

专用设备

业绩持续高成长，HJT 设备前景可期

2021 年 10 月 29 日

——迈为股份（300751）2021 三季度报点评

**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、公司积极布局 HJT，持续增长可期  
2021.04.13

**核心观点：**

- 1) **公司业绩持续保持快速增长。**前三季度，公司实现营业收入 21.9 亿元 (+35.3%)，实现归母净利润为 4.6 亿元 (+66.2%)。其中第三季度实现营业收入 9.5 亿元 (同比+39.9%)，相比 Q1/Q2 的同比增速 54.5%/14.7%，持续实现了快速增长；实现归母净利润 2 亿元 (同比+139.7%)，相比 Q1/Q2 的同比增速 85.1%/6.1%，增速进一步加快，Q3 营收及净利润均创历史新高。
- 2) **盈利能力提升，经营性现金流明显向好。**前三季度公司综合毛利率为 38.41% (+3.77pct)，其中 Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 38.21%/38.97%/38.18%，同比分别增加了 6.01/3.23/2.94pct。从现金流看，前三季度经营性现金流净额达到 4.11 亿元 (同比+4.99 亿元)，盈利质量较高。
- 3) **公司 HJT 设备得到市场认可，将受益 HJT 产业化。**随着 HJT 电池实验效率不断创新高，以及薄片化、银包铜等降本技术的不断改进，HJT 产业化趋势明朗。公司自主研发生产出了包括 PECVD 设备、PVD 设备以及丝网印刷设备在内的 HJT 电池核心制程设备，取得了包括安徽华晟、通威、金刚玻璃及阿斯特等客户的认可。公司近期拟增发约 28 亿元建设 HJT 电池 PECVD、PVD 及自动化设备各 40 套，将进一步巩固行业地位。
- 4) **投资评级。**根据我们的盈利预测，公司 2021-2023 年 EPS 分别为 5.98/8.45/12.26 元，动态市盈率分别为 128/91/62 倍，估值处于历史高位。在光伏行业发展前景较为明朗的背景下，公司积极布局 HJT 电池技术，整线设备已经获得客户认可，将受益 HJT 电池产业化，我们维持“增持”评级。
- 5) **风险提示：**产业政策及行业波动风险；验收周期长导致的经营业绩波动风险；市场竞争风险；新技术产品研发及拓展风险等。

迈为股份（300751）与沪深 300 对比表现

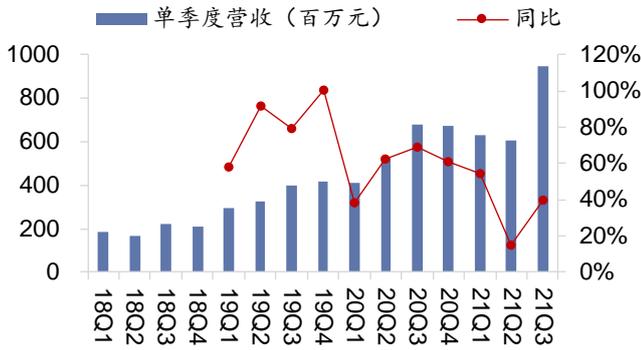


公司数据	Wind 资讯
总市值 (百万)	70,212.26
流通市值 (百万)	35,733.54
总股本 (百万股)	103.10
流通股本 (百万股)	52.47
日成交额 (百万)	665.66
当日换手率 (%)	1.84
第一大股东	周剑

请务必阅读文末重要声明及免责条款

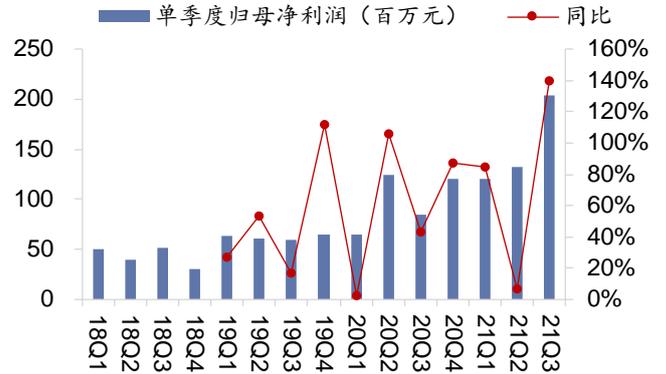
预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2285.44	3132.36	4282.94	5953.87
收入同比	58.96%	37.06%	36.73%	39.01%
净利润 (百万元)	394.43	616.96	871.35	1264.03
净利润同比	59.3%	56.4%	41.2%	45.1%
毛利率	34.02%	38.49%	39.47%	40.13%
净利率	17.26%	19.70%	20.34%	21.23%
EPS (元)	7.58	5.98	8.45	12.26
PE (倍)	100.9	127.8	90.5	62.4

Figure 1 公司营业收入及增速（单季度）



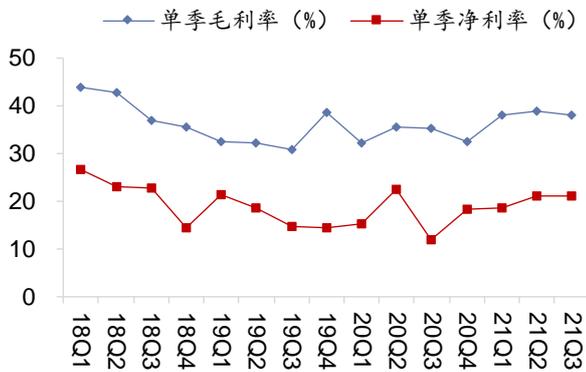
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 公司扣非归母净利润及增速（单季度）



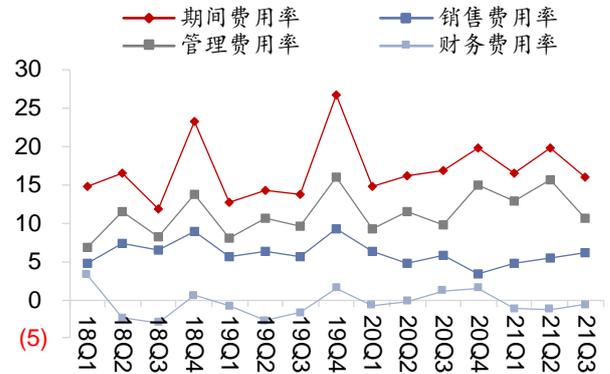
资料来源: wind、世纪证券研究所

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：

光伏行业在双碳政策背景下发展前景明朗，公司作为设备龙头将受益光伏产品客户的不断扩产。公司以丝网印刷设备为基础，已经拓展到 HJT 电池整线设备，获得主流客户的认可，未来两年 HJT 将开始进入快速产业化阶段。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 50%/40%/40%，单机设备营收增速分别为 0%/20%/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 60%/50%/50%。

#### (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。公司今年毛利率出现明显回升，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 37.5%/38.5%/39%，单机设备毛利率分别为 36.5%/37%/38%，配件及其他毛利率保持在 55%左右。

#### (3) 费用率假设

2021/2022/2023 年，我们假设公司综合费用率维持约 17%的水平，其中销售费用率约 5.2%，管理费用率保持在 4.3%，研发费用率约为 7.5%。

Figure 6 公司营业收入及毛利率预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入（百万元）</b>								
成套设备	313	386	665	1182	1534	2301	3222	4510
同比	250.7%	23.5%	72.3%	77.6%	29.8%	50.0%	40.0%	40.0%
单机	26	81	103	190	618	618	742	964
同比	120.5%	209.2%	28.3%	84.2%	224.6%	0.0%	20.0%	30.0%
配件及其他	7	9	19	66	133	213	319	479
同比	129.9%	40.5%	106.9%	241.1%	102.7%	60.0%	50.0%	50.0%

合计收入	345	476	788	1438	2285	3132	4283	5954
同比	232.5%	37.8%	65.5%	82.5%	59.0%	37.1%	36.7%	39.0%
<b>毛利率</b>								
成套设备	53.0%	49.6%	38.9%	31.2%	31.6%	37.5%	38.5%	39.0%
单机	50.8%	47.4%	45.6%	42.9%	33.6%	36.5%	37.0%	38.0%
配件及其他	33.1%	27.6%	28.3%	54.2%	64.2%	55.0%	55.0%	55.0%
<b>主营毛利率</b>	<b>52.4%</b>	<b>48.8%</b>	<b>39.5%</b>	<b>33.8%</b>	<b>34.0%</b>	<b>38.5%</b>	<b>39.5%</b>	<b>40.1%</b>

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 31.3 亿元、42.8 亿元和 59.5 亿元;实现的归属母公司净利润分别为 6.2 亿元、8.7 亿元和 12.3 亿元,实现的 EPS 分别为 5.98 元、8.45 元及 12.26 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 128/91/62 倍,估值处于历史高位。在光伏行业发展前景较为明朗的背景下,公司积极布局 HJT 电池技术,整线设备已经获得客户认可,将受益 HJT 电池产业化,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,行业的市场需求也会发生波动,进而影响公司的经营业绩。

### 2.2 验收周期长导致的经营业绩波动风险

公司的主营业务产品为太阳能丝网印刷成套设备,该设备主要用于电池片生产的后道工序,具有单价较高、安装调试较为复杂、验收周期长等特点。公司需要待客户端产品验收后才确认收入,而验收条件可能受客户新建项目进度、丝网印刷前后道设备性能、客户技术工艺改进等因素影响,具有不确定性。验收时间的不确定性可能导致公司经营业绩存在波动。

### 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 异质结电池生产设备仍需等待客户验证，验证结果存在不确定性。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。两大因素都将影响公司新产品开拓的最终成果。如果公司未来研发的产品技术路线不能适应行业的发展趋势、后续研发投入成本过高或者产品量产过程不及预期，将会对公司的生产经营产生不利影响。

## 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2285</b>	<b>3132</b>	<b>4283</b>	<b>5954</b>
每股收益	7.58	5.98	8.45	12.26	营业成本	1508	1927	2592	3565
每股净资产	33.52	23.42	31.87	44.13	毛利率%	34.0%	38.5%	39.5%	40.1%
每股经营现金流	7.20	11.04	5.13	10.23	营业税金及附加	13	19	26	36
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	114	163	223	310
P/E	100.92	127.84	90.52	62.40	营业费用率%	5.0%	5.2%	5.2%	5.2%
P/B	22.82	32.67	24.01	17.34	管理费用	100	135	184	256
P/S	17.44	25.18	18.42	13.25	管理费用率%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
EV/EBITDA	75.51	105.92	74.56	50.94	研发费用	166	266	321	387
股息率 (%)	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	研发费用率%	7.3%	8.5%	7.5%	6.5%
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用	14	-24	-27	-30
毛利率	34.0%	38.5%	39.5%	40.1%	财务费用率%	0.6%	-0.8%	-0.6%	-0.5%
净利润率	17.3%	19.7%	20.3%	21.2%	资产减值损失	-14	-3	-5	-8
净资产收益率	22.6%	25.6%	26.5%	27.8%	投资收益	0	0	0	0
资产回报率	8.5%	9.6%	10.5%	11.1%	<b>营业利润</b>	<b>389</b>	<b>704</b>	<b>1013</b>	<b>1470</b>
投资回报率	19.9%	23.9%	25.2%	26.8%	营业外收支	<b>62</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>利润总额</b>	<b>451</b>	<b>704</b>	<b>1013</b>	<b>1470</b>
营业收入增长率	59.0%	37.1%	36.7%	39.0%	所得税	64	99	142	206
EBIT 增长率	61.8%	57.4%	42.7%	45.9%	有效所得税率%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	59.3%	56.4%	41.2%	45.1%	少数股东损益	-8	-12	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>394</b>	<b>617</b>	<b>871</b>	<b>1264</b>
资产负债率	62.7%	62.7%	60.7%	60.2%					
流动比率	1.51	1.48	1.55	1.58	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	0.73	0.78	0.81	0.84	货币资金	763	1648	2070	3038
现金比率	0.27	0.42	0.42	0.45	应收款项	1196	1302	1784	2483
<b>经营效率指标 (%)</b>					存货	2097	2636	3546	4875
应收帐款周转天数	93.68	80.00	80.00	80.00	其它流动资产	156	199	215	268
存货周转天数	507.72	500.00	500.00	500.00	流动资产合计	4212	5785	7615	10664
总资产周转率	0.49	0.49	0.52	0.52	长期股权投资	4	4	4	4
固定资产周转率	12.28	8.30	9.90	12.89	固定资产	186	377	433	462
					在建工程	131	131	131	131
					无形资产	39	39	39	39
					非流动资产合计	440	631	686	715
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>4652</b>	<b>6416</b>	<b>8301</b>	<b>11380</b>
净利润	394	617	871	1264	短期借款	65	0	0	0
少数股东损益	-8	-12	0	0	应付账款	930	1452	1776	2442
非现金支出	70	70	85	104	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	2	9	7	7	其它流动负债	1800	2450	3140	4289
营运资金变动	-83	454	-434	-320	流动负债合计	2794	3902	4916	6730
<b>经营活动现金流</b>	<b>375</b>	<b>1138</b>	<b>529</b>	<b>1055</b>	长期借款	91	91	91	91
资产	-153	-230	-100	-80	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	<b>负债总计</b>	<b>2917</b>	<b>4024</b>	<b>5038</b>	<b>6853</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-158</b>	<b>-230</b>	<b>-100</b>	<b>-80</b>	实收资本	52	103	103	103
债权募资	-32	-65	0	0	归属于母公司所有者权益	1746	2414	3286	4550
股权募资	11	51	0	0	少数股东权益	-11	-23	-23	-23
其他	-63	-9	-7	-7	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4652</b>	<b>6416</b>	<b>8301</b>	<b>11380</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-84</b>	<b>-23</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>116</b>	<b>885</b>	<b>422</b>	<b>968</b>					

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。