

迈为股份(300751)

业绩超预期; 期待光伏异质结设备再突破, 未来5年高成长

——迈为股份点评

公司点评

公司点评——机械设备行业——证券研究

证券研究报告

投资要点

- 2020年业绩同比增长59%，贴近业绩预告上限；在手订单充沛；期待HJT设备再突破
- 1) 2020年业绩大增：实现营收23亿，同比+59%，归母净利润3.9亿，同比+59%，贴近业绩预告上限；其中，Q4单季实现营收6.7亿元，同比+61%，归母净利润1.2亿元，同比+88%。
- 2) 盈利能力保持稳健：毛利率34%、净利率17%，与2019年基本持平。受益于成本端持续优化，丝网印刷成套设备在平均单价下滑4%的情况下，毛利率达32%，同比+0.3pct。
- 3) 研发投入大幅增加，加码HJT设备：20年研发费用达1.7亿元（占比营收7.3%），同比大幅增长77%，主要因对HJT设备研发投入大幅增加、研发人员增多（389人、同比+46%）所致。
- 4) 在手订单充沛，已取得HJT整线订单：截止2020年底，公司合同负债16亿元，假设以“3331”订单确认节奏，对应在手订单超50亿元。公司已取得HJT整线订单，截止2020年12月，公司HJT电池设备在手订单达5.9亿。
- 5) 近期，迈为HJT核心客户安徽华晟、通威合肥HJT项目在效率、良率端均有重大突破。

2021年为大尺寸设备更新迭代潮，叠加HJT的起量，预计2021年公司业绩将继续保持高增长。

异质结设备：未来5年行业复合增速超80%；公司异质结设备在手订单居国内第一

- 1) 行业市场空间：预计2025年HJT设备市场空间有望超400亿元，2020-2025年CAGR为80%。如净利率保持20%（80亿净利润），给予25倍PE，测算HJT设备行业合理总市值2000亿元！我们判断，行业龙头市占率有望超50%，未来有望超1000亿元市值。
- 2) 异质结行业何时爆发？目前HJT与PERC电池在单W成本端差距约2毛/W左右，基于异质结电池在全生命周期发电量上的优势，差距如缩小至1毛/W即可产生性价比。我们预计，随着N型硅片减薄、银浆耗量降低、设备降本、靶材降本等方式，将使得异质结全产业链共同降本，预计最快2021年底至2022年上半年达到性价比水平，行业将迎扩产潮。
- 3) 公司为光伏异质结（HJT）设备领先者，具“先发优势”+“整线供应能力”。已实现HJT整线设备供应能力（设备价值量覆盖从PERC领域的25%上升至HJT领域的95%），下游与通威、安徽华晟、阿特斯等客户合作顺利。目前HJT在手订单达5.9亿元，位居国内上市公司中第一名。如能保持龙头地位，未来成长空间大。

盈利预测：看好公司在光伏行业未来大发展中战略地位、未来5年的高成长性

预计2021-2025年公司新增在执行订单分别为60、71、104、143、227亿元，增速分别达91%、19%、47%、37%、59%。考虑到收入确认节奏，预计2021-2023年归母净利润为6.7/8.8/13.8亿元，同比增长70%/32%/56%，对应PE为50/38/24倍。维持“买入”评级。

风险提示：异质结电池推进速度不达预期；光伏需求不及预期；下游扩产不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2285	4171	5325	8115
(+/-)	59%	82%	28%	52%
净利润	394	671	883	1380
(+/-)	59%	70%	32%	56%
每股收益(元)	6.9	11.7	15.5	24.1
P/E	85	50	38	24
ROE(平均)	26%	28%	26%	30%
PB	17.5	11	8.5	6.3

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥585.40

单季度业绩	元/股
4Q/2020	2.38
3Q/2020	1.55
2Q/2020	2.30
1Q/2020	1.20

分析师：王华君
执业证书号：S1230520080005
wanghujun@stocke.com.cn

联系人：李思扬
lisiyang@stocke.com.cn



相关报告

- 1【迈为股份】深度：光伏异质结设备领军者，未来5年持续高增长-浙商机械 20210125
- 2【迈为股份】重要客户华晟HJT进展超预期！光伏异质结设备行业即将起飞-浙商机械 20210329
- 3【迈为股份】拟投设产业基金，战略布局产业链相关上下游-浙商机械 20210217
- 4【迈为股份】业绩符合预期，公司光伏异质结设备未来5年持续高成长-浙商机械 20210125

■ 附录 1: 重点推荐公司盈利预测及估值。

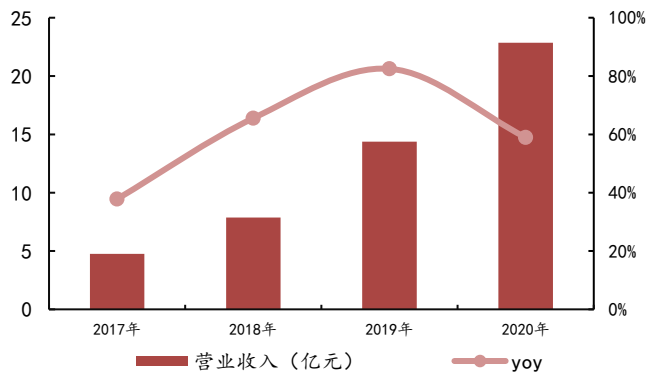
表 1: 重点推荐公司盈利预测及估值

公司	代码	2021/4/9		EPS/元				PE				2019	
		股价/元	总市值/亿元	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	PB	ROE
上机数控	603185	126.0	347	2.3	8.3	12.9	9.3	172	57	17	10	2.7	11
迈为股份	300751	585.4	335	4.8	6.9	11.7	15.5	123	85	50	38	5.7	20
捷佳伟创	300724	108.5	349	1.2	1.7	2.9	4.1	91	62	38	26	4.8	16
晶盛机电	300316	32.9	423	0.5	0.7	1.0	1.4	66	50	32	23	4.6	15
金辰股份	603396	31.0	33	0.6	0.8	1.4	2.1	55	40	22	15	2.5	7
平均值								101	59	32	22	4.1	14

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (迈为股份、金辰股份、晶盛机电 2020 年 EPS 年报已披露, 非预测值)

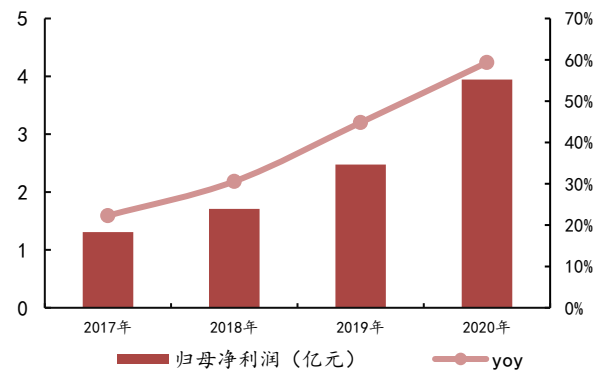
■ 附录 2: 2020 年业绩, 公司实现营收 23 亿, 同比增长 59%, 归母净利润 3.9 亿, 同比增长 59%。

图 1: 2020 年公司营收 23 亿, 同比增长 59%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

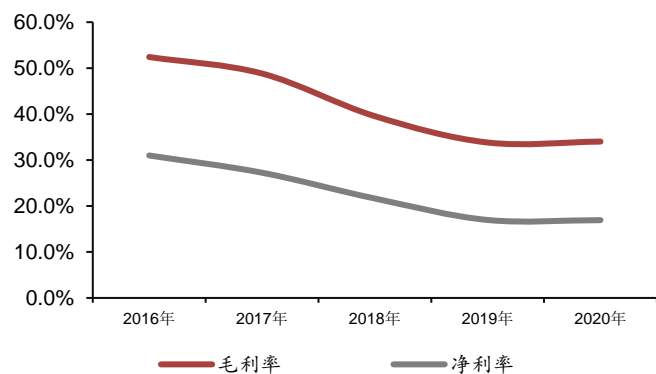
图 2: 2020 年归母净利润 3.9 亿, 同比增长 59%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

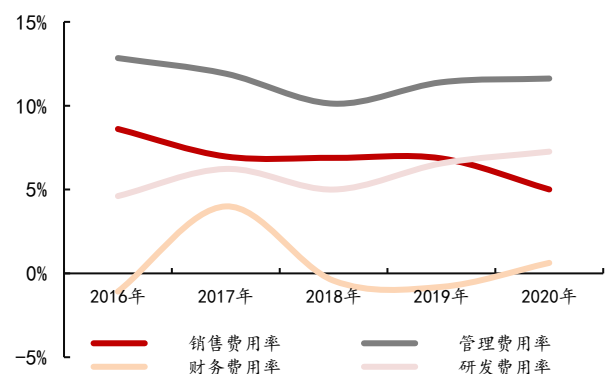
■ 附录 3: 2020 年, 公司毛利率 34%、净利率 17%, 与 2019 年基本持平, 三项费用率保持稳定。

图 3: 2020 年, 公司毛利率 34%、净利率 17%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 4: 三项费用率保持稳定, 研发费用占营收比达 7.3%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

- **附录 4:** 2020 年, 公司丝网印刷成套设备平均单价为 570 万元/条, 价格有所下滑。但受益于成本端持续优化, 丝网印刷成套设备在平均单价下滑 4% 的情况下, 毛利率达 32%, 同比增长 0.3pct。

表 2: 公司丝网印刷设备平均售价、销量情况, 单价有所下滑, 但受益于成本端优化, 盈利能力保持稳健

产品分类/项目	2020 年			2019 年		
	收入 (万元)	销量 (条)	平均单价 (万元 /条)	收入 (万元)	销量 (条)	平均单价 (万元 /条)
太阳能电池丝网印刷成套设备 (已换算成单线)	153,416	269	570	118162	198	597
其中: 单线	1,531	3	510	1075	2	538
双线	151,885	133	1142	117086	98	1195

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

- **附录 5:** 2020 年, 公司研发费用达 1.7 亿元, 同比大幅增长 77%, 占比营收 7.3%, 持续加码 HJT 设备的研发。公司研发人员数量大幅增加至 389 人, 同比增长 46%。

表 3: 2020 年, 公司研发投入同比增长 77%, 研发人员数量同比增长 46%,

	2020 年	2019 年	2018 年
研发人员数量 (人)	389	266	158
研发人员数量占比	27%	24%	24%
研发投入金额 (亿元)	1.7	0.9	0.4
研发投入占营业收入比例	7.3%	6.6%	5.0%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

- **附录 6: 通威合肥 HJT 电池数据超预期。**

- 1) 3 月 31 日, 清华大学考察团对通威合肥 200MW 异质结电池中试线进行考察。目前通威合肥批量生产的电池片以 24.3% 的转换效率为主。
- 2) 据通威股份光伏首席技术官邢国强博士 3 月 25 日在技术论坛上的演讲, 通威中试线良率已达 97.84%、最高达 98.44%, 与 PERC 已非常接近。且预计到 2021 年 Q4, 公司 HJT 转换效率有望提升至 25%。

图 5: 通威合肥 HJT 中试线良率达 98%



资料来源: 通威股份《太阳能电池技术与金属化工艺展望》, 浙商证券研究所

图 6: 通威合肥 HJT 中试线转换效率达 24.3%



资料来源: 通威股份《太阳能电池技术与金属化工艺展望》, 浙商证券研究所

- **附录 7:** 据华晟官网, 经过近 1 周调试、试产, HJT 平均量产效率达 23.8%、最高达 24.39%。下半年将再扩 2GW, 采用高精度串焊+银包铜浆料, 预计异质结电池将具性价比。

图 7: 安徽华晟首周 HJT 平均量产效率达 23.8%、最高达 24.39%



资料来源: 安徽华晟官网, 浙商证券研究所

- **附录 8:** 预计 2025 年 HJT 设备市场空间有望达 419 亿元, 2020-2025 年 CAGR 达 80%, 其中 PECVD 设备规模达 210 亿元, HJT 市场将迎来爆发式增长。

表 4: 2025 年 HJT 设备市场空间有望达 419 亿元

	项目	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
核心假设	全球电池片产量 (GW)	140	168	227	284	340	408	490
	yoy	23%	20%	35%	25%	20%	20%	20%
	产能利用率	66%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
	全球电池片产能 (GW)	211	224	302	378	454	544	653
	HJT 渗透率		3%	6%	13%	22%	35%	55%
	单 GW 设备投资额 (亿元)	5~10	5	4.3	3.8	3.3	2.9	2.5
测算结果	HJT 新增产能 (GW)		5	13	31	51	91	169
	HJT 产能合计 (GW)	1	6	18	49	100	191	359
	设备市场空间 (亿元)		23	55	117	167	259	419
	yoy			137%	115%	42%	56%	62%
	清洗制绒设备(亿元)		2	5	12	17	26	42
	PECVD 设备(亿元)		12	27	59	83	130	210
	TCO 制备设备(亿元)		6	14	29	42	65	105
丝网印刷设备(亿元)		3	8	18	25	39	63	

资料来源: 浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4212	9360	11373	16074
现金	763	1449	1980	2437
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1196	1893	2541	3934
其它应收款	15	38	55	71
预付账款	64	85	101	178
存货	2097	5756	6557	9336
其他	76	139	138	118
非流动资产	440	501	613	709
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	4	1	2	3
固定资产	186	263	352	418
无形资产	39	46	56	68
在建工程	131	134	135	142
其他	79	56	68	78
资产总计	4652	9861	11985	16784
流动负债	2794	6734	7973	11388
短期借款	65	129	131	108
应付款项	930	2511	2942	4130
预收账款	1598	3891	4639	6772
其他	202	203	262	378
非流动负债	122	107	109	113
长期借款	91	91	91	91
其他	31	16	18	22
负债合计	2917	6841	8082	11501
少数股东权益	(11)	(11)	(11)	(11)
归属母公司股东权益	1746	3031	3914	5294
负债和股东权益	4652	9861	11985	16784
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	375	117	650	587
净利润	387	671	883	1380
折旧摊销	20	18	25	31
财务费用	14	0	(4)	(10)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(166)	3063	559	1974
其它	120	(3636)	(813)	(2788)
投资活动现金流	(158)	(102)	(124)	(119)
资本支出	(97)	(95)	(110)	(101)
长期投资	(4)	3	(0)	(1)
其他	(56)	(11)	(14)	(18)
筹资活动现金流	(84)	672	6	(11)
短期借款	(132)	64	1	(22)
长期借款	91	0	0	0
其他	(42)	607	5	11
现金净增加额	134	686	531	457

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2285	4171	5325	8115
营业成本	1508	2761	3483	5227
营业税金及附加	13	26	33	49
营业费用	114	209	266	406
管理费用	100	182	232	354
研发费用	166	303	387	589
财务费用	14	0	(4)	(10)
资产减值损失	50	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(0)	(0)	(0)	(0)
其他经营收益	68	64	66	65
营业利润	389	754	994	1566
营业外收支	62	27	35	41
利润总额	451	781	1028	1607
所得税	64	110	145	227
净利润	387	671	883	1380
少数股东损益	(8)	0	0	0
归属母公司净利润	394	671	883	1380
EBITDA	468	794	1040	1617
EPS (最新摊薄)	6.9	11.7	15.5	24.1
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	59%	82%	28%	52%
营业利润	41%	94%	32%	58%
归属母公司净利润	59%	70%	32%	56%
获利能力				
毛利率	34%	34%	35%	36%
净利率	17%	16%	17%	17%
ROE	26%	28%	26%	30%
ROIC	20%	20%	21%	25%
偿债能力				
资产负债率	63%	69%	67%	69%
净负债比率	6%	3%	3%	2%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.8	0.5	0.6	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.6
应收帐款周转率	6.0	6.1	6.0	6.0
应付帐款周转率	2.4	2.3	1.9	2.2
每股指标(元)				
每股收益	6.9	11.7	15.5	24.1
每股经营现金	6.6	2.0	11.4	10.3
每股净资产	33.5	53.0	68.5	92.6
估值比率				
P/E	85	50	38	24
P/B	17.5	11.0	8.5	6.3
EV/EBITDA	74.1	40.6	30.5	19.3

资料来源: Wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>