

专用设备

公司积极布局 HJT，持续增长可期

2021 年 04 月 10 日

——迈为股份（300751）2020 年报点评

公司评级：增持（维持）

分析师：赵晓闯

执业证书：S1030511010004

电话：0755-23602217

邮箱：zhaoxc@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1. 迈为股份深度报告：丝网设备龙头，布局新技术持续提升竞争力 20200903
2. 迈为股份 2020 年三季度报点评：业绩持续增长，将率先享受 HJT 技术更迭 20201030

迈为股份（300751）与沪深 300 对比表现



核心观点：

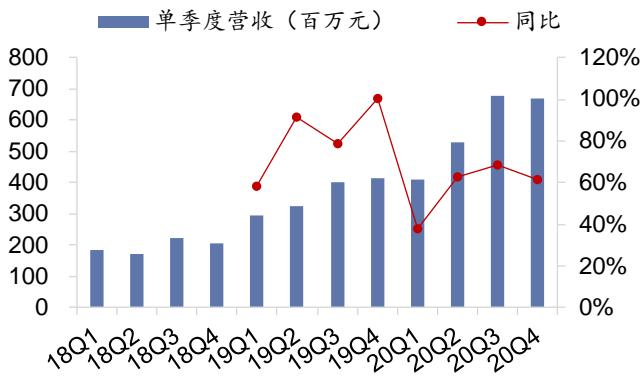
- 1) **公司业绩保持高增长趋势。**公司 2020 年实现营业收入及归母净利润分别为 22.85 亿元（同比+58.96%）及 3.94 亿元（同比+59.34%），基本符合预期。从季度数据看，Q1-Q4 营业收入及归母净利润同比增速分别为 38.19%/62.69%/68.78%/61.35%，以及 2.08%/106.16%/42.62%/87.65%，维持高增长态势。
- 2) **公司盈利能力稳定，经营性现金流净额明显向好。**公司 2020 年综合毛利率为 34.02%（+0.2pct），第四季度综合毛利率环比下降 2.6pct，预计是交付的相对较低毛利率的单机产品规模提升所致，整体毛利率稳定。从现金流看，公司 2020 年经营性现金流净额达到 3.75 亿元（同比+4.59 亿元），经营性现金流大幅好转说明公司经营质量提升。
- 3) **公司受益 HJT 电池技术发展确定性强。**随着 HJT 电池技术成本下降，预计今年四季度 HJT 组件将会有较强竞争力，行业趋势明朗。公司坚定布局 HJT 技术路线，其核心装备 PECVD 设备是全世界唯一采用准动态连续镀膜技术，公司在此项技术上布局较多专利，并有较大的技术领先性。通过公司中标的安徽华晟及通威的 HJT 电池项目运行情况看，公司 HJT 单机及整线设备能力得到了市场验证。
- 4) **投资评级。**根据我们的盈利预测，公司 2021-2023 年动态市盈率分别为 60.6/41.6/30.1 倍，估值处于历史相对高位。公司积极布局 HJT 电池技术，单机和整线产品已经获得市场认可，将受益异质结电池产能扩张。同时，公司利用印刷、激光、真空三大技术平台，专注光伏、平板显示及芯片泛半导体领域，持续成长可期，我们维持“增持”评级。
- 5) **风险提示：**产业政策及行业波动风险；下游客户经营风险；市场竞争风险；新技术产品拓展风险等。

公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	35,669.69
流通市值（百万）	18,147.38
总股本（百万股）	57.25
流通股本（百万股）	29.13
日成交额（百万）	700.20
当日换手率（%）	3.85
第一大股东	周剑

请务必阅读文末重要声明及免责条款

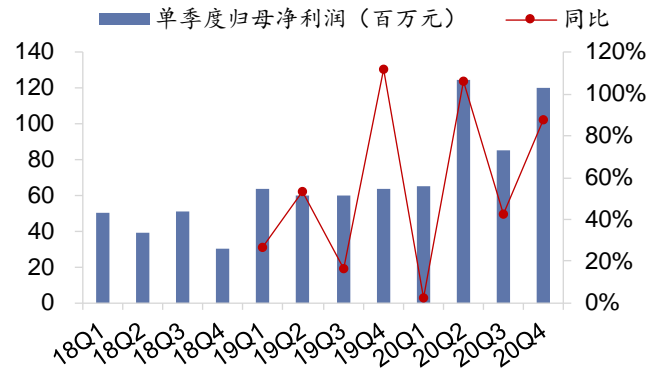
预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2285.44	3218.36	4388.69	5839.92
收入同比	58.96%	40.82%	36.36%	33.07%
净利润（百万元）	394.43	553.64	806.33	1112.60
净利润同比	59.3%	40.4%	45.6%	38.0%
毛利率	34.02%	34.26%	35.83%	36.73%
净利率	17.26%	17.20%	18.37%	19.05%
EPS（元）	6.89	9.67	14.08	19.42
PE（倍）	85.0	60.6	41.6	30.1

Figure 1 公司营业收入及增速（单季度）



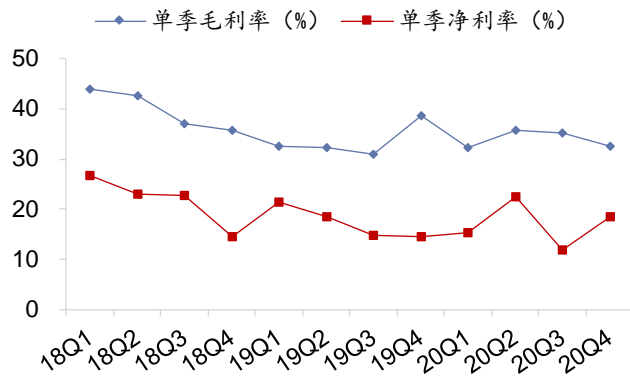
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 公司扣非归母净利润及增速（单季度）



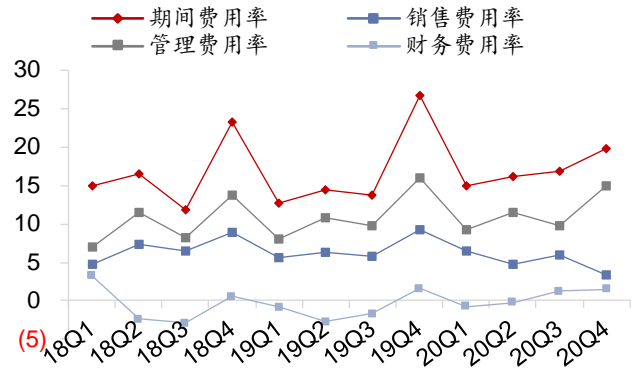
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 公司毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 公司费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 公司历史 PE 估值情况



资料来源: wind、世纪证券研究所

一、盈利预测与投资评级

1.1 关键假设

(1) 收入增长假设

成套设备及单机设备：

虽然近期由于成本推动产业链价格维持高位，影响了部分电站项目建设需求，但碳中和战略已经为光伏行业长期发展定下基调，十四五新能源发展规划也明确了光伏行业未来几年的发展空间，光伏行业竞价、补贴、消纳等政策也较为明确，光伏产品企业扩产意愿较强。公司在手订单充裕，受益 HJT 市场发展，2021/2022/2023 年，我们假设公司成套设备实现收入同比增速分别为 30%/35%/35%，单机设备营收增速分别为 70%/40%/30%。

配件及其他：

随着近年光伏行业发展，公司各类产品收入规模持续扩大，随着累计销售产品规模的扩大，公司的配件等业务收入也快速增长。我们预计 2021/2022/2023 年，公司的配件及其他营收同比增速分别为 30%/30%/30%。

(2) 毛利率假设

公司产品毛利率主要受光伏行业景气度、竞争情况、产品结构等因素影响。由于下游客户降本增效压力，公司毛利率在前期较高的基础上有一定下滑。但随着客户对高效率新产品的需求提升，公司将会维持合理的毛利率，预计随着 HJT 及大尺寸新产品的推出，公司未来几年毛利率可望稳中趋升。我们假设 2021/2022/2023 年，成套设备毛利率分别为 32.5%/34%/35%，单机设备毛利率分别为 35%/37%/38%，配件及其他毛利率保持在 50%左右。

(3) 费用率假设

公司客户关系稳定，业务快速增长下规模效应持续提升。2021/2022/2023 年，我们假设公司综合费用率维持约 16.5%的水平，其中销售费用率约 5%，管理费用率约 4.5%，研发费用率约 6.5%，财务费用率约 0.5%。

Figure 6 公司营业收入及毛利率预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）								
成套设备	313	386	665	1182	1534	1994	2692	3635
同比	250.7%	23.5%	72.3%	77.6%	29.8%	30.0%	35.0%	35.0%

单机	26	81	103	190	618	1,051	1,471	1,913
同比	120.5%	209.2%	28.3%	84.2%	224.6%	70.0%	40.0%	30.0%
配件及其他	7	9	19	66	133	173	225	292
同比	129.9%	40.5%	106.9%	241.1%	102.7%	30.0%	30.0%	30.0%
合计收入	345	476	788	1438	2285	3218	4389	5840
同比	232.5%	37.8%	65.5%	82.5%	59.0%	40.8%	36.4%	33.1%
毛利率								
成套设备	53.0%	49.6%	38.9%	31.2%	31.6%	32.5%	34.0%	35.0%
单机	50.8%	47.4%	45.6%	42.9%	33.6%	35.0%	37.0%	38.0%
配件及其他	33.1%	27.6%	28.3%	54.2%	64.2%	50.0%	50.0%	50.0%
主营毛利率	52.4%	48.8%	39.5%	33.8%	34.0%	34.3%	35.8%	36.7%

资料来源：wind、世纪证券研究所

1.2 盈利预测

根据假设条件,我们预测公司2021/2022/2023年实现的营业收入分别为32.2亿元、43.9亿元和58.4亿元;实现的归属母公司净利润分别为5.5亿元、8.1亿元和11.1亿元,实现的EPS分别为9.67元、14.08元及19.42元。

1.3 投资评级

根据我们的盈利预测,公司2021-2023年动态市盈率分别为60.6/41.6/30.1倍,估值处于历史相对高位。公司积极布局HJT电池技术,单机和整线产品已经获得市场认可,将受益异质结电池产能扩张。同时,公司利用自身技术可延展性拓展光伏电池设备产业链的上下游领域,以及OLED显示装备领域等,利用印刷、激光、真空三大技术平台,专注光伏、平板显示及芯片泛半导体领域,持续成长可期,我们维持“增持”评级。

二、风险提示

2.1 产业政策风险

由于目前光伏发电尚未实现完全平价上网,行业仍然需要政府的补贴政策支持,太阳能光伏产业受政策的影响较大。公司目前的主要市场在国内和光伏新兴国家,如果国内或光伏新兴国家的光伏产业政策发生较大变化,行业的的市场需求也会发生波动,进而影响公司的经营业绩。

2.2 光伏行业景气度及下游客户经营波动引发的风险

公司的经营状况与下游太阳能光伏行业的发展密切相关。在光伏行业整体不景气时,可能会导致行业信心不足,使订单急剧减少,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贷款。另受新型冠状病毒肺炎疫情影响,有可能导致全球光伏市场需求下降,公司订单有下滑风险。

2.3 市场竞争加剧的风险

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。

2.4 新产品拓展的风险

公司新开发的 HJT 高效电池设备及 OLED 面板设备仍需等待客户验证反馈,结果存在不确定性。同时光伏产业链对 HJT 高效电池设备的技术路线和大规模布局时点也存在不确定性,这都将影响公司新产品开拓的最终效果。

附：财务预测摘要

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	2285	3218	4389	5840
每股收益	6.89	9.67	14.08	19.42	营业成本	1508	2116	2816	3695
每股净资产	30.49	39.90	53.46	71.75	毛利率%	34.0%	34.3%	35.8%	36.7%
每股经营现金流	6.55	7.04	7.50	10.07	营业税金及附加	13	18	25	33
每股股利	0.00	1.92	2.50	3.45	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	114	161	219	292
P/E	85.01	60.56	41.58	30.14	营业费用率%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
P/B	19.20	14.67	10.95	8.16	管理费用	100	145	197	263
P/S	13.35	9.48	6.95	5.22	管理费用率%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
EV/EBITDA	85.66	50.76	34.10	24.25	研发费用	166	209	285	380
股息率 (%)	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	研发费用率%	7.3%	6.5%	6.5%	6.5%
盈利能力指标 (%)					财务费用	14	15	14	17
毛利率	34.0%	34.3%	35.8%	36.7%	财务费用率%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%
净利润率	17.3%	17.2%	18.4%	19.1%	资产减值损失	-14	-13	-14	-15
净资产收益率	22.6%	24.2%	26.3%	27.1%	投资收益	0	0	0	0
资产回报率	8.5%	9.0%	9.9%	10.4%	营业利润	389	576	866	1217
投资回报率	17.4%	20.6%	23.0%	24.1%	营业外收支	62	65	70	75
盈利增长 (%)					利润总额	451	641	936	1292
营业收入增长率	59.0%	40.8%	36.4%	33.1%	所得税	64	93	136	187
EBIT 增长率	79.6%	48.0%	48.5%	39.3%	有效所得税率%	14.1%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润增长率	59.3%	40.4%	45.6%	38.0%	少数股东损益	-8	-5	-6	-8
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	394	554	806	1113
资产负债率	62.7%	63.1%	62.7%	61.9%					
流动比率	1.51	1.47	1.48	1.50	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.73	0.68	0.68	0.70	货币资金	763	958	1241	1627
现金比率	0.27	0.25	0.25	0.25	应收款项	1196	1499	2044	2800
经营效率指标 (%)					存货	2097	2898	3858	5061
应收帐款周转天数	93.68	80.00	80.00	85.00	其它流动资产	156	183	219	264
存货周转天数	507.72	500.00	500.00	500.00	流动资产合计	4212	5538	7363	9752
总资产周转率	0.49	0.52	0.54	0.55	长期股权投资	4	4	4	4
固定资产周转率	12.28	10.79	10.58	10.72	固定资产	186	298	415	545
					在建工程	131	171	201	231
					无形资产	39	58	76	95
					非流动资产合计	440	610	775	954
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产总计	4652	6149	8138	10706
净利润	394	554	806	1113	短期借款	65	0	0	0
少数股东损益	-8	-5	-6	-8	应付账款	930	1391	1852	2429
非现金支出	70	28	30	32	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	2	-57	-64	-69	其它流动负债	1800	2366	3125	4075
营运资金变动	-83	-116	-336	-491	流动负债合计	2794	3758	4977	6505
经营活动现金流	375	403	430	577	长期借款	91	91	91	91
资产	-153	-35	-10	-5	其它长期负债	31	31	31	31
投资	-5	0	0	0	非流动负债合计	122	122	122	122
其他	0	0	0	0	负债总计	2917	3880	5099	6627
投资活动现金流	-158	-35	-10	-5	实收资本	52	52	52	52
债权募资	213	-65	0	0	归属于母公司所有者权益	1746	2285	3062	4110
股权募资	11	0	0	0	少数股东权益	-11	-17	-23	-31
其他	-308	-108	-136	-186	负债和所有者权益合计	4652	6149	8138	10706
融资活动现金流	-84	-173	-136	-186					
现金净流量	116	195	284	385					

数据来源: wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。