

公司研究/公告点评

2019年07月14日

机械设备/专用设备 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 132.50
合理价格区间(元): 145.90~160.49

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

李倩倩 执业证书编号: S0570518090002
研究员 liqianqian013682@htsc.com

关东奇 执业证书编号: S0570519040003
研究员 021-28972081
guandongqilai@htsc.com

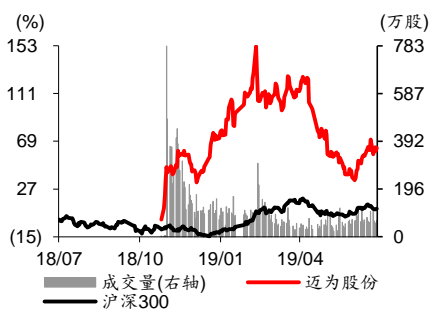
黄波 0755-82493570
联系人 huangbo@htsc.com

时彧 021-28972071
联系人 shiyu013577@htsc.com

相关研究

- 1《迈为股份(300751,增持): 丝网印刷龙头地位强化》2019.02
- 2《迈为股份(300751,增持): 丝网印刷设备冠军, 竞争优势显著》2019.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	52.00
流通 A 股 (百万股)	13.00
52 周内股价区间 (元)	81.62-206.09
总市值 (百万元)	6,890
总资产 (百万元)	2,989
每股净资产 (元)	22.47

资料来源: 公司公告

19H1 预增 23~40%，丝印设备大幅增长 迈为股份(300751)

2019 中报业绩预告增长 23~40%，略低于预期，丝印设备销量大幅增长

公司发布 2019 年中报业绩预告，预计上半年盈利 1.10~1.25 亿元，同比增长 23~40%，业绩增长略低于预期。对应 Q2 单季度盈利同比增长 18~56%。核心产品太阳能丝网印刷设备销量有较大幅度增长。光伏竞价结果出炉，新增光伏装机有望回暖。毛利率承压及新增折旧摊销，恐将拖累短期盈利水平。维持盈利预测，预计 19-21 年 EPS 为 4.86/5.72/6.72 元，PE 为 27/23/20 倍。考虑整体估值下调，调整目标价至 145.90~160.49 元，对应 19 年 PE 估值 30~33 倍，维持“增持”评级。

光伏竞价结果出炉，新增光伏装机有望回暖

国家能源局 7 月 11 日公布 2019 年光伏补贴竞价结果，2019 年计划建设光伏发电项目规模 50 GW，预计年内完工并网 40~45 GW，好于市场预期（19 年完工 40 GW 以内）。我们认为，国内竞价项目的陆续启动，新增光伏装机有望逐渐回暖。下游产品需求旺盛，龙头客户产能饱和。通威股份 2019 中报业绩预告显示，电池片出货量同比增长 97%，整体产能利用率超过 110%。公司作为丝网印刷设备龙头，订单持续增长可期。

毛利率承压及新增折旧摊销，恐将拖累短期盈利水平

公司一季报显示，19Q1 单季毛利率再次下探至 32.6%，自 17Q4 开始已连续 5 个季度环比下滑。我们预计主要受到低毛利外协设备购置占比上升、产品提价不足以覆盖材料成本的影响。从公司预收款项/各季度验收规模来看，或仍将消化部分低毛利订单。公司募投项目新增折旧摊销约 2,200 万元，相比 18 年的 410 万元大幅提高。一季末，公司在建工程为 9,608 万元，较 18 年末增加约 3200 万元，募投项目或处于加速建设期。从低毛利订单及折旧摊销两个角度判断，我们预计短期内公司盈利水平恐受拖累。

研发布局新型电池设备，新签订单超预期

公司一季报显示，已着手研发新工艺丝网印刷设备、叠瓦组件设备、智能栅线设备及高速 IBC 电池丝网印刷线。公司核心产品丝网印刷设备性能持续提升，有望维持对竞品的性能优势。新产品开拓进展超预期，2018 年光伏 PERC 及 SE 激光设备与叠瓦组件设备的在手订单分别为 2.3 亿元和 8600 万元，OLED 显示装备中标维信诺固安 AMOLED 面板生产线激光项目。智能栅线设备紧跟梅尔博格的技术路线，未来有望实现进口替代。

维持盈利预测，下调目标价，维持“增持”评级

预计公司 19-21 年营业收入为 13.5/16.0/18.5 亿元，归母净利润为 2.5/3.0/3.5 亿元，EPS 为 4.86/5.72/6.72 元，PE 为 27/23/20 倍。公司竞争优势显著，受益于光伏行业降本增效与电池技术更新迭代，订单持续性强。考虑到可比公司（剔除北方华创）整体估值下调，PE 平均值由 19 年 3 月末的 29 倍降至 7 月初的 24 倍，调整公司 2019 年 PE 估值至 30~33 倍（原值 39~42 倍），相对可比公司溢价率 27~40%（原值 34~44%），对应目标价 145.90~160.49 元，维持“增持”评级。

风险提示：光伏行业景气度大幅下滑；产业政策变化超出预期；市场竞争加剧；全球贸易环境恶化；技术替代风险。

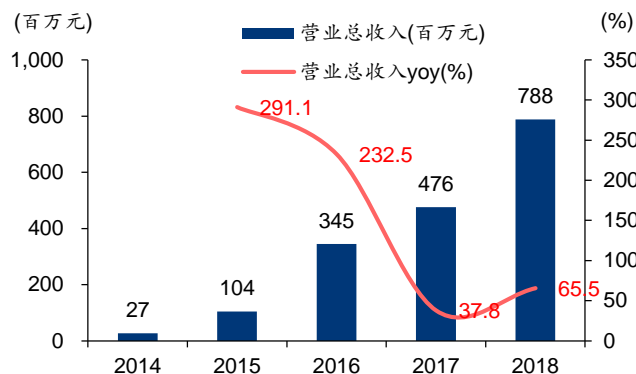
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	475.92	787.86	1,354	1,600	1,850
+/-%	37.83	65.55	71.85	18.18	15.62
归属母公司净利润 (百万元)	130.90	170.93	252.89	297.28	349.33
+/-%	22.30	30.58	47.95	17.55	17.51
EPS (元, 最新摊薄)	2.52	3.29	4.86	5.72	6.72
PE (倍)	52.64	40.31	27.24	23.18	19.72

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

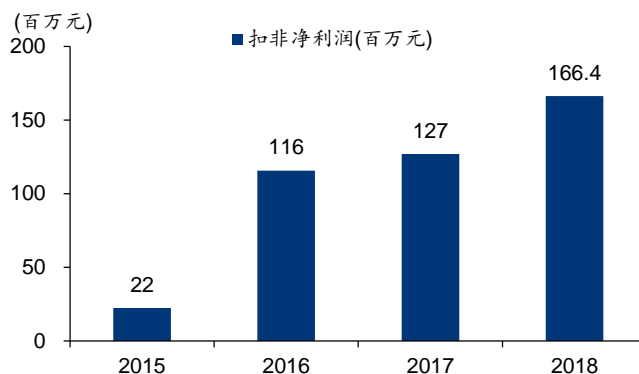
经营指标概览

图表1：2018年公司营业收入同比增长65.5%



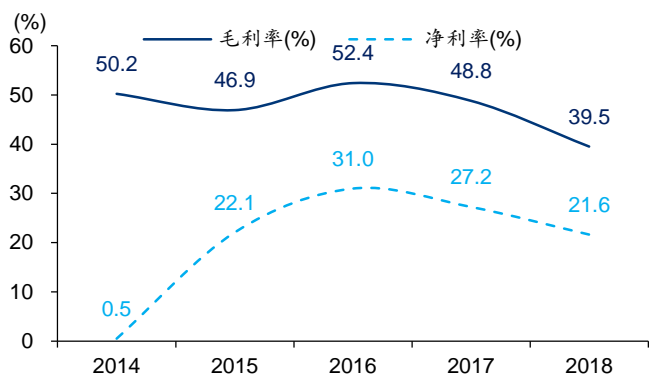
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2：2018年公司扣非净利润大幅增加



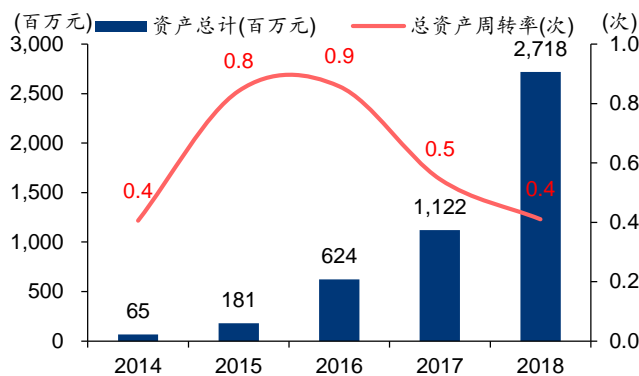
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表3：2018年公司综合毛利率/净利率同比下滑9.28 pct/5.62 pct



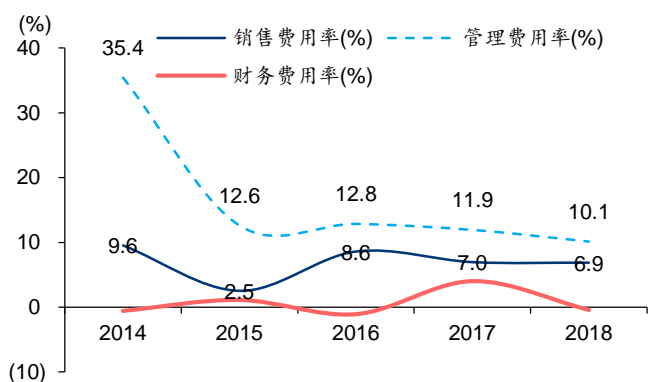
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表4：2018年公司总资产大幅上升，周转率下降



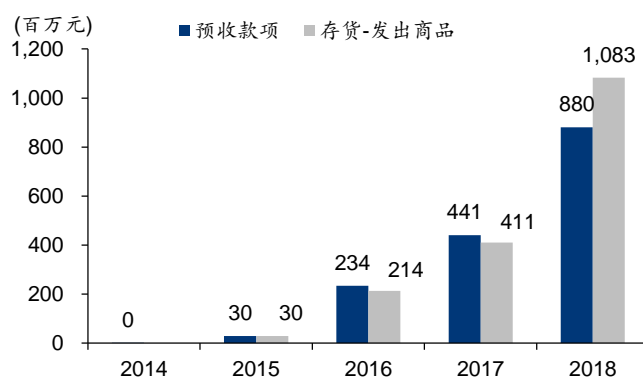
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表5：2018年公司三项费用率(含研发)保持稳定



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表6：2018年末公司预收款项与发出商品大幅增加



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

可比公司估值

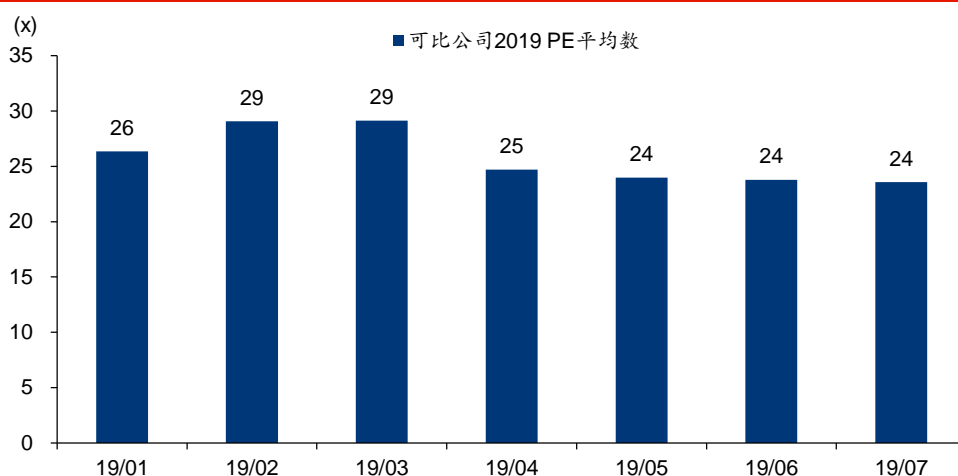
图表7: 可比公司估值 (数据日期为 2019年7月13日)

代码	名称	预测来源	市值(亿元)	EPS(元)				PE(x)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
300316	晶盛机电	华泰证券	155.04	0.46	0.58	0.74	0.97	26.40	20.73	16.21	12.42
300724	捷佳伟创	华泰证券	89.86	0.96	1.27	1.55	1.70	29.35	22.04	18.15	16.49
300450	先导智能	华泰证券	291.36	0.84	1.20	1.59	1.81	39.24	27.59	20.78	18.27
300757	罗博特科	Wind 一致预期	32.84	0.92	1.32	1.71	-	34.45	23.89	18.47	-
	平均数		142.27	0.79	1.09	1.40	1.49	32.36	23.56	18.40	15.73
300751	迈为股份	华泰证券	68.90	3.29	4.86	5.72	6.72	40.31	27.24	23.18	19.72

注: 原可比公司中, 北方华创估值显著高于其他几家公司, 予以剔除

资料来源: Wind、华泰证券研究所

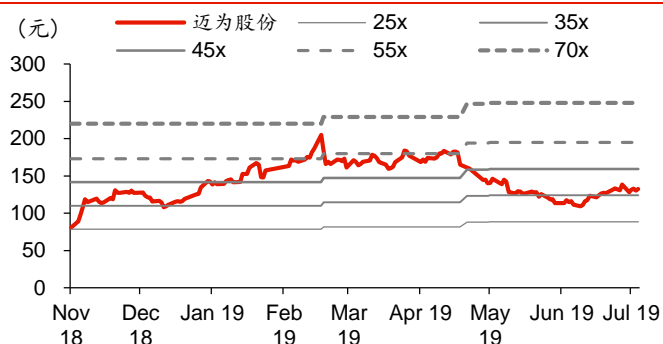
图表8: 可比公司整体估值下调, PE平均值由19年3月末的29倍降至7月初的24倍



资料来源: Wind、华泰证券研究所

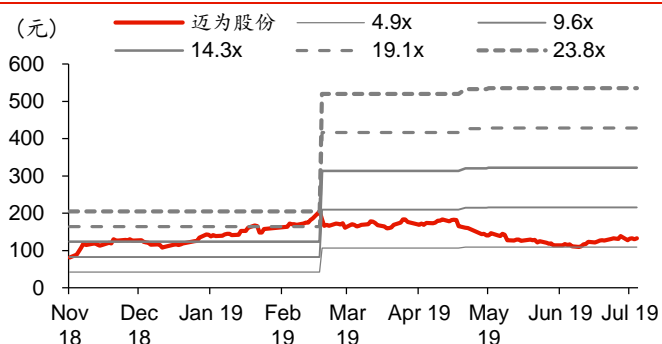
PE/PB - Bands

图表9: 迈为股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表10: 迈为股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,067	2,613	2,578	2,879	3,248
现金	183.16	863.53	894.74	920.04	1,098
应收账款	217.38	302.33	473.87	560.03	647.50
其他应收账款	2.31	4.36	10.00	10.00	10.00
预付账款	12.96	17.31	58.19	106.92	163.29
存货	578.89	1,282	1,042	1,182	1,229
其他流动资产	72.09	143.18	100.00	100.00	100.00
非流动资产	54.75	105.14	327.72	427.02	425.56
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	13.86	16.69	218.31	322.22	325.36
无形资产	15.09	16.30	35.46	31.26	27.05
其他非流动资产	25.80	72.15	73.94	73.54	73.14
资产总计	1,122	2,718	2,906	3,306	3,674
流动负债	799.61	1,567	1,537	1,665	1,713
短期借款	88.00	126.19	130.00	135.00	140.00
应付账款	255.20	526.01	585.20	600.60	606.38
其他流动负债	456.41	914.80	822.06	929.00	966.63
非流动负债	11.99	9.75	11.65	11.44	11.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	11.99	9.75	11.65	11.44	11.28
负债合计	811.61	1,577	1,549	1,676	1,724
少数股东权益	(0.59)	0.09	(0.51)	(0.16)	0.26
股本	39.00	52.00	52.00	52.00	52.00
资本公积	63.90	710.61	710.61	710.61	710.61
留存公积	207.63	378.56	595.05	867.04	1,187
归属母公司股东权益	310.53	1,141	1,358	1,630	1,949
负债和股东权益	1,122	2,718	2,906	3,306	3,674

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	27.50	0.50	294.16	167.63	228.27
净利润	129.68	170.43	252.29	297.63	349.74
折旧摊销	2.97	4.07	9.50	22.30	26.46
财务费用	19.02	(3.43)	(0.09)	0.03	(0.24)
投资损失	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(116.72)	(160.75)	48.14	(152.12)	(147.54)
其他经营现金	(7.46)	(9.82)	(15.69)	(0.21)	(0.16)
投资活动现金	(14.99)	(40.83)	(230.28)	(122.00)	(25.40)
资本支出	15.00	40.83	209.88	121.60	25.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.01	0.00	(20.40)	(0.40)	(0.40)
筹资活动现金	14.47	697.43	(32.68)	(20.32)	(24.49)
短期借款	43.18	38.19	3.81	5.00	5.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	13.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	646.71	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(28.71)	(0.47)	(36.49)	(25.32)	(29.49)
现金净增加额	9.63	661.14	31.20	25.31	178.38

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	475.92	787.86	1,354	1,600	1,850
营业成本	243.54	476.27	817.59	974.70	1,127
营业税金及附加	2.91	5.24	8.12	9.60	11.10
营业费用	33.18	54.29	73.91	85.64	97.55
管理费用	27.05	40.39	151.03	172.79	194.88
财务费用	19.02	(3.43)	(0.09)	0.03	(0.24)
资产减值损失	(0.89)	6.75	7.00	7.00	7.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	150.49	198.67	296.35	350.32	412.36
营业外收入	3.21	5.42	4.00	4.00	4.00
营业外支出	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	153.71	204.08	300.35	354.32	416.36
所得税	24.03	33.65	48.06	56.69	66.62
净利润	129.68	170.43	252.29	297.63	349.74
少数股东损益	(1.21)	(0.49)	(0.60)	0.35	0.42
归属母公司净利润	130.90	170.93	252.89	297.28	349.33
EBITDA	172.48	199.30	305.76	372.65	438.58
EPS (元, 基本)	3.36	3.29	4.86	5.72	6.72

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	37.83	65.55	71.85	18.18	15.62
营业利润	48.58	32.01	49.17	18.21	17.71
归属母公司净利润	22.30	30.58	47.95	17.55	17.51
获利能力 (%)					
毛利率	48.83	39.55	39.61	39.08	39.06
净利率	27.50	21.70	18.68	18.58	18.88
ROE	42.15	14.98	18.63	18.24	17.92
ROIC	65.39	40.33	42.12	34.94	35.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.37	58.01	53.30	50.70	46.93
净负债比率 (%)	10.84	8.00	8.39	8.05	8.12
流动比率	1.33	1.67	1.68	1.73	1.90
速动比率	0.61	0.85	1.00	1.02	1.18
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.41	0.48	0.52	0.53
应收账款周转率	5.72	7.10	4.32	3.10	3.06
应付账款周转率	1.41	1.22	1.47	1.64	1.87
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.52	3.29	4.86	5.72	6.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.01	5.66	3.22	4.39
每股净资产(最新摊薄)	5.97	21.95	26.11	31.34	37.49
估值比率					
PE (倍)	52.64	40.31	27.24	23.18	19.72
PB (倍)	22.19	6.04	5.07	4.23	3.53
EV_EBITDA (倍)	35.67	30.87	20.12	16.51	14.03

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com