

# 光伏景气向上和新品增加, 业绩增长拐点显现

2016年4月5日

推荐/维持

亚玛顿

财报点评

## ——亚玛顿（002623）2015年财报点评

姓名	分析师赵军胜	执业证书编号: S1480512070003
	Email:zhaojs@dxzq.net.cn Tel:010-66554088	

### 事件:

2015年公司实现营业收入10.92亿元,较去年同期增长26.58%;营业利润6019.33万元,较去年同期增长65.22%;利润总额6641.86万元,较去年同期增长55.07%;归属于上市公司股东的净利润5456.35万元,较去年同期增长44.26%,实现EPS为0.34元。每10股派发现金红利0.4元(含税)。

### 公司分季度财务指标

指标	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4
营业收入(百万元)	200.58	206.79	255.25	212.73	260.07	328.55	290.78
增长率(%)	23.66%	5.27%	6.13%	6.26%	29.66%	58.88%	13.92%
毛利率(%)	9.22%	9.37%	19.92%	18.78%	15.50%	15.92%	14.05%
期间费用率(%)	7.86%	5.64%	5.55%	8.14%	7.45%	9.10%	12.75%
营业利润率(%)	1.01%	2.15%	4.82%	10.28%	11.86%	5.78%	-3.96%
净利润(百万元)	3.04	4.44	14.35	19.65	27.05	18.77	-10.92
增长率(%)	-78.64%	-80.79%	-8.26%	22.87%	789.55%	322.56%	-176.09%
每股盈利(季度,元)	0.019	0.028	0.090	0.123	0.169	0.117	-0.068
资产负债率(%)	12.24%	12.85%	18.98%	19.14%	18.66%	20.38%	19.18%
净资产收益率(%)	0.15%	0.21%	0.68%	0.92%	1.26%	0.87%	-0.51%
总资产收益率(%)	0.13%	0.19%	0.55%	0.75%	1.02%	0.69%	-0.41%

### 观点:

- 主营产品销量大增,带动营业收入大幅增长。**2015年主营产品AR玻璃销售量3437.68万平方米,同比增长21.86%,营业收入9.35亿元,同比增长13.17%。我国光伏2015年新建16.5GW,同比增长41.5%,受益于光伏行业景气回升,光伏市场整体需求增加,公司作为行业龙头受益显著,报告期内AR玻璃出货迎来高峰,在总体销量提升的情况下公司营业收入保持较高的稳定增速。

超薄双玻组件销量为38.76MW,同比增长51.23%,营业收入1.52亿元,同比增长358.75%,双玻组件的玻璃背板解决了传统组件遇极端气候加速老化、影响寿命等问题,目前市场上天合、阿斯特、比亚迪、英利也在尝试,前景良好,加上公司自建电站项目的推进和积极对外销售组件的策略使得超薄双玻组件出货量持续改善。

- 成本下降和新品销量提升提升毛利率,利息收入下降提高期间费用率。**2015年综合毛利率为15.88%,同

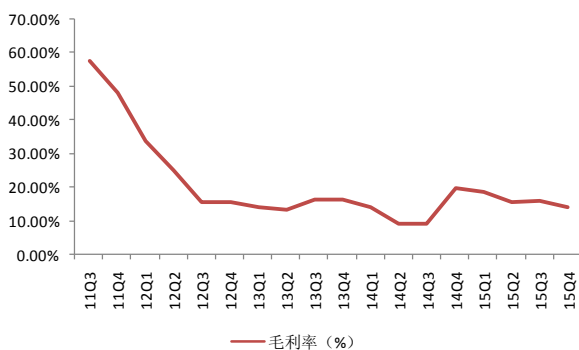
比提高2.29个百分点。公司通过精细化管理,技术升级,产品的单位生产成本得到下降,加上公司新产品的销售比重提升了公司整体的毛利水平。

2015年公司期间费用率为9.49%,同比提高3.39个百分点。2015年公司销售费用率为2.91%,同比下降0.04个百分点,主要是销量增加使得公司运杂费和广告宣传、业务招待费用增加所致。管理费用率为7.62%,同比下降0.5个百分点,主要是工资支出和研发费用增加以及销量带动下营业收入增长较快所致。财务费用-1141.19万元,同比增加73.35%,主要是利息收入减少以及借款增加导致利息支出增加。

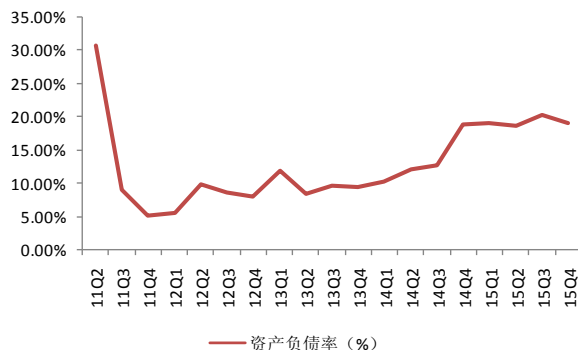
- **公司将继续受益光伏行业景气度提升。**2015年光伏产业复苏,我国累计光伏装机量达到4318万千瓦,首次超过德国,跃居世界第一,光伏行业景气度有利于公司AR玻璃出货量增加。公司作为国内规模最大,市场占有率第一的AR玻璃生产企业受益明显。根据IHS的数据,2016年全球光伏装机容量为65GW,同比增长30%,公司将继续受益光伏行业景气度的提升。

公司2015年建设的电站将于2016年上半年陆续并网,电站运营收入将快速增长,同时公司日前成立了亚玛顿新能源,将电站纳入公司战略,进一步加大自有电站开发力度,而超薄双玻组件作为电站建设应用的上游,出货量也将因此受益,并且随着规模化效应,成本也将呈下降趋势。

- **家电产品的更新换代和消费升级会对公司显示屏盖板玻璃的需求改善提供较好的外围环境。**随着电视机消费升级带来外部盖板玻璃需求,公司将超薄玻璃应用成功延伸到大尺寸显示屏盖板玻璃,目前55寸液晶显示屏生产线已经开始安装,客户为京东方,预计2016年2季度能够开始量产,建议持续关注后续生产进程。公司本次切入显示屏盖板玻璃行业,将充分享受电视机品质升级带来的产业红利,而且产品毛利率显著高于现有产品,未来将成为公司新的增长点。
- **盈利预测和投资评级:**预计公司2016到2018年公司的每股收益0.62元、1.01元和1.19元,以收盘价39.15元计算,对应的动态PE为63倍、39倍和33倍。考虑到光伏行业景气度的提升、公司减反射玻璃受益较大以及公司新品的推出,维持公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示:**光伏补贴下调超预期对于行业需求的影响和光伏景气度提升低于预期。

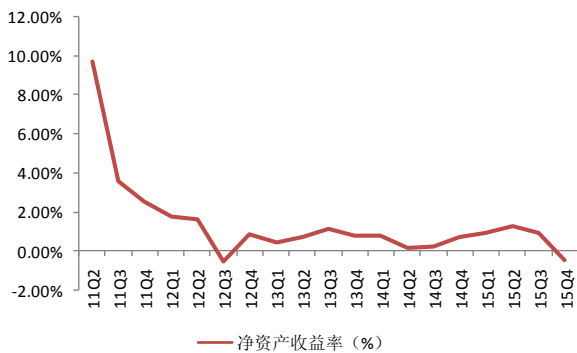
**图 1: 亚玛顿单季度毛利率变化**


资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

**图 2: 亚玛顿单季度资产负债率变化**


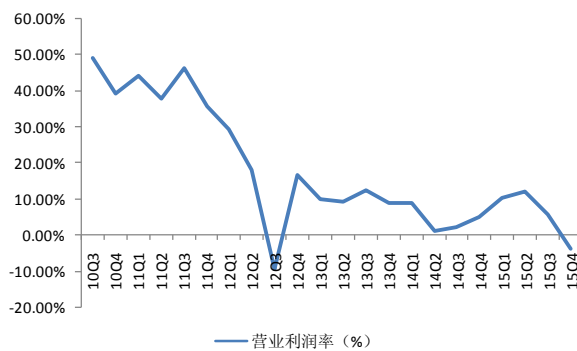
资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

图 3: 亚玛顿单季度净资产收益率变化



资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

图 4: 亚玛顿单季度营业利润率



资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1464.87	1174.76	1620.65	2702.65	3347.85	<b>营业收入</b>	862.82	1092.13	2110.00	3606.00	4562.00
货币资金	735.43	553.96	633.00	1081.80	1368.60	<b>营业成本</b>	745.57	918.71	1775.00	3029.00	3832.00
应收账款	294.51	272.08	462.47	790.36	999.89	营业税金及附加	2.23	2.15	4.00	7.00	9.00
其他应收款	5.65	4.18	8.08	13.81	17.47	营业费用	25.44	31.80	61.19	104.57	132.30
预付款项	28.22	22.38	13.51	-1.64	-20.80	管理费用	70.02	83.27	147.70	252.42	319.34
存货	79.77	161.48	243.15	373.44	419.95	财务费用	(42.82)	(11.41)	7.04	22.92	44.14
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	25.96	(5.51)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	1134.16	1494.16	1774.66	2109.61	2507.33	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	90.00	143.62	143.60	143.60	143.60	投资净收益	0.00	(12.93)	0.00	0.00	0.00
固定资产	603.74	797.65	1210.80	1621.38	2066.53	<b>营业利润</b>	36.43	60.19	115.07	190.09	225.22
无形资产	160.50	192.25	173.02	153.79	134.56	营业外收入	10.97	11.23	11.30	11.30	11.30
其他非流动资	78.56	39.37	39.00	39.00	39.00	营业外支出	4.57	5.00	5.00	5.00	5.00
<b>资产总计</b>	2599.04	2668.91	3395.31	4812.26	5855.18	<b>利润总额</b>	42.83	66.42	121.37	196.39	231.52
<b>流动负债合计</b>	460.90	462.81	1094.70	2336.14	3174.71	所得税	5.01	11.87	21.70	35.11	41.40
短期借款	90.41	111.63	256.57	870.31	1268.65	<b>净利润</b>	37.82	54.55	99.67	161.28	190.12
应付账款	67.43	71.10	170.21	290.45	367.45	少数股东损益	0.00	(0.01)	0.00	0.00	0.00
预收款项	0.52	1.15	2.42	4.58	7.32	归属母公司净利	37.82	54.56	99.67	161.28	190.12
一年内到期的	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	49.41	114.90	282.11	407.40	506.85
<b>非流动负债合计</b>	32.39	49.08	13.00	8.00	3.00	<b>EPS (元)</b>	0.24	0.34	0.62	1.01	1.19
长期借款	0.00	18.00	13.00	8.00	3.00	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	493.29	511.89	1107.70	2344.14	3177.71	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	营业收入增长	22.91%	26.58%	93.20%	70.90%	26.51%
实收资本(或股	160.00	160.00	160.00	160.00	160.00	营业利润增长	-48.05%	65.22%	91.18%	65.20%	18.48%
资本公积	1486.72	1486.72	1486.72	1486.72	1486.72	归属于母公司净	-38.60%	44.26%	82.68%	61.81%	17.88%
未分配利润	406.77	450.02	537.73	679.66	846.97	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	2105.75	2157.03	2255.27	2416.55	2606.67	毛利率(%)	13.59%	15.88%	15.88%	16.00%	16.00%
<b>负债和所有者</b>	2599.04	2668.91	3395.31	4812.26	5855.18	净利率(%)	4.38%	5.00%	4.72%	4.47%	4.17%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.46%	2.04%	2.96%	3.39%	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	1.80%	2.53%	4.42%	6.67%	7.29%
<b>经营活动现金</b>	39.75	(11.05)	367.76	373.09	553.58	<b>偿债能力</b>					
净利润	37.82	54.55	99.67	161.28	190.12	资产负债率(%)	18.98%	19.18%	32.94%	49.24%	54.94%
折旧摊销	55.80	66.12	160.00	194.39	237.49	流动比率	3.18	2.54	1.48	1.16	1.05
财务费用	42.82	11.41	(7.04)	(22.92)	(44.14)	速动比率	3.01	2.19	1.26	1.00	0.92
应付账款的变	14.34	3.67	99.11	120.24	77.00	<b>营运能力</b>					
预收账款的变	(0.46)	0.63	1.27	2.16	2.74	总资产周转率	0.35	0.41	0.70	0.88	0.86
<b>投资活动现金</b>	(255.92)	(342.24)	(421.62)	(510.11)	(615.98)	应收账款周转率	3.69	3.86	5.75	5.76	5.10
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	12.37	13.26	14.71	13.15	11.65
长期股权投资	28.55	53.62	(0.02)	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	0.00	(12.93)	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊	0.24	0.34	0.62	1.01	1.19
<b>筹资活动现金</b>	23.72	171.79	132.90	585.82	349.20	每股净现金流(最	(1.92)	(1.68)	0.49	2.81	1.79
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新	13.16	13.48	14.10	15.10	16.29
长期借款增加	(5.00)	18.00	(5.00)	(5.00)	(5.00)	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	167.33	118.12	64.46	39.84	33.80
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.05	2.98	2.85	2.66	2.47
<b>现金净增加额</b>	(192.45)	(181.50)	79.04	448.80	286.80	EV/EBITDA	117.09	52.23	21.49	15.27	12.49

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师: 赵军胜

中央财经大学经济学硕士, 2008年进入证券行业, 多年行业研究经验, 2011年加盟东兴证券, 从事建材等行业研究。2014年(暨2013年度)第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名, 最高涨幅第1名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。