

业绩符合预期，产业链利好不断

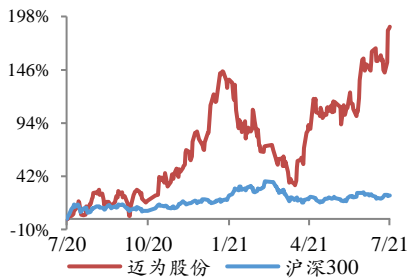
——2021年半年报业绩预告点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-01

收盘价(元)	457.50
近12个月最高/最低(元)	388.04/158.66
总股本(百万股)	103
流通股本(百万股)	52
流通股比例(%)	50.89
总市值(亿元)	472
流通市值(亿元)	240

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. 一季度业绩符合预期，毛利净利企稳 2021-04-28
2. 丝印设备优势稳固，HJT 整线中试破疑 2021-04-12
3. 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：**7月1日，公司发布2021年半年度业绩预告，预计实现归母净利润2.3-2.7亿元，同比增长21.52%-42.65%；扣非后净利润预计实现2.21-2.63亿元，同比增长52.68%-81.70%。
- **核心观点：**业绩符合预期。公司业绩高增长主要得益于丝印设备销量的稳步提升，这意味着Perc仍是下游电池片扩产主流选择，HJT处于技术观望期。然而，由于HJT转换效率成果频繁落地，叠加降本路径清晰，HJT商业化趋势不断明朗，是2021上半年催化公司股价上涨的核心因素，展望下半年，产业链供给矛盾缓解，有利于设备订单落地；中长期来看，产业链景气度向上趋势不改，维持公司“买入”评级。

● 收入主要来源仍是丝网印刷，HJT设备处于小批量供货阶段

Perc丝网印刷设备销量提升贡献了2021上半年公司业绩的高增长。从目前公司已确认收入的订单来看，Perc仍是下游扩产主力，这意味着面对下一代新技术（Topcon/HJT），部分市场跟随者仍处于观望状态。整体看2021年，我们预计光伏电池片环节仍将是Perc/Topcon/HJT多技术路线并行，Perc仍处于生命周期的末期，Topcon有望成为过渡性技术，而随着越来越多的HJT电池片投资规划在未来逐步落地，HJT渗透率有望加速突破。

● 上半年公司股价上行的核心因素仍是HJT商业化趋势明朗带来的催化

HJT商业化趋势越发明朗：①从HJT转换效率来看，2021年以来技术进步成果频繁落地。1月，晋能M6尺寸HJT量产线电池效率达到24.7%；2月，东方日升宣布HJT量产效率24.55%；3月，通威合肥中试线平均效率达到24.3%，最高达到25.18%；4月，隆基商业化尺寸HJT实验室效率达到创纪录的25.26%；6月，华晟量产线历时三个月最高效率突破25%。②从HJT降本角度看，降本路径清晰。设备方面，根据2020年8月华晟500MW HJT招标价格，推算单GW整线约5.2亿元；根据金刚玻璃1.2GW异质结电池&组件投资公告，8.3亿总投资中设备约需6.2亿，剔除组件0.7亿/GW投资，单GW HJT设备投资额已降至4.4亿。硅片方面，N型相对P型存在10%溢价，未来随着薄型化发展和规模化效应，硅片溢价有望消失。银浆方面，日本新一代低温银浆含银量已降至50%以下，同时国内银浆品牌快速崛起，推动低温银浆国产化，HJT生产成本下降趋势明显。目前银铜浆料的产品开发也在顺利进行，华晟预计采用的“SMBB+半片+银铜浆料”技术组合，将在2022年追平PERC成本。③从下游扩产角度，新老玩家试水HJT，将促进产业链技术进步。4月，华晟预计年内启动二期2GW HJT电池线建设；5月，爱

康泰兴基地 6GW HJT 电池项目开工，通威金堂 1GW 设备搬入，计划 7 月底投产；6 月，中建材、金刚玻璃分别公告，拟投资 5GW、1.2GW HJT 电池项目。

● **供应链矛盾缓解，构成更多实质性利好。**

全年光伏电池片扩产仍需观望。一是 HJT 仍处于技术观望期，对于老玩家来说，Perc 时代累积产能较多，转向颠覆性 HJT 技术，重置成本较高，Perc 延伸技术或将是另一个选择；对于新玩家来说，HJT 颠覆性技术带来差异化竞争的手段，因此布局 HJT 更为主动。**二是供应链矛盾压制景气度。**2020 年下半年以来，硅料、玻璃和 EVA 胶膜等部分光伏组件原辅材料环节出现涨价潮，产业链整体产能利用率走低。近期硅料价格趋于稳定，市场预计硅料新建产能将在 21Q4-22Q4 期间集中释放，我们认为，供给矛盾缓解确定性高，有助于设备企业订单落地；长期角度看，产业链景气度向上趋势不改，2022 年 HJT 扩产有望超预期。

● **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 75/53/43，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。

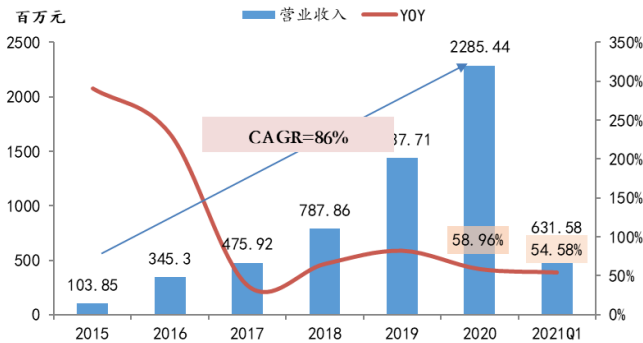
● **重要财务指标**

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)	7.58	6.12	8.64	10.63
P/E	176.96	74.73	52.93	43.05
P/B	39.97	15.62	11.97	9.31
EV/EBITDA	85.66	37.01	26.12	18.89

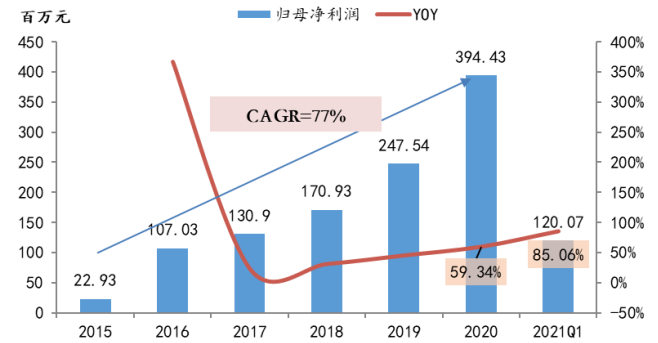
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表1 公司 2021Q1 营收增速 54.58%



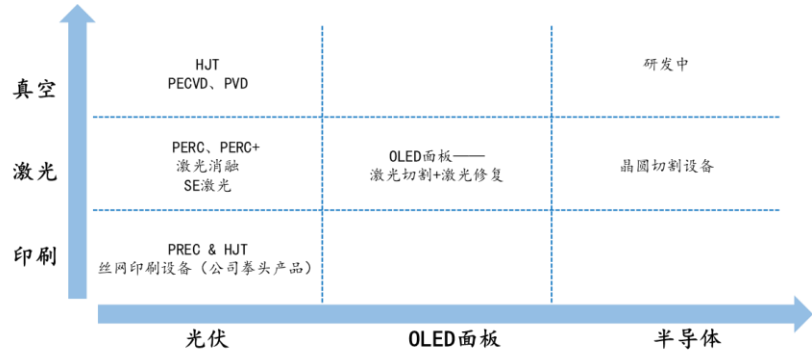
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表2 公司 2021Q1 归母净利润增速 85.06%



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



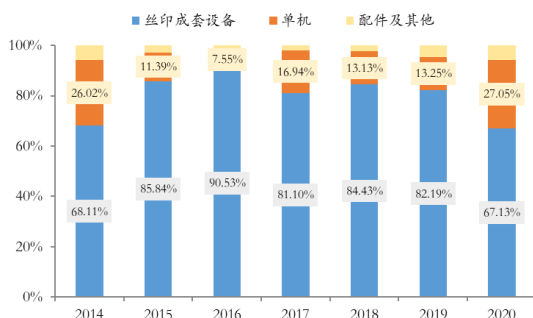
资料来源: 招股说明书, 公司年报, 华安证券研究所

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

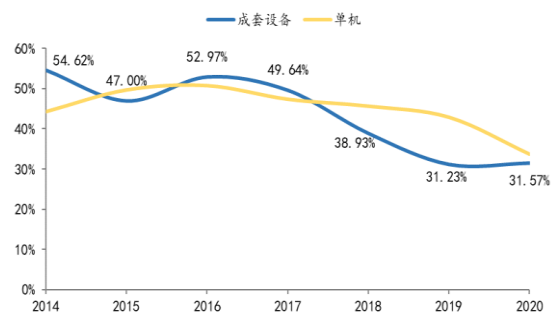
资料来源: 招股说明书, 公司年报, 华安证券研究所

图表5 迈为股份产品结构变迁



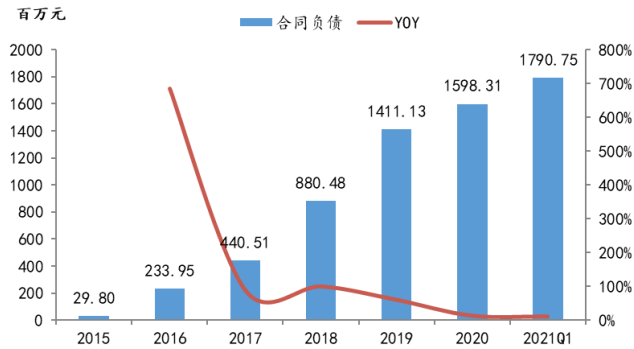
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表6 迈为分产品毛利率情况



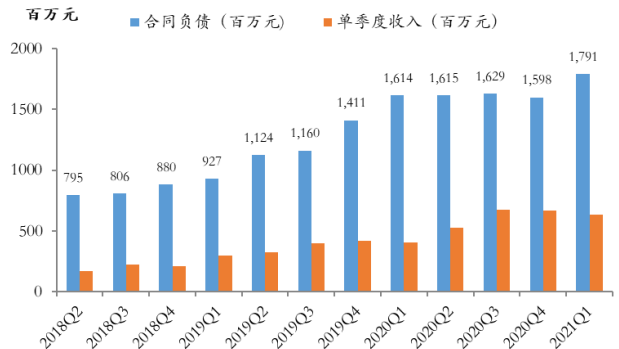
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 公司 2021Q1 合同负债 17.91 亿元



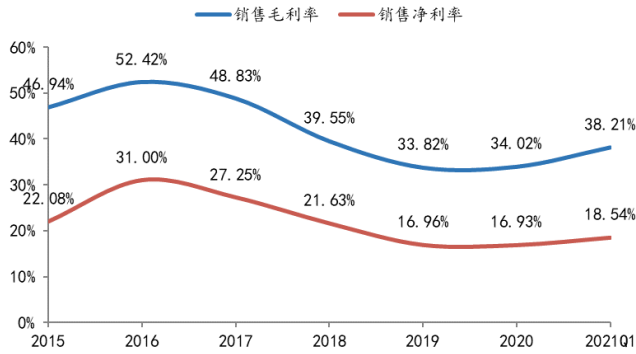
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 公司分季度合同负债对比单季度收入



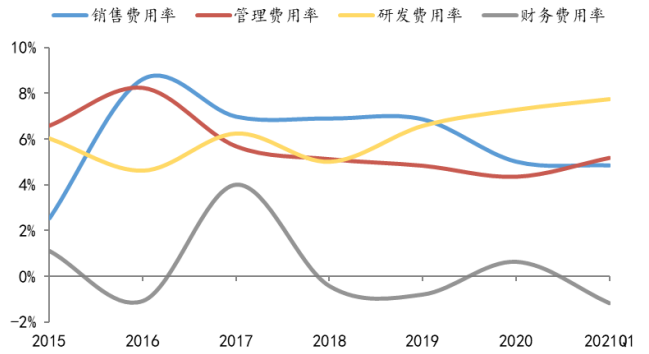
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 公司整体毛、净利率企稳



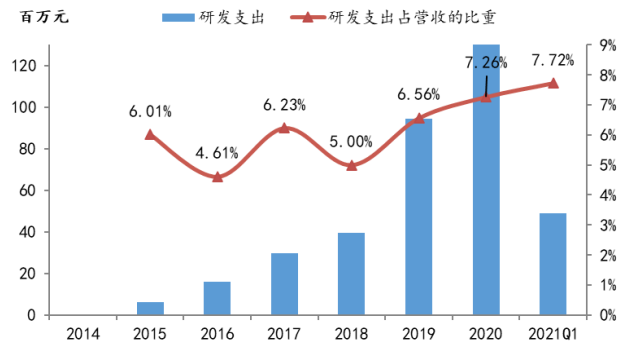
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 10 公司期间费用率情况



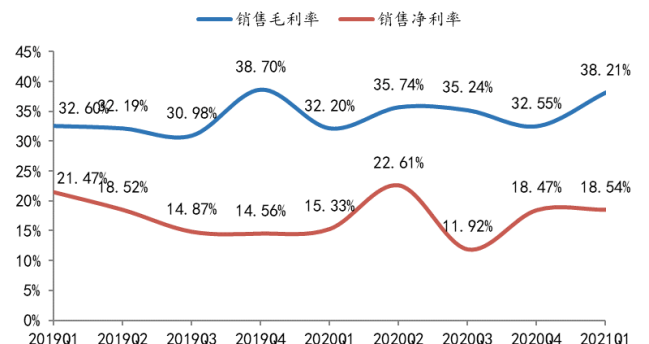
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 11 公司加大研发投入



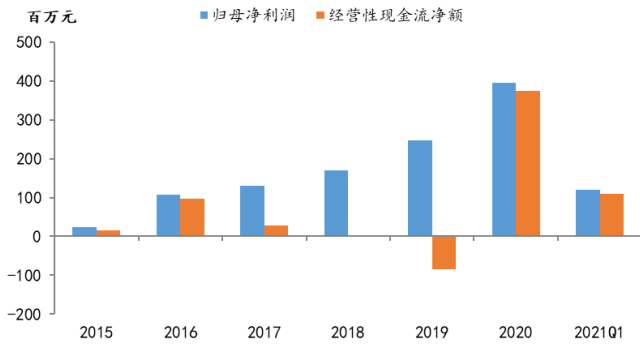
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 12 公司分季度毛、净利率情况



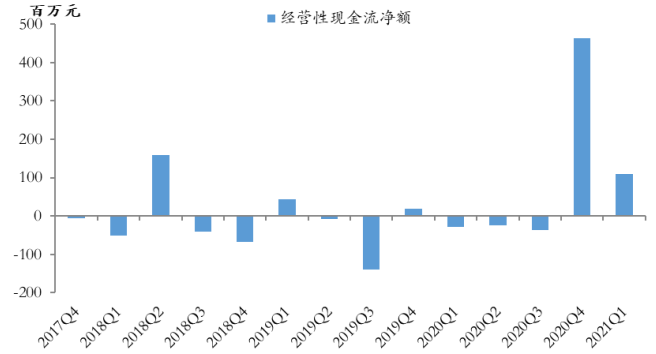
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 经营性净现金流大幅好转，逼近归母净利润



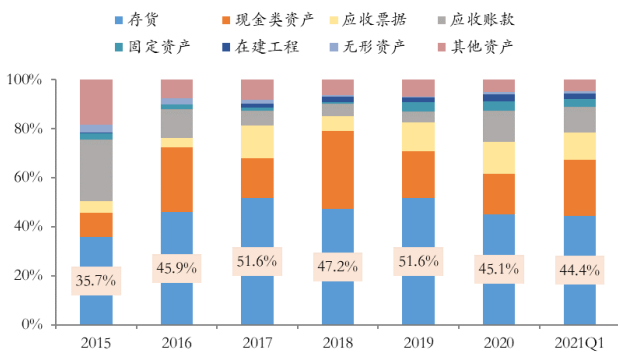
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 14 公司单季度经营性净现金流



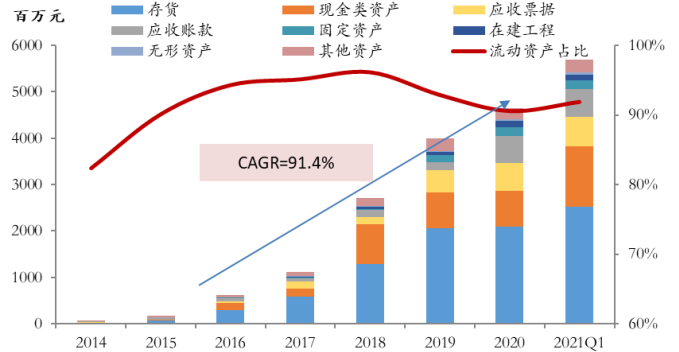
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 15 公司资产结构，营运资产占比高



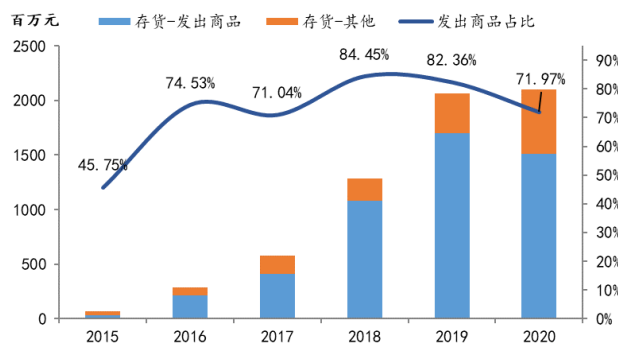
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 公司总资产快速增长



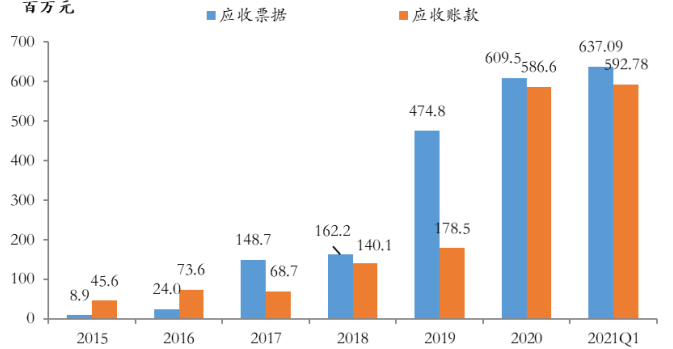
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 17 2020 年存货-发出商品占比下降



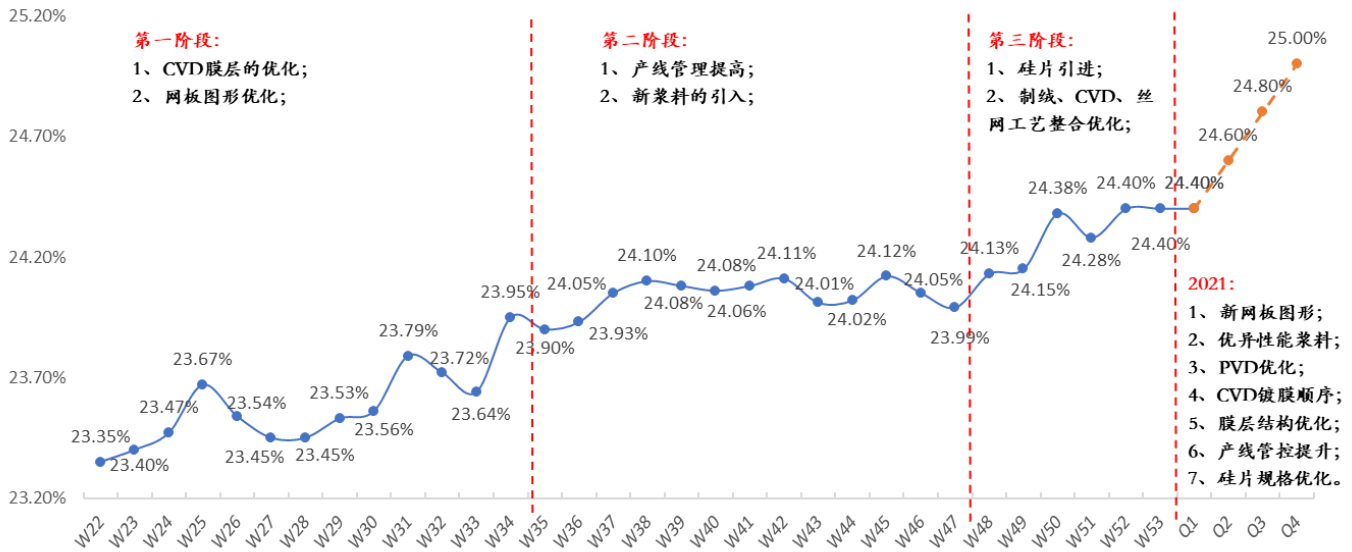
资料来源: Wind, 华安证券研究所

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
流动资产	4212	7967	11999	15493	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	4652	8458	12543	16093	利润总额	451	717	1007	1237
流动负债	2794	5351	8553	11022	所得税	64	110	152	186
短期借款	65	0	0	0	净利润	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	归属母公司净利润	394	631	891	1096
非流动负债	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					
负债合计	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					
负债和股东权益	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	
经营活动现金流	375	612	1138	749	成长能力				
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	获利能力				
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%
投资活动现金流	-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	偿债能力				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率 (%)	62.7%	64.7%	69.2%	69.2%
筹资活动现金流	-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	营运能力				
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
现金净增加额	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	7.58	11.02	15.56	19.13
每股经营现金流薄)	6.55	10.68	19.87	13.07
每股净资产	30.49	52.73	68.78	88.42

估值比率				
P/E	176.96	74.73	52.93	43.05
P/B	39.97	15.62	11.97	9.31
EV/EBITDA	85.66	37.01	26.12	18.89

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。