

亚玛顿(002623)

签天合光能 74 亿大单；引领光伏玻璃迈向 1.6mm 时代

——亚玛顿点评

公司点评

公司点评——光伏行业——证券研究

□ 签天合光能 74 亿 1.6mm 超薄玻璃大单；引领光伏玻璃迈向 1.6mm 时代

1) 签 74 亿 1.6 超薄玻璃大单：据公司公告，公司与天合光能签 1.6mm 超薄光伏玻璃《战略合作协议》，销售量合计 3.4 亿平米，预估总金额约 74 亿元（含税，按照当前 2.0mm 玻璃均价计算）。占公司 2021 年营业收入 364%。履约期为 2022 年 6 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日。

2) 需求端：分布式需求超预期、推升 1.6 超薄玻璃需求。通过本次框架合作，亚玛顿与天合光能将进一步实现未来新组件（使用 1.6mm 玻璃的组件）市场扩张策略并获得市场份额。据 IEA 统计，2021 年全球分布式光伏装机约为 75GW，占比超过 40%。2021 年中国分布式光伏装机达 29GW，占比总装机 53%（超越地面电站），分布式需求超预期。

3) 供给端：公司 1.6 超薄玻璃推广顺利。除天合光能以外，公司为特斯拉太阳瓦合格供应商，与隆基签订合作框架协议，合作开发“隆顶”BIPV 用 1.6mm 超薄轻质防眩光玻璃在光伏建筑一体化项目中应用。据公司公告，公司与其他主流组件厂关于 1.6 mm 超薄玻璃合作也在积极推进中。

4) 行业趋势：光伏玻璃向“轻量化”发展。1.6mm 光伏玻璃相比目前主流的 2.0mm 要薄 20%，在重量和成本上具明显优势，也更符合 BIPV 场景下轻量化、高效化的需求，对光伏行业“降本增效”具有重要意义。公司为超薄光伏玻璃领军者，是全市场极少能大规模批量生产 1.6 mm 超薄光伏玻璃厂商之一。

□ 大幅扩产：公司原片产能从近 2000 吨提升至近 6000 吨/天；盈利能力有望获明显提升

1) 产能提升：目前凤阳玻璃原片一期已投产，产能达到 1950t/天（对应 2.0mm 约 1.2 亿平方米/年）。凤阳二期计划再建 4 个 1000 吨/天窑炉，全部投产后公司原片产能将达 5950 吨/天（对应 2.0mm 合计约 3.6 亿平方米/年）。

2) 盈利能力提升：(1) 降本：公司在石英砂矿、天然气等领域有降本空间；(2) 产品结构改善：1.6mm 超薄光伏玻璃盈利能力明显好于 2.0mm 产品，占比提升将提升盈利能力。

3) 公司公告将注入大股东旗下凤阳硅谷原片资产，“原片+深加工”一体化。从而解决没有自主原片的痛点，业绩将大幅提升。凤阳硅谷承诺 2022-2024 年扣非净利润不低于 1.51 亿元、2.15 亿元、2.7 亿元。

□ 投资建议：超薄光伏玻璃领军者，BIPV 打开成长空间

预计公司 2022-2024 年归母净利润达 2.8/5.5/8.6 亿元，同比增长 417%/95%/57%，对应 PE 为 32/17/11 倍（考虑 25 亿原片资产注入带来摊薄）。维持“买入”评级。

风险提示：光伏玻璃行业产能过剩风险；原片资产注入不及预期；新产品推广不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	2032	2808	3382	5053
(+/-)	13%	38%	20%	49%
归母净利润	54	279	545	856
(+/-)	-61%	417%	95%	57%
EPS	0.3	1.0	2.0	3.2
P/E	123	32	17	11
ROE (平均)	34%	34%	42%	32%
PB	2.0	1.5	1.4	1.2

评级 买入

上次评级 买入

当前价格 ¥33.44

单季度业绩 元/股

1Q/2022 0.06

4Q/2021 0.08

3Q/2021 0.08

2Q/2021 -0.11

分析师：王华君

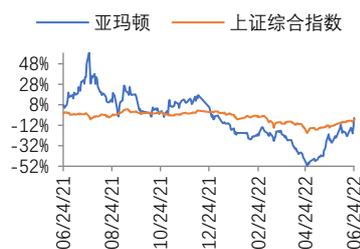
执业证书号：S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：李思扬

执业证书号：S1230522020001  
lisiyang@stocke.com.cn

分析师：陈明雨

执业证书号：S1230522040003  
chenmingyu@stocke.com.cn



相关报告

1. 【亚玛顿】深度：超薄光伏玻璃领军者，BIPV 打开成长空间-浙商大制造-20220623

**■ 可比公司盈利预测与估值。**
**表 1：亚玛顿：可比公司盈利预测与估值**

公司	代码	2022/6/24		EPS/元				PE				2021 年	
		股价(元)	总市值(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	PB	ROE%
亚玛顿	002623	33.4	67	0.3	1.0	2.0	3.2	123	32	17	11	2	2
福莱特	601865	41.4	814	1.0	1.4	1.9	2.4	42	30	22	17	8	20
信义光能	0968. hk	13.1	1167	0.0	0.7	0.9	1.1	-	19	15	12	5	0
南玻 A	000012	7.6	177	0.5	0.7	1.0	1.2	15	10	8	6	2	14
洛阳玻璃	600876	25.6	133	0.4	0.5	1.0	1.6	62	47	26	16	4	11
行业平均 (不包括亚玛顿)								40	27	18	13	5	11

资料来源：Wind，浙商证券研究所（除亚玛顿外，EPS、估值均为 wind 一致性预期；亚玛顿估值考虑 25 亿资产注入）

- **签单统计：**公司与天合光能签 1.6mm 超薄光伏玻璃《战略合作协议》，迈向 1.6mm 薄玻璃龙头。同时与隆基、晶澳、特斯拉合作紧密。

**表 2：公司与天合光能签 1.6mm 超薄光伏玻璃《战略合作协议》，迈向 1.6mm 薄玻璃龙头**

客户	合作内容	金额 (含税)	时间
天合光能	签 1.6mm 超薄光伏玻璃《战略合作协议》，销售量合计 3.4 亿平米	74 亿元	2022 年 6 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日
晶澳科技	光伏镀膜玻璃长单销售合同，合同销售量合计不少于 7,960 万平米	21 亿元	自 2021 年 1 月 1 日起至 2022 年 12 月 31 日
天合光能	长单销售合同，合同销售量合计 8,500 万平米	21 亿元	自 2020 年 11 月 1 日起至 2022 年 12 月 31 日
特斯拉	提供太阳能瓦片玻璃等	保密	-
隆基股份	长单销售合同，合同销售量合计 6,028 万平米	15 亿元	2020 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3056	5530	5977	7348
现金	746	3140	3320	3702
交易性金融资产	906	353	442	567
应收账款	665	1149	1233	1855
其它应收款	27	223	275	294
预付账款	29	87	80	108
存货	252	272	295	468
其他	431	305	331	355
<b>非流动资产</b>	1837	2863	3310	4257
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	31	26	29	29
固定资产	1373	2444	2874	3846
无形资产	140	133	127	121
在建工程	36	25	22	8
其他	256	234	258	253
<b>资产总计</b>	4893	8393	9288	11605
<b>流动负债</b>	1320	1977	2356	3820
短期借款	424	487	514	475
应付款项	808	1070	1186	1727
预收账款	1598	743	1185	2361
其他	(1510)	(324)	(529)	(744)
<b>非流动负债</b>	281	345	315	314
长期借款	132	132	132	132
其他	149	213	183	182
<b>负债合计</b>	1601	2322	2672	4134
少数股东权益	15	15	15	15
归属母公司股东权	3277	6056	6601	7457
<b>负债和股东权益</b>	4893	8393	9288	11605
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	-143	398	872	1686
净利润	57	279	545	856
折旧摊销	150	140	190	245
财务费用	23	10	(5)	(12)
投资损失	(36)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	(62)	47	207	782
其它	(275)	(48)	(36)	(155)
<b>投资活动现金流</b>	(523)	(635)	(681)	(1279)
资本支出	(83)	(1186)	(603)	(1190)
长期投资	(2)	5	(2)	0
其他	(438)	546	(75)	(90)
<b>筹资活动现金流</b>	719	2631	(11)	(25)
短期借款	(205)	63	26	(39)
长期借款	132	0	0	0
其他	793	2568	(37)	13
<b>现金净增加额</b>	53	2394	180	381

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2032	2808	3382	5053
营业成本	1863	2361	2637	3876
营业税金及附加	13	17	20	30
营业费用	7	14	17	25
管理费用	66	84	101	152
研发费用	70	84	101	152
财务费用	23	10	(5)	(12)
资产减值损失	(17)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	36	30	30	30
其他经营收益	17	17	17	17
<b>营业利润</b>	61	285	557	877
营业外收支	-3	1	2	0
<b>利润总额</b>	58	286	559	877
所得税	1	7	14	21
<b>净利润</b>	57	279	545	856
少数股东损益	3	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	54	279	545	856
<b>EBITDA</b>	226	429	734	1103
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.3	1.0	2.0	3.2
<b>主要财务比率</b>				
	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	13%	38%	20%	49%
营业利润	-62%	367%	96%	58%
归属母公司净利润	-61%	417%	95%	57%
<b>获利能力</b>				
毛利率	8%	16%	22%	23%
净利率	3%	10%	16%	17%
ROE	2%	6%	9%	12%
ROIC	2%	4%	7%	10%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33%	28%	29%	36%
净负债比率	36%	31%	26%	16%
流动比率	2.3	2.8	2.5	1.9
速动比率	2.1	2.7	2.4	1.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5
应收帐款周转率	4.2	3.9	3.6	4.2
应付帐款周转率	5.1	4.9	4.5	5.3
<b>每股指标(元)</b>				
EPS (最新摊薄)	0.3	1.0	2.0	3.2
每股经营现金	-0.5	1.5	3.2	6.3
每股净资产	16.5	22.5	24.5	27.7
<b>估值比率</b>				
P/E	123	32	17	11
P/B	2.0	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	25.9	14.9	8.3	5.0

资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>