

# 中报业绩符合预期，定增加码 HJT 后市可期

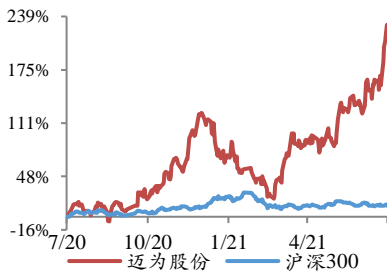
——2021 年半年报业绩&定增点评

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2021-07-25

收盘价 (元)	569.99
近 12 个月最高/最低 (元)	388.04/163.79
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)	588
流通市值 (亿元)	299

## 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. 业绩符合预期，产业链利好不断  
2021-07-02
2. 一季度业绩符合预期，毛利净利企稳  
2021-04-28
3. 丝印设备优势稳固，HJT 整线中试破疑  
2021-04-12

## 主要观点：

● **事件：**①7月23日，公司发布2021半年报，2021上半年实现收入12.39亿，同比增长32.07%，归母净利润2.52亿，同比增长33.17%，扣非后归母净利润2.37亿，同比增长64.03%。单看Q2，实现收入6.07亿，同比增长14.69%，归母净利润1.32亿，同比增长6.10%，扣非后归母净利润1.17亿，同比增长43.73%。②同日，公司发布定增预案，拟募集不超过28.1亿元，其中23.1亿元用于异质结太阳能电池片设备产业化项目，5亿元用于补充流动资金。

● **核心观点：**业绩符合预期。2021上半年公司收入业绩实现双增长主要系Perc扩张期带来的设备红利仍在持续，未来随着HJT电池片投资规划逐步落地，有望接力Perc为公司业绩增长提供持续性动力。公司通过定增提前进行HJT核心设备产能布局，鉴于大重量真空镀膜设备制造壁垒高，公司护城河将进一步加深，保持市场领先地位。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。

● **Perc 丝印成套设备贡献业绩高增长，HJT 在手订单规模同比增加。**

2021H1，公司收入业绩实现双增长主要系Perc扩张期带来的设备红利仍在持续。根据CPIA数据，2021上半年，我国光伏电池片产量92.4GW，同比增长56.6%，制造端扩产带动了设备端良好需求。公司业务分产品来看：①成套设备实现收入10.2亿，同比增长53.97%，占比回升到82%；②单机设备实现收入1.58亿，同比下滑34.05%，占比12.72%；③配件收入0.64亿，同比增长66.63%，占比5.18%。从存货角度看，存货规模显著扩大至29.4亿，同比增长52.6%，环比增长16.4%，其中70%为发出商品（超过20亿），未来2-3个季度可陆续确认收入（验收周期9-10个月），公司下半年业绩支撑有保障。

**在手订单充裕，新签订单多点开花。**截至2021年6月末，公司合同负债21.3亿，同比增长32.05%，公司在手订单规模持续扩大，仅从通威系来看，2020年7月至2021年7月间，合计签订金额超过11亿，2021年新签订单规模4.93亿。公司取得的HJT整线订单同比亦有所增加，此外还包括HJT产线改造、光伏激光，吸杂退火设备，激光晶圆切割设备等多样化订单。公司重视客户质量与回款确定性，自去年下半年起开始理性筛选客户，不再单纯依赖Perc扩产节奏，未来随着越来越多的HJT电池片投资规划逐步落地，HJT渗透率有望加速突破，公司有望凭借成熟的整线供应能力，率先受益。

● **高研发投入深化“三横三纵”产品布局，盈利能力进一步改善。**

**毛、净利率进一步提升，盈利能力增强。**2021 上半年，公司销售毛利率 38.58%，同比增加 4.38pct，环比增加 0.37 pct，主要原因是：①**成本优化**，一方面提高零部件自制率，另一方面，在供应链端积极进行国产替代。②**规模化效应凸显**，IPO 募投项目年产各 50 条的双线、单线丝印设备产线已全部达产。费用率方面，2021 上半年，期间费用率为 18.18%，同比+2.55pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 5.13%/3.71%/10.54%/-1.20%，分别同比-0.37/-0.58/+4.27/-0.76pct，期间费用率上涨主要系研发投入增加。销售净利率 19.88%，同比增加 0.44pct，环比增加 1.34pct，高研发投入背景下，盈利能力仍进一步改善。

**公司加大研发投入力度，核心 PECVD 设备再次迭代，保持领先优势。**2021 上半年，公司研发投入 1.31 亿元，同比增长 121.79%，占营收比重 10.54%。核心管理团队及关键技术人员稳定，报告期内取得了 45 项专利及 6 项软件著作权，除了在丝印设备的图像算法、运动控制技术上的持续投入外，在光伏、OLED 面板及半导体封装领域设备均有在研项目推进，激光晶圆切割设备实现出货，超大产能（600MW 级产线）、可应用纳米/微晶硅技术的 PECVD 预计今年四季度出货，光伏电池片核心设备再次迭代，建立更深护城河。

● **HJT 大规模商业化条件成熟，定增助力公司保持领先地位。**

**HJT 商业化进程加速，公司前瞻性布局突破产能瓶颈，保持先发优势。**从光电转换效率角度看，根据多家制造端公布的 HJT 中试、量产成果，HJT 平均量产转换效率可以突破 24.5%，2022 年有望凭借纳米/微晶硅技术的应用突破 25%，大幅领先 Perc 的 24%效率瓶颈。从成本降低角度看：①**银浆方面**，目前 SMBB 和国产纯银浆料的成功应用，估计可降低 HJT 成本 0.12 元/W，预计 2022 年，随着银包铜技术导入（日本含银量仅 44%的银包铜产品技术成熟），银浆耗量将大幅降低；②**硅片方面**，退火吸杂技术的导入可降低 HJT 对硅片和硅料质量要求，促进 NP 同价。HJT 大规模商业化条件成熟，为应对未来设备需求，公司已使用自有资金进行先期投入，完成土地储备和大规模大重量真空设备制造专用厂房设计，预计通过本次定增在 3 年内形成年产 40 套 HJT 核心设备(PECVD、PVD) 及自动化设备产能，年产值达 60 亿。

**大重量真空设备制造壁垒高，进一步加深整线供应护城河。**大型真空镀膜设备的制造对场地、精密性要求高，一方面，PECVD 设备占地超过百米，单一腔体重量 30-40 吨，因此厂房需经过特殊设计，才能高效率完成大重量零配件的运送与装配；另一方面，多腔体设备联动性强，多线开工的同时要保证设备的一致性与稳定性，需要提前投入与规划，对人才储备和整线整合能力要求高。

● **产业链景气度保持高位，供应链矛盾缓解，构成更多实质性利好。**

**下半年供应链矛盾缓解确定性强，行业整体保持高景气度。**2021 上半年新增光伏装机 14.1GW，同比增长 22.6%，其中分布式同比增加 97.5%，集中式同比减少 24.2%，上半年供应链矛盾问题主要影响集中式装机。从制造端角度看，2021 上半年硅料、硅片、电池片、组件产量增

速分别为 16%、40%、57%、51%，硅料产量增长较为落后。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强，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 93/66/54，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。

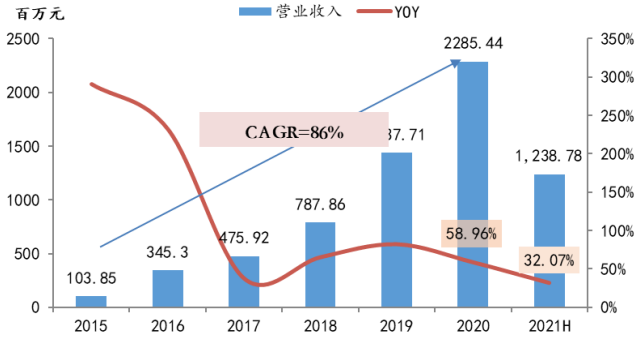
● **重要财务指标**

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	93.10	65.94	53.64
P/B	39.97	19.46	14.92	11.60
EV/EBITDA	85.66	46.78	33.34	24.28

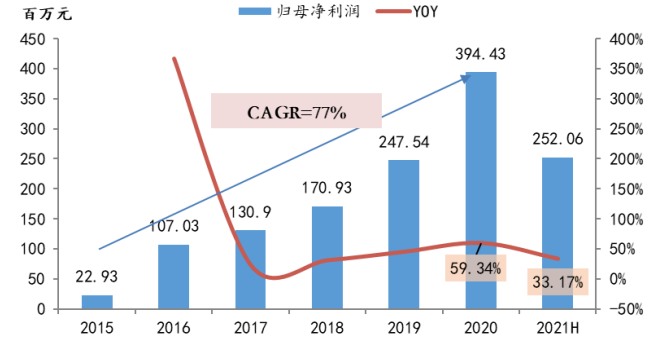
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 1 公司 2021H 营收增速 32.07%



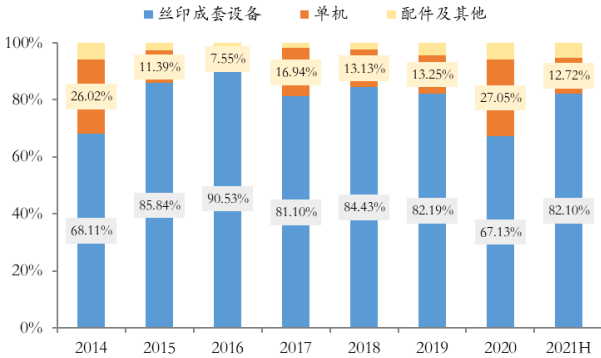
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 公司 2021H 归母净利润增速 33.17%



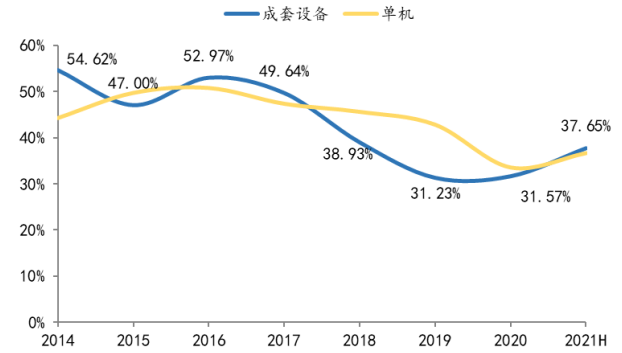
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 迈为股份产品结构变迁



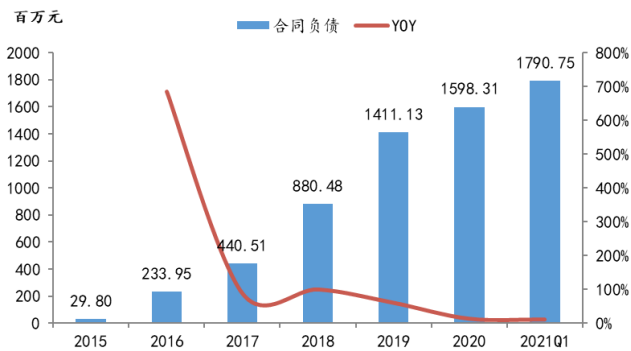
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 迈为分产品毛利率情况



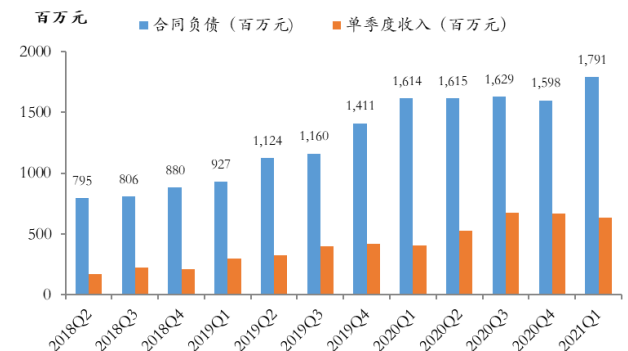
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 公司 2021Q1 合同负债 17.91 亿元



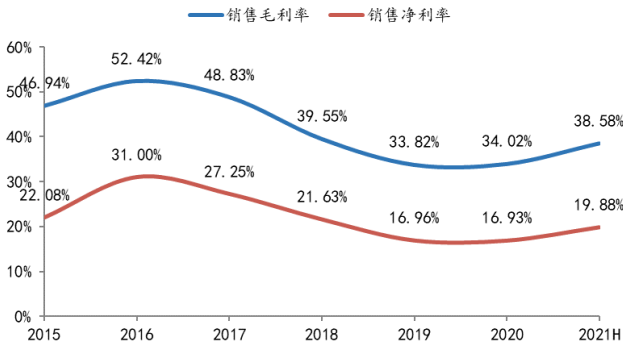
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 公司分季度合同负债对比单季度收入



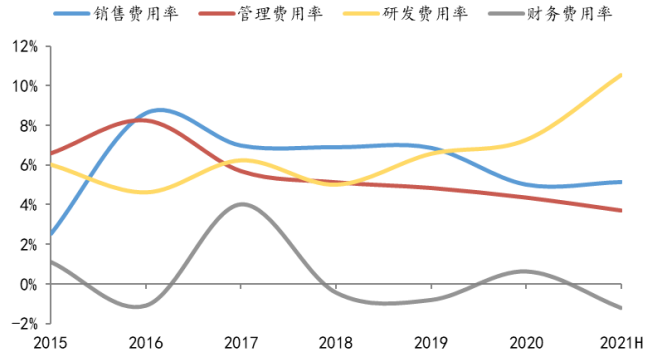
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 公司整体毛、净利率企稳



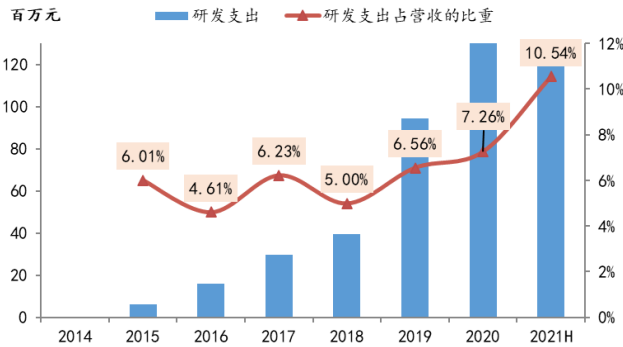
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 公司期间费用率情况



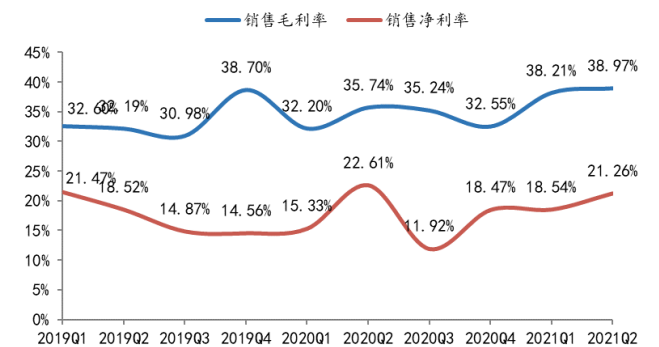
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 公司加大研发投入



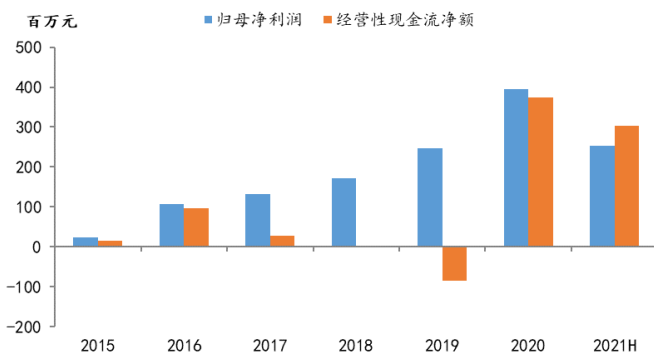
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 10 公司分季度毛、净利率情况



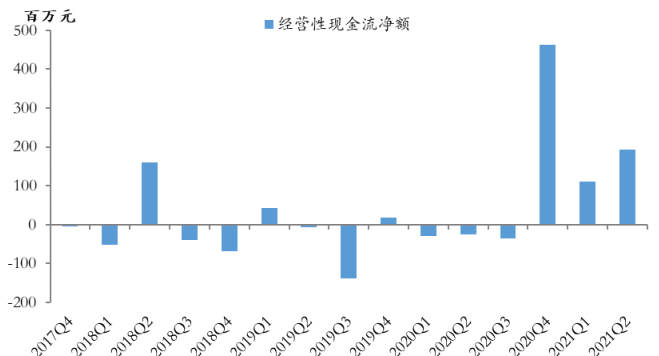
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 11 经营性净现金流大幅好转, 逼近归母净利润



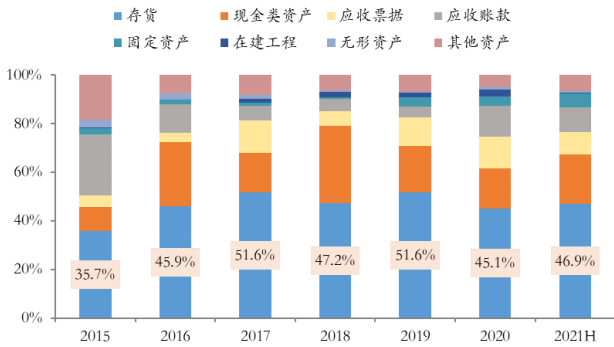
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 12 公司单季度经营性净现金流



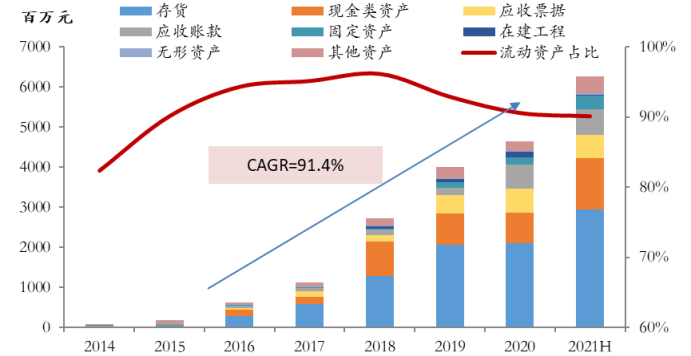
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 公司资产结构, 营运资产占比高



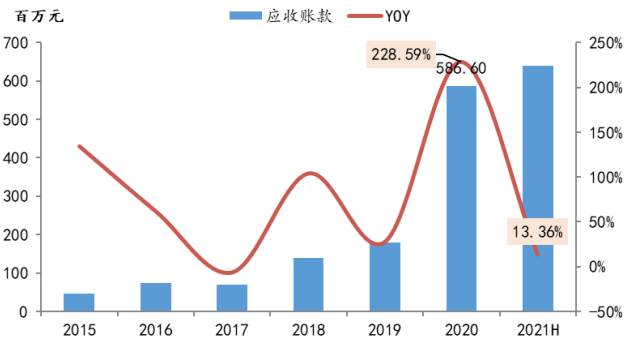
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 14 公司总资产快速增长



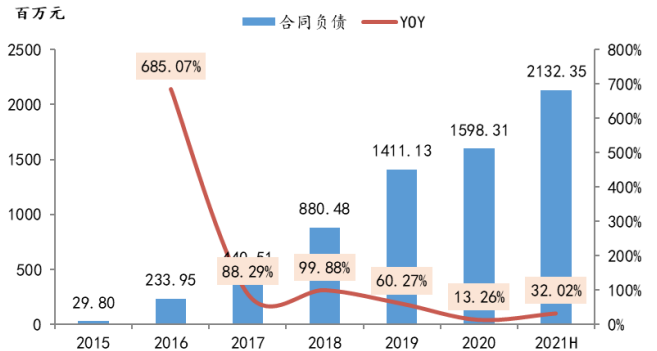
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 15 公司应收账款情况



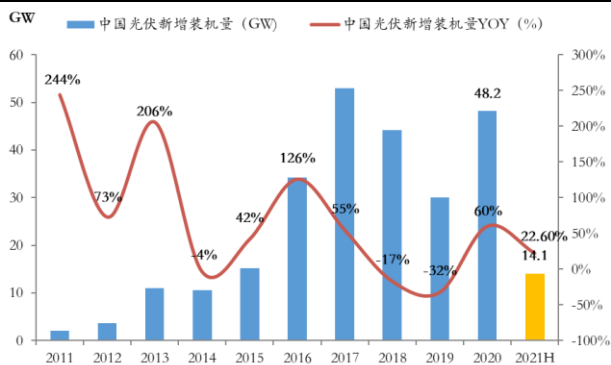
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 公司合同负债情况



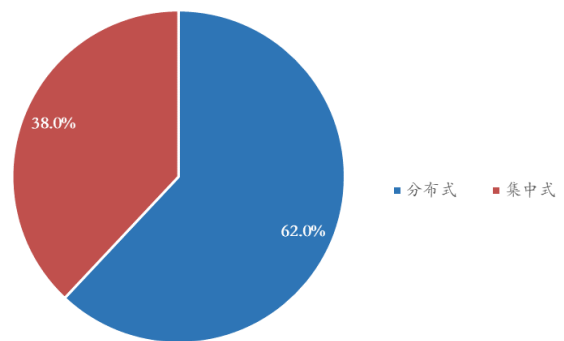
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 17 2021H 我国光伏新增装机 14.1GW



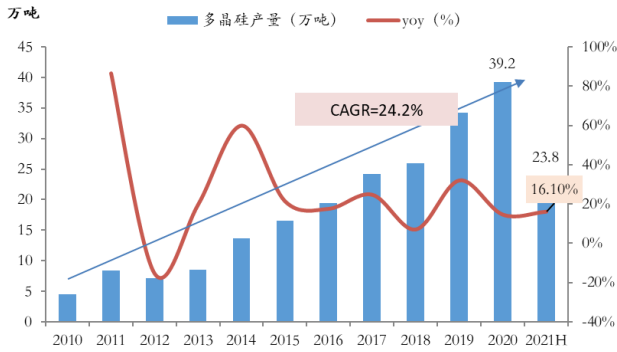
资料来源: CPIA, 华安证券研究所

图表 18 2021H 我国光伏新增装机 62%为分布式



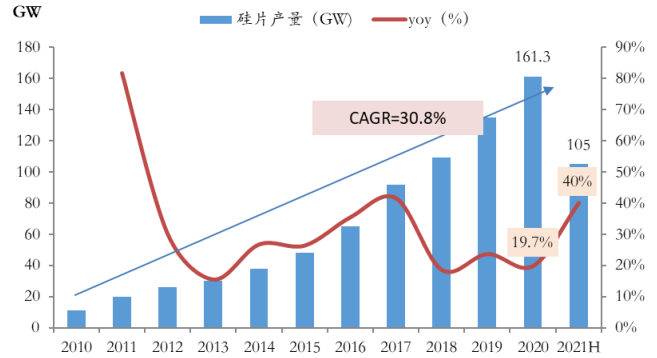
资料来源: CPIA, 华安证券研究所

图表 19 2021H 我国多晶硅产量 23.8 吨



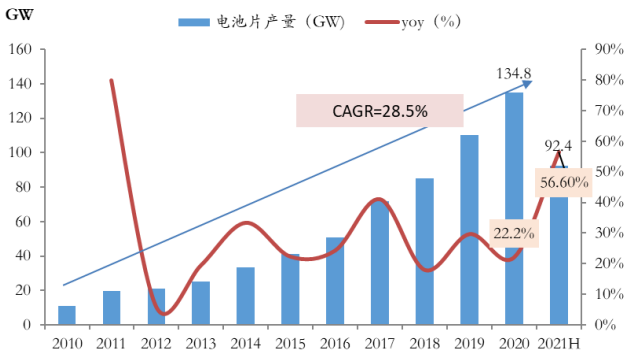
资料来源: CPIA, 华安证券研究所

图表 20 2021H 我国硅片产量 105GW



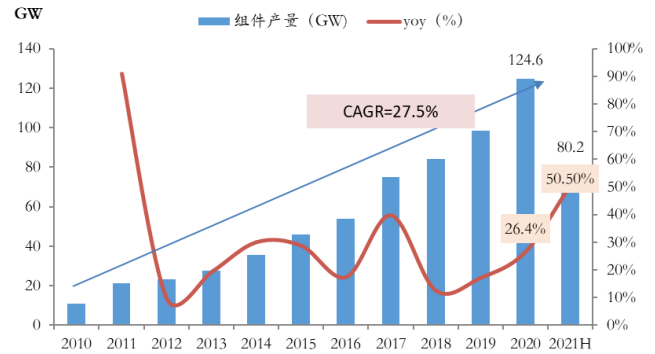
资料来源: CPIA, 华安证券研究所

图表 21 2021H 我国电池片产量 92.4GW



资料来源: CPIA, 华安证券研究所

图表 22 2021H 我国组件产量 80.2GW



资料来源: CPIA, 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	7.58	6.12	8.64	10.63
每股经营现金流薄)	3.64	5.93	11.04	7.26
每股净资产	16.94	29.29	38.21	49.12

估值比率				
P/E	176.96	93.10	65.94	53.64
P/B	39.97	19.46	14.92	11.60
EV/EBITDA	85.66	46.78	33.34	24.28

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。