

Perc 红利仍在延续，向 HJT 时代平稳过渡

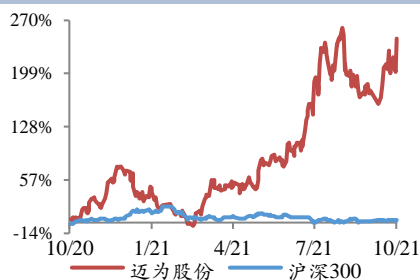
——2021 年三季度业绩点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-29

收盘价 (元)	765.00
近 12 个月最高/最低 (元)	796.83/319.00
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)	789
流通市值 (亿元)	401

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. 中报业绩符合预期，定增加码 HJT 后市可期 2021-07-25
2. 业绩符合预期，产业链利好不断 2021-07-02
3. 一季度业绩符合预期，毛利净利企稳 2021-04-28

主要观点：

- **事件：**10月29日，公司发布2021年三季度报，1-9月份，公司实现收入21.85亿元，同比增长35.33%，归母净利润4.56亿元，同比增长66.22%；单Q3，实现收入9.46亿元，同比增长39.86%，归母净利润2.04亿元，同比增长139.71%。
- **核心观点：**业绩超市场预期。在Perc向HJT的过渡阶段，公司一方面通过理性筛选客户，优化订单质量；另一方面，凭借先发优势，占据HJT核心镀膜环节较高的市场份额。公司整体不再单纯依赖Perc扩产节奏，实现了在手订单平滑过渡，又增强了盈利能力。展望未来，从产业链角度看，供给矛盾缓解确定性高，有利于设备订单落地，景气度长期向上趋势不改；从技术迭代角度看，HJT降本路径清晰，其扩产期有望加速到来，届时市场倾向于选择被验证过的设备，头部企业先发优势将被扩大，格局持续优化。公司作为龙头企业，持续受益，维持“买入”评级。
- **公司利润端增速大幅超越收入端，盈利能力增强，毛利率提升做主要贡献。**
毛利率方面：前三季度，公司整体毛利率38.41%，同比+3.77pct，主要系①Perc扩产末期，公司理性筛选客户，订单质量高；②HJT设备技术壁垒相对较高，龙头设备厂商议价能力较强。
费用率方面：前三季度，公司期间费用率17.25%，同比+1.07pct，销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.12、-0.25、+2.66、-1.22pct，费用端控制良好，并坚持研发投入，保证技术先进性的同时完善“三横三纵”产业布局。
减值计提方面：前三季度，公司信用减值计提约1858万元，2020年同期计提约4900万，整体坏账风险降低。综上，公司前三季度净利率20.39%，同比+4.10pct。
现金流持续改善，Perc红利逐步兑现。前三季度，公司经营性净现金流4.11亿，基本匹配净利润，系公司重视客户质量与回款确定性。
- **迈为在HJT核心镀膜环节市占率较高，未来其先发优势仍有望扩大。**我们梳理了2021年初以来，新增HJT投资规划的设备采购以及新建HJT产线的设备选型情况，根据产能占比估算，迈为股份凭借整线整合经验以及核心设备成熟度优势，占据了核心镀膜环节超过55%的市场份额。HJT试验及试产阶段是设备厂商入局的关键期，一旦进入扩产期，市场将倾向于选择被验证过的设备，头部企业先发优势有望扩大。
- **在手订单规模持续扩大，在Perc-HJT技术切换期，公司实现订单平滑过渡。**从前瞻性指标来看，合同负债自Q2以来突破20亿，截至Q3末为21.96亿元，同比+35%，在手订单规模持续扩大；存货规模同向扩大，

Q3 末为 27.94 亿元，同比+49%。截至目前，迈为 PECVD 取得的订单包括通威合肥 250MW、华晟一期 400MW、通威金堂 250MW、金刚玻璃 1.2GW、华晟二期 1.8GW、爱康泰兴 600MW 以及其 1.8GW 意向订单，此外迈为 HJT 设备客户还包括晶澳、阿特斯等。

● **催化剂**

①预计当下至 2022 年，将有中建材 5GW、华润 12GW、明阳 5GW、爱康长兴/泰兴二期等 HJT 项目陆续启动，迈为有望持续获得订单落地；②预计今年四季度推出超大产能（600MW 级产线对应 12000 片/时产）、可应用纳米/微晶硅技术的 PECVD，而微晶硅技术的应用有望于 2022 年推动 HJT 平均量产效率超过 25%；③低温银浆国产化、“银包铜”应用以及 N 型硅片配套完善等降本措施，将会进一步推动 HJT 商业化进程。

● **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 32.3/47.6/64.8 亿元，归母净利润分别为 6.55/10.04/14.16 亿元，对应 PE 为 120/79/56，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。

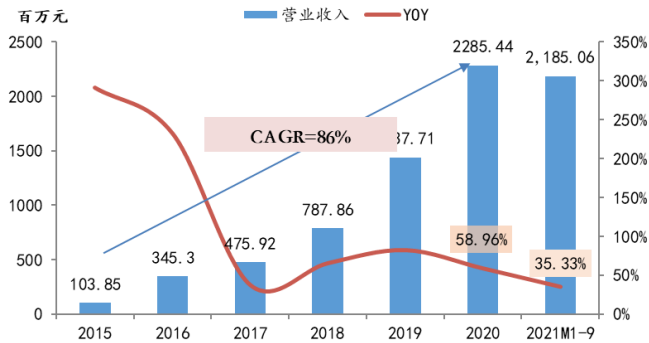
● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2285	3228	4762	6476
收入同比 (%)	59.0%	41.2%	47.5%	36.0%
归属母公司净利润	394	655	1004	1416
净利润同比 (%)	59.3%	66.1%	53.2%	41.0%
毛利率 (%)	34.0%	38.3%	40.7%	40.1%
ROE (%)	22.6%	21.5%	24.6%	25.6%
每股收益 (元)	7.58	6.36	9.74	13.73
P/E	176.96	120.35	78.55	55.70
P/B	39.97	25.91	19.35	14.28
EV/EBITDA	85.66	64.46	39.27	27.08

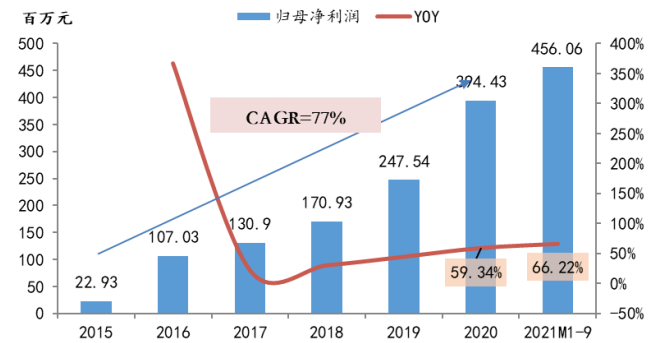
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表1 公司 2021M1-9 营收增速 35.33%



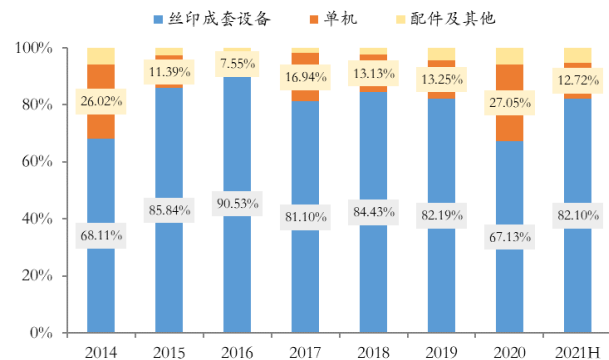
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表2 公司 2021M1-9 归母净利润增速 66.22%



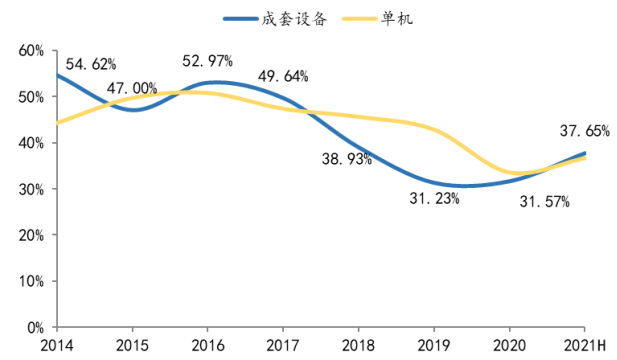
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表3 迈为股份产品结构变迁



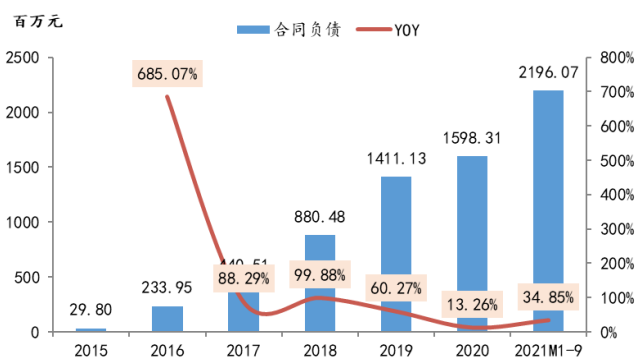
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表4 迈为分产品毛利率情况



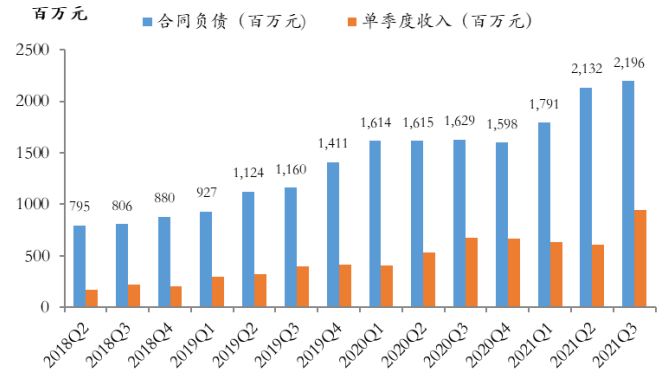
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表5 截至 2021Q3 末合同负债 21.96 亿元



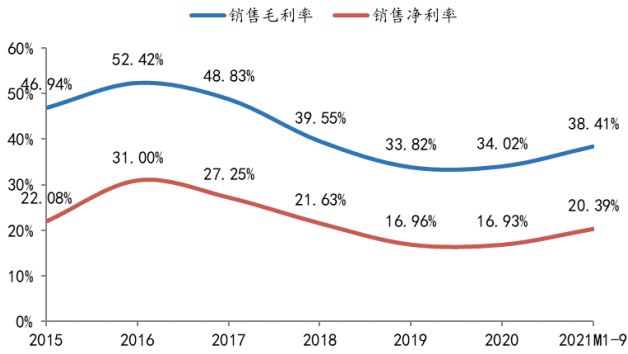
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表6 公司分季度合同负债对比单季度收入



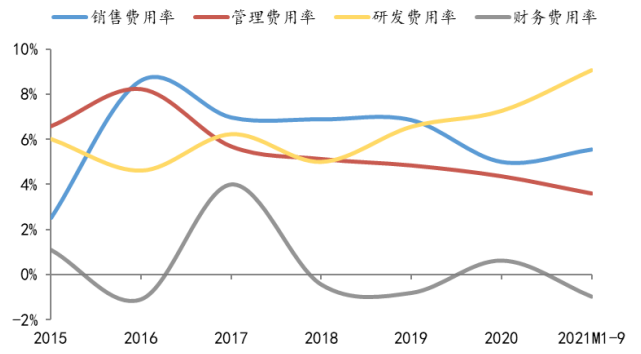
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 公司整体毛、净利率企稳回升



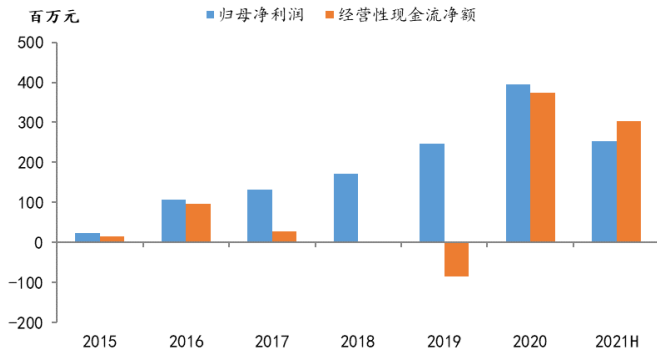
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 公司期间费用率情况



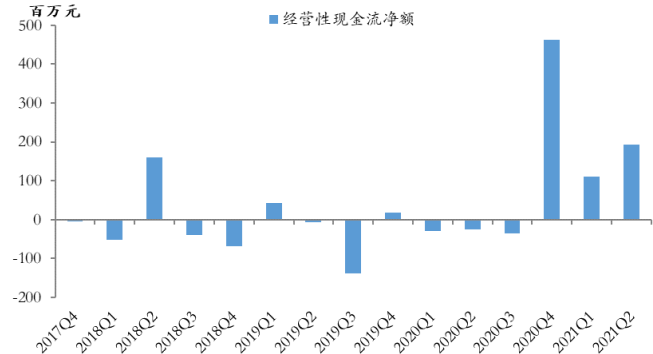
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 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 10 公司单季度经营性净现金流



资料来源: Wind, 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	7104	11158	15780	营业收入	2285	3228	4762	6476
现金	763	2117	3370	4343	营业成本	1508	1993	2823	3882
应收账款	587	884	1435	2129	营业税金及附加	13	21	31	43
其他应收款	15	30	45	58	销售费用	114	178	257	337
预付账款	64	63	91	131	管理费用	100	123	176	227
存货	2097	3003	4640	6913	财务费用	14	-31	-67	-97
其他流动资产	686	1005	1577	2206	资产减值损失	-14	-20	-40	-30
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	747	1145	1614
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	7595	11703	16380	利润总额	451	747	1145	1614
流动负债	2794	4452	7548	10808	所得税	64	105	160	226
短期借款	65	0	0	0	净利润	387	642	984	1388
应付账款	723	710	1315	2340	少数股东损益	-8	-13	-20	-28
其他流动负债	2006	3742	6233	8468	归属母公司净利润	394	655	1004	1416
非流动负债	122	122	122	122	EBITDA	405	648	1031	1459
长期借款	91	91	91	91	EPS (元)	7.58	6.36	9.74	13.73
其他非流动负债	31	31	31	31					
负债合计	2917	4574	7670	10930					
少数股东权益	-11	-24	-44	-71					
股本	52	57	57	57					
资本公积	768	1378	1378	1378					
留存收益	927	1609	2641	4086					
归属母公司股东权益	1746	3044	4077	5522					
负债和股东权益	4652	7595	11703	16380					

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	843	1292	1013	成长能力				
净利润	394	655	1004	1416	营业收入	59.0%	41.2%	47.5%	36.0%
折旧摊销	20	9	9	9	营业利润	40.6%	92.0%	53.2%	41.0%
财务费用	26	6	5	5	归属于母公司净利	59.3%	66.1%	53.2%	41.0%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-83	166	253	-419	毛利率 (%)	34.0%	38.3%	40.7%	40.1%
其他经营现金流	496	497	771	1837	净利率 (%)	17.3%	20.3%	21.1%	21.9%
投资活动现金流	-158	-33	-34	-35	ROE (%)	22.6%	21.5%	24.6%	25.6%
资本支出	-153	-33	-34	-35	ROIC (%)	17.4%	17.6%	21.3%	22.5%
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%	60.2%	65.5%	66.7%
筹资活动现金流	-84	544	-5	-5	净负债比率 (%)	168.1%	151.4%	190.2%	200.5%
短期借款	-132	-65	0	0	流动比率	1.51	1.60	1.48	1.46
长期借款	91	0	0	0	速动比率	0.73	0.91	0.85	0.81
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	0.42	0.41	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	1354	1252	973	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	6.36	9.74	13.73
					每股经营现金流薄)	3.64	8.18	12.53	9.83
					每股净资产	16.94	29.53	39.54	53.56
					估值比率				
					P/E	176.96	120.35	78.55	55.70
					P/B	39.97	25.91	19.35	14.28
					EV/EBITDA	85.66	64.46	39.27	27.08

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 15%；
- 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。