

2022年01月17日

迈为股份 (300751.SZ)

公司动态分析

证券研究报告

光伏

Perc 红利延续，盈利能力增强

——2021年业绩预告点评

■事件：迈为股份发布2021年业绩预告，预计实现归母净利润5.8~6.8亿元，同比增长47.1%~72.4%；单Q4，预计实现归母净利润1.24~2.24亿元，同比增长3%~187%。

■核心观点：根据wind一致预期，预计公司归母净利润约6亿元，处于公司公告业绩区间，预计Q4单季度归母净利润中位数1.74亿元。业绩高增长主要系Perc扩产红利延续，公司丝印设备销量稳步提升。展望未来，一方面Topcon与HJT多种技术路线并行有望持续共同拉动丝印设备需求，另一方面，公司HJT核心PECVD设备竞争优势明显，2021年招标市占率超过60%，我们认为，随着HJT商业化的逐步推进，HJT设备有望为公司带来新的业绩增量，预计公司2022年进入HJT订单收入确认期。

■Perc时代红利延续，未来HJT、激光设备放量有望成为公司新的业绩增长点：据北极星太阳能光伏网的不完全统计，2021年，电池片扩产规划达到169.2GW，其中估计Perc规模超过100GW，投产时间预计集中在2021-2022年，受产业链制造端硅片、电池片、组件一体化驱动，2021年仍为Perc扩产大年，公司主营的Perc丝印设备销量稳步上升，使得公司业绩保持较高增速。展望2022年，从前瞻性指标来看，截至21年Q3末公司合同负债21.96亿元，同比+35%，在手订单规模持续扩大，其中①丝印设备方面，Topcon与HJT多种技术路线并行共同拉动丝印设备需求；②HJT核心PECVD设备方面，公司陆续中标华晟二期、爱康泰兴、金刚玻璃、REC、明阳等项目；③激光设备方面：在OLED和半导体领域均实现客户验收，并已接到供货、试用订单。公司“三横三纵”全方位布局进一步深化，有望在2022年贡献业绩增量。

■盈利能力增强，毛利率提升趋势有望延续：公告显示，公司整体销售毛利率同比有所增长，从三季度数据来看，公司整体毛利率38.41%，同比+3.77pct，主要系Perc扩产末期，公司不以Perc丝印设备市占率为首要目标，理性筛选优质客户，重视盈利质量与回款。展望未来，我们预计，HJT商业化初期设备溢价较高，在营收结构多元化趋势下，毛利率有望进一步提升。

■定增落地提前布局大重量真空设备产能，配合HJT爆发扩大竞争优势：根据公开信息汇总，2021年，迈为PECVD取得的订单包括通威

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：746.00元
股价(2022-01-14) 543.91元

交易数据

总市值(百万元)	58,779.76
流通市值(百万元)	36,642.11
总股本(百万股)	108.07
流通股本(百万股)	67.37
12个月价格区间	319.00/796.83元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-20.28	-18.83	91.65
绝对收益	-25.18	-19.73	85.16

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004
guoqq@essence.com.cn

范云浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120007
fanyh@essence.com.cn

相关报告

- 迈为股份：半年报盈利能力显著优化，定增扩张异质结产能/李哲 2021-07-28
- 迈为股份：年报业绩符合预期，盈利能力持续优化/李哲 2021-04-11
- 迈为股份：年报业绩符合预期，龙头未来成长空间广阔/李哲 2021-01-29
- 迈为股份：Q3业绩符合预期，盈利能力同比稳中有升/李哲 2020-10-29

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、REC 新加坡 400MW 及明阳 1GW，全年 HJT 招标规模约 8GW（实际落地规模超过 8GW），公司 PECVD 拿到其中约 5.25GW（根据以上信息加总所得），核心设备招标市占率超过 60%，公司三代 HJT 单线具备大产能优势，已达 600MW，因此订单实际落地市占率预计更高。公司定增已于 21 年 12 月完成发行，募集资金 28.12 亿，其中 23 亿投向异质结太阳能电池片设备产业化项目，有望在 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。公司提前布局大重量真空设备产能，未来配合 HJT 行业爆发，有望进一步扩大竞争优势。

■**投资建议：**我们预计公司 2021 年-2023 年的收入增速分别为 37.2%、37.3%、46.2%，净利润增速分别为 59.6%、36.3%、46.0%，对应 PE 分别为 94、69、47 倍；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 746 元，相当于 2023 年的动态市盈率 64。

■**风险提示：**下游新增装机不及预期；HJT 商业化进展不及预期；设备行业竞争加剧。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,437.7	2,285.4	3,135.4	4,304.8	6,295.6
净利润	247.5	394.4	629.5	858.3	1,253.4
每股收益(元)	2.29	3.65	5.81	7.92	11.57
每股净资产(元)	12.57	16.16	20.68	26.91	35.99
盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	237.5	149.0	93.6	68.7	47.0
市净率(倍)	43.3	33.7	26.3	20.2	15.1
净利润率	17.2%	17.3%	20.1%	19.9%	19.9%
净资产收益率	18.2%	22.6%	28.1%	29.4%	32.1%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%
ROIC	55.9%	47.1%	53.4%	136.0%	73.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,437.7	2,285.4	3,135.4	4,304.8	6,295.6	成长性					
减:营业成本	951.5	1,507.9	1,925.9	2,606.8	3,817.8	营业收入增长率	82.5%	59.0%	37.2%	37.3%	46.2%
营业税费	9.5	12.7	19.7	25.8	37.8	营业利润增长率	39.3%	40.6%	68.8%	48.8%	46.8%
销售费用	98.6	114.4	166.2	215.2	302.2	净利润增长率	44.8%	59.3%	59.6%	36.3%	46.0%
管理费用	69.6	99.6	109.7	142.1	207.8	EBITDA 增长率	31.4%	85.9%	68.4%	45.1%	47.0%
研发费用	94.3	165.9	250.8	340.1	491.1	EBIT 增长率	31.1%	83.6%	71.1%	46.0%	47.6%
财务费用	-11.6	14.3	-14.5	-21.3	-24.7	NOPLAT 增长率	35.8%	56.4%	63.1%	46.3%	46.7%
资产减值损失	-2.8	-13.9	-20.0	-20.0	-30.0	投资资本增长率	85.6%	44.0%	-42.6%	170.2%	8.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	18.8%	28.0%	28.6%	29.7%	33.3%
投资和汇兑收益	-	-0.2	-1.0	1.0	1.1						
营业利润	276.7	389.0	656.6	977.0	1,434.7	利润率					
加:营业外净收支	15.3	61.5	50.0	-	-	毛利率	33.8%	34.0%	38.6%	39.4%	39.4%
利润总额	292.0	450.6	706.6	977.0	1,434.7	营业利润率	19.2%	17.0%	20.9%	22.7%	22.8%
减:所得税	48.1	63.6	84.8	131.9	200.9	净利润率	17.2%	17.3%	20.1%	19.9%	19.9%
净利润	247.5	394.4	629.5	858.3	1,253.4	EBITDA/营业收入	15.4%	18.1%	22.2%	23.4%	23.6%
						EBIT/营业收入	15.1%	17.4%	21.8%	23.1%	23.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	20	26	21	14	9
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	流动营业资本周转天数	102	97	61	72	84
货币资金	767.1	763.0	1,581.7	1,203.3	2,029.6	流动资产周转天数	793	625	616	596	576
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	43	63	75	80	85
应收帐款	200.4	602.1	704.4	1,208.9	1,764.0	存货周转天数	419	328	307	303	303
应收票据	474.8	609.4	871.2	1,161.7	1,811.2	总资产周转天数	842	682	664	628	597
预付帐款	13.0	64.0	30.1	84.4	98.6	投资资本周转天数	142	141	96	94	98
存货	2,066.4	2,097.5	3,252.4	3,988.9	6,616.2						
其他流动资产	197.4	76.4	80.3	84.3	88.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.2%	22.6%	28.1%	29.4%	32.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	8.3%	9.0%	10.4%	9.7%
长期股权投资	-	4.3	4.3	4.3	4.3	ROIC	55.9%	47.1%	53.4%	136.0%	73.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	145.9	186.2	174.8	163.4	152.0	销售费用率	6.9%	5.0%	5.3%	5.0%	4.8%
在建工程	73.5	130.5	130.5	130.5	130.5	管理费用率	4.8%	4.4%	3.5%	3.3%	3.3%
无形资产	16.0	39.4	37.5	35.5	33.6	研发费用率	6.6%	7.3%	8.0%	7.9%	7.8%
其他非流动资产	50.5	79.2	44.5	51.0	52.5	财务费用率	-0.8%	0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
资产总额	4,005.1	4,652.0	6,911.5	8,116.2	12,781.0	四费/营业收入	17.5%	17.3%	16.3%	15.7%	15.5%
短期债务	197.2	65.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	566.0	762.0	1,210.8	1,313.3	2,343.3	资产负债率	66.2%	62.7%	67.5%	64.1%	69.7%
应付票据	415.2	206.5	748.6	559.2	1,235.1	负债权益比	195.5%	168.1%	207.3%	178.6%	229.9%
其他流动负债	1,464.0	1,760.9	2,648.7	3,276.5	5,267.7	流动比率	1.41	1.51	1.41	1.50	1.40
长期借款	-	91.0	-	-	-	速动比率	0.63	0.76	0.71	0.73	0.65
其他非流动负债	7.4	31.3	16.1	18.3	21.9	利息保障倍数	-18.75	27.81	-47.01	-46.85	-59.58
负债总额	2,649.7	2,916.7	4,624.3	5,167.4	8,867.9	分红指标					
少数股东权益	-3.6	-11.1	-10.5	-23.7	-43.2	DPS(元)	0.48	0.80	1.24	1.69	2.49
股本	52.0	52.1	108.4	108.4	108.4	分红比率	21.0%	21.8%	21.4%	21.4%	21.5%
留存收益	1,306.9	1,694.2	2,133.0	2,807.8	3,791.6	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%
股东权益	1,355.3	1,735.3	2,230.9	2,892.5	3,856.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	2.29	3.65	5.81	7.92	11.57
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	BVPS(元)	12.57	16.16	20.68	26.91	35.99
净利润	243.9	386.9	629.5	858.3	1,253.4	PE(X)	237.5	149.0	93.6	68.7	47.0
加:折旧和摊销	5.8	19.9	13.3	13.3	13.3	PB(X)	43.3	33.7	26.3	20.2	15.1
资产减值准备	9.2	49.6	-	-	-	P/FCF	-2,871.1	1,506.2	68.4	-336.6	52.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	40.9	25.7	18.8	13.7	9.4
财务费用	8.7	26.0	-14.5	-21.3	-24.7	EV/EBITDA	30.3	83.8	82.4	57.2	38.3
投资损失	-	0.2	1.0	-1.0	-1.1	CAGR(%)	51.3%	47.2%	53.9%	51.3%	47.2%
少数股东损益	-3.7	-7.5	-7.7	-13.2	-19.5	PEG	4.6	3.2	1.7	1.3	1.0
营运资金的变动	-301.6	-5.6	415.4	-1,054.3	-152.7	ROIC/WACC	5.3	4.5	5.1	13.0	7.0
经营活动产生现金流量	-84.2	375.0	1,037.0	-218.1	1,068.7	REP	1.7	7.3	18.5	2.7	4.5
投资活动产生现金流量	-158.6	-157.5	-1.0	1.0	1.1						
融资活动产生现金流量	29.1	-83.6	-217.3	-161.3	-243.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034