

# 一季报点评: PERC 尾声保持高质量盈利, 静待 HJT 时代自身阿尔法凸显

## 买入 (维持)

2021 年 04 月 27 日

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002  
13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号: S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

**事件:** 迈为股份发布 2021 年第一季度报告, 实现营业收入 6.32 亿元, 同比+54.58%; 归属于上市公司股东的净利润 1.20 亿元, 同比+85.07%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.21 亿元, 同比+90.03%; 基本每股收益 2.16 元。

### 投资要点

#### ■ 利润增速远超收入增速, 经营质量大幅度提高

公司 Q1 收入 6.3 亿元, 同比+54.6%; 归母利润 1.2 亿元, 同比+85%。20 年 Q1 受到疫情影响, 收入基数较低, 21 年 Q1 主要交付和确认收入的是 20 年和少量 19 年新接的订单。随着 210 渗透率提高后大量的 210 尺寸 PERC 电池片产线对应的丝网印刷机订单落地, 迈为 Q2,Q3,Q4 的收入有望环比加速确认。且从 2020 年 Q4 以来, 公司的排产密集, 交付加速, 客户的验收同时也在加速, 我们判断公司的整体周转速度会加速, 收入质量会持续向好。

#### ■ 盈利能力持续改善, PERC 时代印刷机龙头实力依旧

Q1 毛利率 38.21%, 同比+6pct, 环比+6pct; 净利率 18.54%, 同比+3pct, 环比基本持平, 盈利水平稳中有升, 正持续改善中。我们认为盈利能力改善和公司的经营战略和风险控制有关。2017-2018 年公司丝网印刷设备新增市场销售额市占率高达 80-90%, 2020 年以来, 公司“聚焦优质客户&规避短期风险”主动将销售额市占率控制在 70%左右, 采取淡化市占率, 重视订单质量的经营思路。我们认为, 公司在 PERC 技术扩产尾声主动控制风险, 非常有前瞻性。现在这部分风险控制过后的订单质量明显变好, 说明公司当初选择的客户确实更优质, 所有回款也更及时。

#### ■ 经营性现金流持续改善, 风险控制决策效果显著

经营性现金流持续改善, 为+1.1 亿元。2020 年年报, 经营性现金流净额为+4.6 亿元, 已经持续 2 个季度现金流为正, 说明扩产节奏和风险控制管理良好, 2020 年全市场扩产 120GW 的 PERC210 电池片产线, 2021 年预计还有 60GW 扩产。按照行业发展的历史经营, 在每个旧技术的尾声, 正在执行中的订单, 都需要依靠现金流正循环来控制潜在风险。

#### ■ HJT 较 PERC 和 TOPCon 有优势, 下游加速扩产 HJT 确定性较高

HJT 平均量产效率已超 24%, 是未来 10 年电池环节的平台型技术, 预计 5 年后钙钛矿和 HJT 做的双结叠层电池的效率可提高到 30%+。虽然目前 PERC 在生产成本上具备优势, 但 HJT 相对 PERC 已具备修正成本 (考虑了全生命周期的发电量) 优势, 到 2022 年, 在银浆和硅片两个重要降本因素的作用下, HJT 在生产成本上也有望和 PERC 打平。

迈为的大客户安徽华晟自 2021 年 3 月 17 日的 500MW 产能陆续投产以来, 经一个多月的努力, 当前其电池片在日均 2 万片产量水平上 (产能已经跑到 20%左右), 各批次平均效率可以达到 24.12%, 最佳工艺批次平均效率达到 24.44%, 最高电池片效率达到 24.72%。华晟预计 2021Q2、2021Q3 的产能分别跑到 70%、90%。

华晟的数据从侧面也证明了迈为设备的可靠性和产品力, 我们认为, 在 HJT 时代, 具备整线能力的头部设备商将获得先发优势, 我们预计迈为 HJT 整线设备未来的销售额市占率有望达 50%+。一方面, HJT 是从 0 到 1 的过程, 专利保护完善, 先发优势会长期保持。另一方面, 先发者优先进通过产线数据积累经验, 不断正反馈加速技术改进。

■ **盈利预测与投资评级:** 短期公司受益于 210 PERC 淘汰旧产能, 中期公司作为具备先发优势的 HJT 整线设备龙头将充分受益于 HJT 电池加速扩产, 长期泛半导体领域布局打开广阔成长空间, 我们维持 2021-2023 年净利润预测 5.60/9.09/12.46 亿, 当前股价对应动态 PE 分别为 60/37/27 倍, 我们看好公司后续新业务拓展, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 行业受政策波动风险, 设备企业外延拓展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	585.00
一年最低/最高价	141.43/726.02
市净率(倍)	17.45
流通 A 股市值(百万元)	17055.49

### 基础数据

每股净资产(元)	33.52
资产负债率(%)	56.36
总股本(百万股)	57.28
流通 A 股(百万股)	29.15

### 相关研究

- 1、《迈为股份 (300751): 2020 年报点评: 业绩靠上超预期, HJT 设备龙头扬帆》  
2021-04-11
- 2、《迈为股份 (300751): 大客户 HJT 电池量产项目试产超预期, 看好设备龙头》  
2021-03-30
- 3、《迈为股份 (300751): 拟向实控人定增募资不超过 6.1 亿, 持股期长达 3 年彰显强烈信心》  
2020-05-07

**事件：**迈为股份发布 2021 年第一季度报告，实现营业收入 6.32 亿元，同比增长 54.58%；归属于上市公司股东的净利润 1.20 亿元，同比增长 85.07%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.21 亿元，同比增长 90.03%；基本每股收益 2.16 元。

### 1. 利润增速远超收入增速，经营质量大幅度提高

公司 Q1 收入 6.3 亿元，同比+54.6%；归母利润 1.2 亿元，同比+85%。20 年 Q1 受到疫情影响，收入基数较低，21 年 Q1 主要交付和确认收入的是 20 年和少量 19 年新接的订单。随着 210 渗透率提高后大量的 210 尺寸 PERC 电池片产线对应的丝网印刷机订单落地，迈为 Q2,Q3,Q4 的收入有望环比加速确认。且从 2020 年 Q4 以来，公司的排产密集，交付加速，客户的验收同时也在加速，我们判断公司的整体周转速度会加速，收入质量会持续向好。

### 2. 盈利能力持续改善，PERC 时代印刷机龙头实力依旧

Q1 毛利率 38.21%，同比+6pct，环比+6pct；净利率 18.54%，同比+3pct，环比基本持平，盈利水平稳中有升，正持续改善中。我们认为盈利能力改善和公司的经营战略和风险控制有关。2017-2018 年公司丝网印刷设备新增市场销售额市占率高达 80-90%，2020 年以来，公司“聚焦优质客户&规避短期风险”主动将销售额市占率控制在 70%左右，采取淡化市占率，重视订单质量的经营思路。我们认为，公司在 PERC 技术扩产尾声主动控制风险，非常有前瞻性。现在这部分风险控制过后的订单质量明显变好，说明公司当初选择的客户确实更优质，所有回款也更及时。

### 3. 经营性现金流持续改善，风险控制决策效果显著。

经营性现金流持续改善，为+1.1 亿元。2020 年年报，经营性现金流净额为+4.6 亿元，已经持续 2 个季度现金流为正，说明扩产节奏和风险控制管理良好，2020 年全市场扩产 120GW 的 PERC210 电池片产线，2021 年预计还有 60GW 扩产。按照行业发展的历史经营，在每个旧技术的尾声，正在执行中的订单，都需要依靠现金流正循环来控制潜在风险。

### 4. HJT 较 PERC 和 TOPCon 有优势，下游加速扩产 HJT 确定性较高

HJT 平均量产效率已超 24%，是未来 10 年电池环节的平台型技术，预计 5 年后钙钛矿和 HJT 做的双结叠层电池的效率可提高到 30%+。虽然目前 PERC 在生产成本上具备优势，但 HJT 相对 PERC 已具备修正成本（考虑了全生命周期的发电量）优势，到

2022年，在银浆和硅片两个重要降本因素的作用下，HJT在生产成本上也有望和PERC打平。

迈为的大客户安徽华晟自2021年3月17日的500MW产能陆续投产以来，经一个多月的努力，当前其电池片在日均2万片产量水平上（产能已经跑到20%左右），各批次平均效率可以达到24.12%，最佳工艺批次平均效率达到24.44%，最高电池片效率达到24.72%。华晟预计2021Q2、2021Q3的产能分别跑到70%、90%。

华晟的数据从侧面也证明了迈为设备的可靠性和产品力，我们认为，在HJT时代，具备整线能力的头部设备商将获得先发优势，我们预计迈为HJT整线设备未来的销售额市占率有望达50%+。一方面，HJT是从0到1的过程，专利保护完善，先发优势会长期保持。另一方面，先发者优先通过产线数据积累经验，不断正反馈加速技术改进。

## 5. “真空&激光&印刷”三大平台技术横向拓展，泛半导体设备龙头显现

公司将依托真空、激光、印刷三大基准技术平台，继续开拓光伏、OLED、半导体设备市场。（1）真空技术：真空镀膜设备难度依次为：半导体>OLED>光伏，迈为真空镀膜设备已在HJT成熟应用，且新一代PECVD设备结合半导体的品质（高纯度、高精度、高均匀性）和光伏的基因（大产能、高通量、低成本），技术指标明显领先。伴随底层真空技术经验的不断积累，我们认为迈为有望进一步顺利拓展到OLED、半导体真空镀膜设备和半导体刻蚀设备等环节；（2）激光技术：凭借在丝印领域积累多年的视觉定位技术以及光伏激光开槽领域的激光技术，公司已在OLED领域形成多层次研发布局，激光切割设备实现国产突破，激光剥离和修复正在验证；在半导体领域，迈为有望率先实现晶圆激光切割设备国产化；（3）印刷技术：依托图形化的底层工艺原理，有望向半导体的光刻刻蚀环节；OLED的喷墨印刷环节和光伏金属电极化的高精度转移印刷环节拓展。

## 6. 盈利预测与投资评级

短期公司受益于210 PERC淘汰旧产能，中期公司作为具备先发优势的HJT整线设备龙头将充分受益于HJT电池加速扩产，长期泛半导体领域布局打开广阔成长空间，我们维持2021-2023年净利润预测5.60/9.09/12.46亿，当前股价对应动态PE分别为60/37/27倍，我们看好公司后续的新业务拓展，维持“买入”评级。

## 7. 风险提示

行业受政策波动风险，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)				
2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E		
<b>流动资产</b>	<b>4212</b>	<b>7195</b>	<b>9818</b>	<b>12235</b>	<b>营业收入</b>	<b>2285</b>	<b>3446</b>	<b>4900</b>	<b>6241</b>
现金	763	763	851	851	减:营业成本	1508	2256	3114	3859
应收账款	1212	1416	2014	2736	营业税金及附加	13	19	29	37
存货	2097	4326	5973	7400	营业费用	114	172	245	312
其他流动资产	140	689	980	1248	管理费用	101	380	491	625
<b>非流动资产</b>	<b>440</b>	<b>666</b>	<b>833</b>	<b>1282</b>	财务费用	14	-6	-8	-9
长期股权投资	4	4	4	4	资产减值损失	14	0	0	0
固定资产	186	445	623	986	加:投资净收益	-0	0	0	0
在建工程	131	99	90	177	其他收益	-160	1	1	1
无形资产	39	38	37	35	<b>营业利润</b>	<b>389</b>	<b>626</b>	<b>1029</b>	<b>1418</b>
其他非流动资产	79	79	79	79	加:营业外净收支	62	20	20	20
<b>资产总计</b>	<b>4652</b>	<b>7861</b>	<b>10651</b>	<b>13517</b>	<b>利润总额</b>	<b>451</b>	<b>646</b>	<b>1049</b>	<b>1438</b>
<b>流动负债</b>	<b>2794</b>	<b>5537</b>	<b>7570</b>	<b>9398</b>	减:所得税费用	64	97	157	216
短期借款	74	67	50	50	少数股东损益	-8	-11	-17	-24
应付账款	930	2101	2901	3594	<b>归属母公司净利润</b>	<b>394</b>	<b>560</b>	<b>909</b>	<b>1246</b>
其他流动负债	1791	3369	4619	5754	EBIT	551	619	1021	1409
<b>非流动负债</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	EBITDA	565	654	1076	1492
长期借款	91	91	91	91					
其他非流动负债	31	31	31	31	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2917</b>	<b>5659</b>	<b>7692</b>	<b>9521</b>	每股收益(元)	7.57	9.80	15.92	21.82
少数股东权益	-11	-21	-36	-58	每股净资产(元)	33.52	38.91	52.44	70.99
归属母公司股东权益	1746	2222	2995	4054	发行在外股份(百万股)	52	57	57	57
<b>负债和股东权益</b>	<b>4652</b>	<b>7861</b>	<b>10651</b>	<b>13517</b>	ROIC(%)	27.4%	24.7%	32.4%	34.0%
					ROE(%)	22.6%	25.2%	30.4%	30.7%
					毛利率(%)	34.0%	34.5%	36.4%	38.2%
					销售净利率(%)	16.9%	16.2%	18.6%	20.0%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率(%)	62.7%	72.0%	72.2%	70.4%
经营活动现金流	375	303	464	718	收入增长率(%)	59.0%	50.8%	42.2%	27.4%
投资活动现金流	-158	-212	-222	-531	净利润增长率(%)	59.3%	41.9%	62.4%	37.0%
筹资活动现金流	-84	-91	-153	-187	P/E	77.28	59.68	36.75	26.82
现金净增加额	116	0	88	-1	P/B	17.45	15.03	11.15	8.24
折旧和摊销	14	35	55	83	EV/EBITDA	59.10	59.69	38.20	28.78
资本开支	-164	-212	-222	-531					
营运资本变动	-186	-282	-485	-590					

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>