	22.19	11.10	8.51	6.62
EV/EBITDA	85.66	48.11	34.33	25.02

资料来源:公司公告, 华安证券研究所



## 分析师与研究助理简介

**分析师：**郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

**分析师：**范云浩：北京大学计算机技术硕士，曾就职于方正证券研究所，重点覆盖半导体、光伏、缝纫设备等行业，擅长自上而下把握投资机会。2018年新财富最佳分析师第二名核心成员。执业证书编号：S0010520070002。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。