业绩符合预期，毛利率或探底回升

迈为股份(300751)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	138.32
合理价格区间(元):	152.98~167.78

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

黄波 研究员 执业证书编号：S0570519090003 0755-82493570 huangbo@htsc.com

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

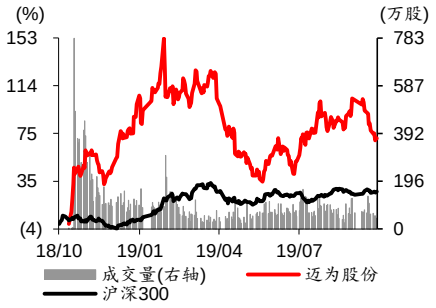
关东奇来 研究员 执业证书编号：S0570519040003 021-28972081 guandongqilai@htsc.com

时彧 联系人 021-28972071 shiyu013577@htsc.com

相关研究

1《迈为股份(300751 SZ,增持): 19H1 业绩符合预期，订单超预期》2019.08
2《迈为股份(300751,增持): 19H1 预增23~40%，丝印设备大幅增长》2019.07
3《迈为股份(300751,增持): 丝网印刷龙头地位强化》2019.02

一年内股价走势图



资料来源：Wind

业绩符合预期，毛利率或探底回升

公司发布 2019 年三季报，1-9 月实现营收 10.22 亿元/+76.1%，归母净利润 1.84 亿元/+30.5%，扣非后 1.67 亿元/+21.3%，业绩符合预期。验收节奏符合预期，在手订单大幅增长。毛利率继续承压，中长期有望回升。维持盈利预测，预计 19-21 年 EPS 为 4.93/7.11/8.93 元，PE 为 28/19/15 倍。调整目标价至 152.98~167.78 元，对应 19 年 PE 估值 31~34 倍，维持“增持”评级。

验收节奏符合预期，在手订单大幅增长

19 年 1-9 月收入大幅增长，得益于订单验收的增长。从营业成本与发出商品的关系来看，我们判断 1-9 月验收订单规模约为 18 年末发出商品的 60%~70%，订单验收节奏基本符合预期。在手及新增订单均大幅增长，9 月末存货/预收款项分别为 20.2/11.6 亿元，较年初分别上升 57%/32%。根据公司的销售模式，预收款项约为在手订单的 30%左右（18 年 6 月末数据），我们判断 19 年 9 月末在手订单充足，不考虑后续新订单即可支撑未来 1-2 年业绩的成长。

毛利率继续承压，中长期有望回升

19 年 1-9 月毛利率为 31.8%/-9.1 pct，19Q3 单季毛利率再次下探至 31.0%，自 17Q4 开始已连续 7 个季度环比下滑。公司盈利水平短期内恐继续承压，主要原因有：1）成套设备中外协设备占比上升与单机数量增加，导致整线成本上升；2）光伏行业降本增效，公司产品性能大幅提升，但每条线的均价未相应大涨；3）激光等新产品以性价比攻占市场，在手订单毛利率偏低。中长期盈利水平有望回升，或将取决于：1）低毛利率订单逐渐消化；2）研发投入加大后，产品性能优化，以获得较高溢价；3）采购规模上升，降低平均成本。

维持盈利预测及“增持”评级

预计公司 19-21 年归母净利润为 2.57/3.70/4.65 亿元，对应 EPS 为 4.93/7.11/8.93 元，PE 为 28/19/15 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。可比公司 2019 年 PE 平均值为 27.7 倍，考虑到公司盈利能力持续承压，调整公司 2019 年 PE 估值至 31~34 倍（原值 33~37 倍），相对可比公司溢价率为 12%~23%（原值为 30%~45%），对应目标价 152.98~167.78 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；毛利率回升不及预期。

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)	7,193
总资产 (百万元)	3,590
每股净资产 (元)	24.78

资料来源：公司公告

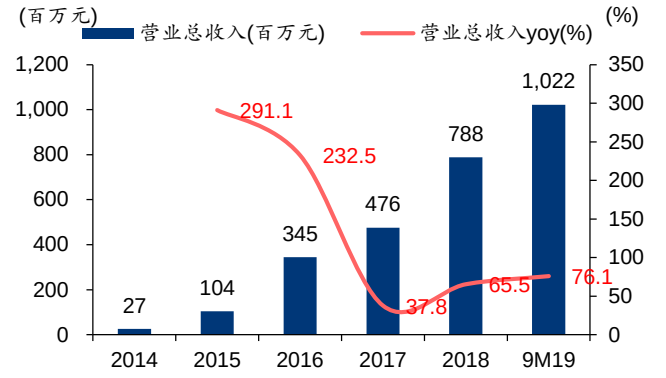
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	475.92	787.86	1,395	1,952	2,333
+/-%	37.83	65.55	77.06	39.95	19.49
归属母公司净利润 (百万元)	130.90	170.93	256.61	369.78	464.59
+/-%	22.30	30.58	50.13	44.10	25.64
EPS (元，最新摊薄)	2.52	3.29	4.93	7.11	8.93
PE (倍)	54.95	42.08	28.03	19.45	15.48

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

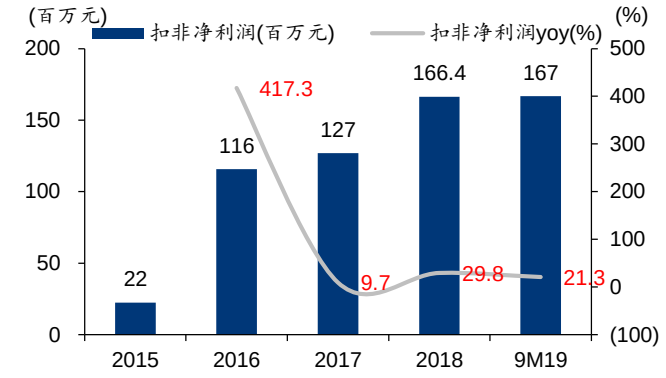
经营指标概览

图表1： 2019 年 1-9 月公司营业收入同比增长 76.1%



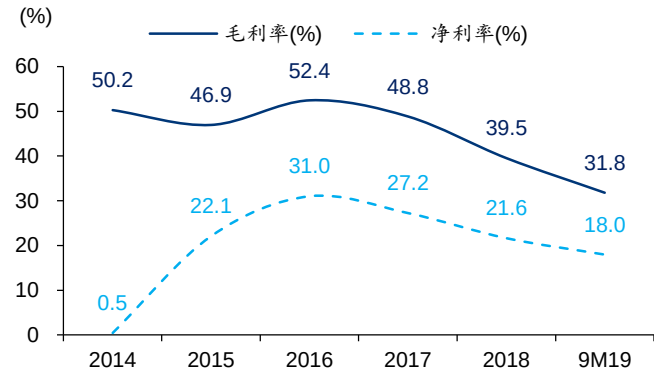
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2： 2019 年 1-9 月公司扣非净利润同比增长 21.3%



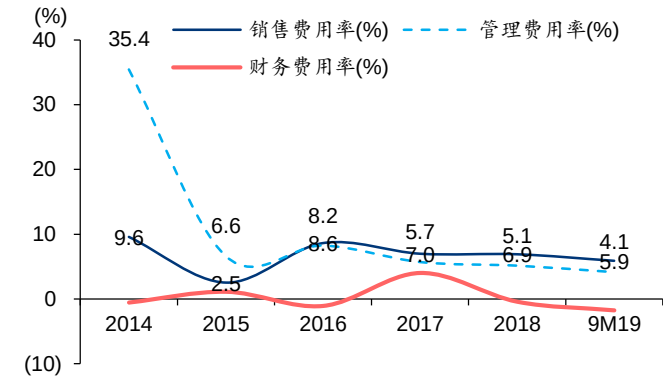
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表3： 2019 年 1-9 月公司毛利率/净利率同比下降 9.1pct/6.2pct



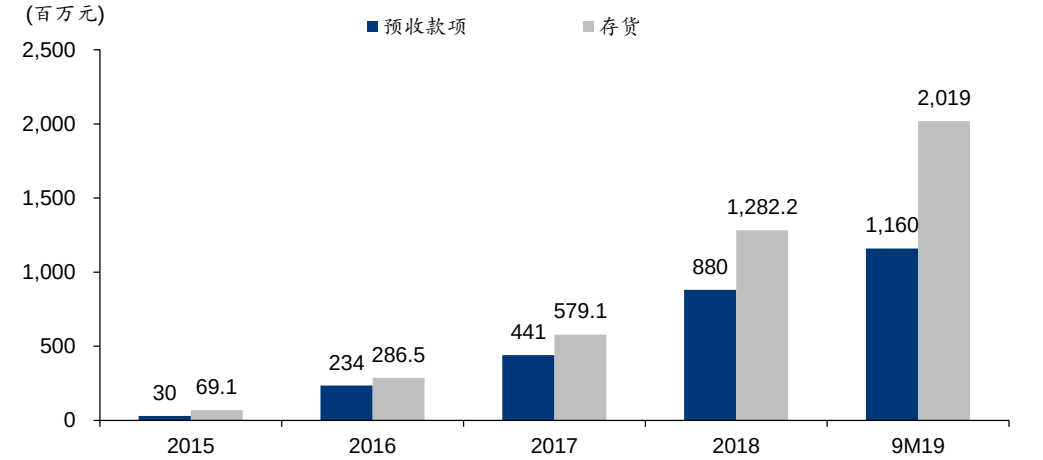
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表4： 2019 年 1-9 月公司三项费用率保持小幅下滑（不含研发费用）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表5： 2019 年 9 月末存货中的发出商品/预收款分别为 20.2/11.6 亿元，较年初分别上升 57%/32%



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

可比公司估值

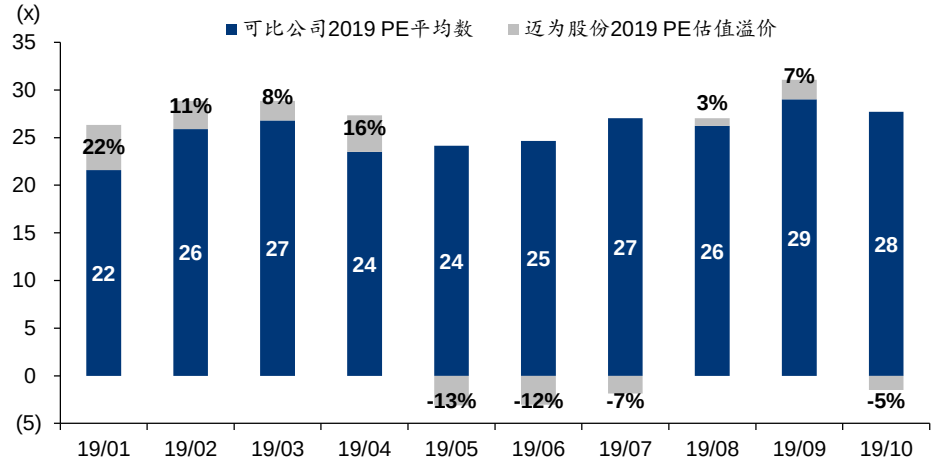
图表6： 可比公司估值（数据日期为 2019 年 10 月 25 日）

代码	名称	预测来源	市值(亿元)	PE(x) 2018	PE(x) 2019E	PE(x) 2020E	PE(x) 2021E	PB(x) 2018	PB(x) 2019E	PB(x) 2020E	PB(x) 2021E
300316	晶盛机电	Wind 一致预期	180.98	31.09	26.52	19.18	15.40	4.46	3.91	3.34	2.82
300724	捷佳伟创	Wind 一致预期	106.56	34.80	24.94	18.59	14.77	4.78	3.93	3.27	2.71
300776	帝尔激光	Wind 一致预期	92.26	54.95	32.35	24.08	18.77	28.86	10.01	7.47	5.61
300450	先导智能	Wind 一致预期	279.90	37.70	26.97	20.44	16.26	8.13	6.48	5.12	4.07
	平均数		164.93	39.64	27.70	20.57	16.30	11.56	6.08	4.80	3.80
300751	**迈为股份**	**华泰证券**	71.93	42.08	28.03	19.45	15.48	6.30	5.28	4.29	3.48

注：罗博特科无最新盈利预测，替换为帝尔激光

资料来源：Wind、华泰证券研究所

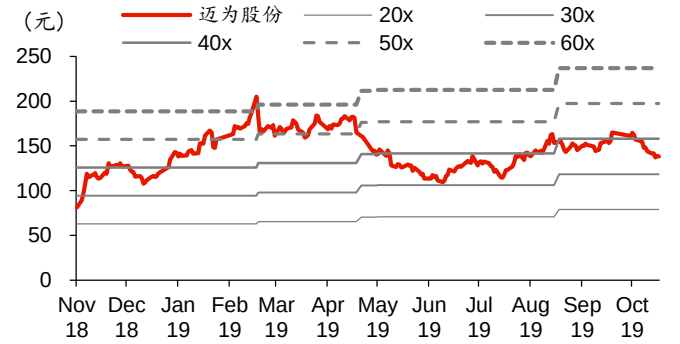
图表7： 2019 年 10 月份以来，迈为股份的 PE 估值溢价出现下滑（Wind 一致预期）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

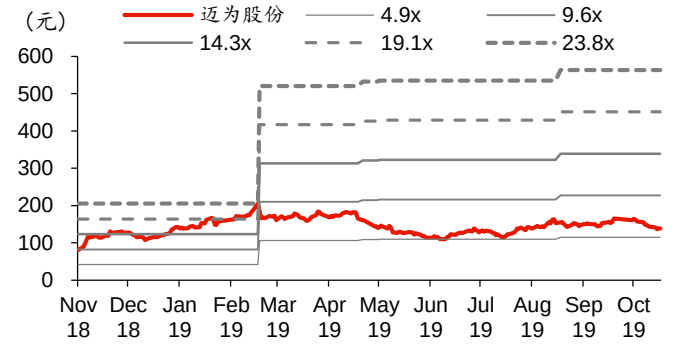
PE/PB – Bands

图表8： 迈为股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表9： 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	3,479	4,153	4,574
现金	183.16	863.53	673.24	618.16	830.54
应收账款	68.71	140.11	139.50	292.83	349.91
其他应收账款	2.31	4.36	13.95	19.52	23.33
预付账款	12.96	17.31	47.08	63.45	74.65
存货	578.89	1,282	2,266	2,666	2,746
其他流动资产	220.76	305.40	339.50	492.83	549.91
非流动资产	54.75	105.14	351.72	451.02	449.56
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	97.94	97.54	97.14
资产总计	1,122	2,718	3,831	4,604	5,024
流动负债	799.61	1,567	2,461	2,918	2,951
短期借款	88.00	126.19	130.00	135.00	140.00
应付账款	255.20	373.28	1,036	1,269	1,194
其他流动负债	456.41	1,068	1,295	1,514	1,617
非流动负债	11.99	9.75	8.65	8.44	8.28
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	8.65	8.44	8.28
负债合计	811.61	1,577	2,469	2,926	2,960
少数股东权益	(0.59)	0.09	0.09	0.09	0.09
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	598.77	914.66	1,302
归属母公司股东权益	310.53	1,141	1,361	1,677	2,064
负债和股东权益	1,122	2,718	3,831	4,604	5,024

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	50.51	98.97	290.72
净利润	129.68	170.43	256.61	369.78	464.59
折旧摊销	2.97	4.07	9.50	22.30	26.47
财务费用	19.02	(3.43)	(22.24)	(16.83)	(19.72)
投资损失	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(116.72)	(160.75)	(153.67)	(276.06)	(180.46)
其他经营现金	(7.46)	(9.82)	(39.69)	(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	(10.52)	(32.05)	(52.94)
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)	(14.33)	(37.05)	(57.94)
现金净增加额	9.63	661.14	(190.29)	(55.08)	212.39

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	475.92	787.86	1,395	1,952	2,333
营业成本	243.54	476.27	941.60	1,269	1,493
营业税金及附加	2.91	5.24	9.76	13.67	16.33
营业费用	33.18	54.29	87.56	112.54	130.35
管理费用	27.05	40.39	55.87	94.16	105.04
财务费用	19.02	(3.43)	(22.24)	(16.83)	(19.72)
资产减值损失	(0.89)	6.75	10.00	10.00	10.00
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	272.66	402.12	511.14
营业外收入	3.21	5.42	20.00	20.00	20.00
营业外支出	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	153.71	204.08	292.66	422.12	531.14
所得税	24.03	33.65	36.05	52.34	66.55
净利润	129.68	170.43	256.61	369.78	464.59
少数股东损益	(1.21)	(0.49)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	130.90	170.93	256.61	369.78	464.59
EBITDA	172.48	199.30	259.92	407.58	517.89
EPS (元，基本)	3.36	3.29	4.93	7.11	8.93

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	77.06	39.95	19.49
营业利润	48.58	32.01	37.25	47.48	27.11
归属母公司净利润	22.30	30.58	50.13	44.10	25.64
获利能力 (%)					
毛利率	48.83	39.55	32.50	35.00	36.00
净利率	27.50	21.70	18.40	18.94	19.92
ROE	42.15	14.98	18.85	22.05	22.51
ROIC	65.39	40.33	27.70	28.90	31.91
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.37	58.01	64.46	63.57	58.91
净负债比率 (%)	10.84	8.00	5.26	4.61	4.73
流动比率	1.33	1.67	1.41	1.42	1.55
速动比率	0.61	0.85	0.49	0.51	0.62
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.41	0.43	0.46	0.48
应收账款周转率	5.72	7.10	9.53	9.03	7.26
应付账款周转率	1.41	1.52	1.34	1.10	1.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.52	3.29	4.93	7.11	8.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.01	0.97	1.90	5.59
每股净资产(最新摊薄)	5.97	21.95	26.18	32.26	39.70
估值比率					
PE (倍)	54.95	42.08	28.03	19.45	15.48
PB (倍)	23.16	6.30	5.28	4.29	3.48
EV_EBITDA (倍)	37.42	32.39	24.83	15.84	12.46

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

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门、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，需在允许的范围内使用，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：AOK809
©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

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

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

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