

**玻璃制造**
**署名人: 李凡**

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

**参与人: 王海青**

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

**6-12 个月目标价:** 35.00 元

当前股价: 28.29 元

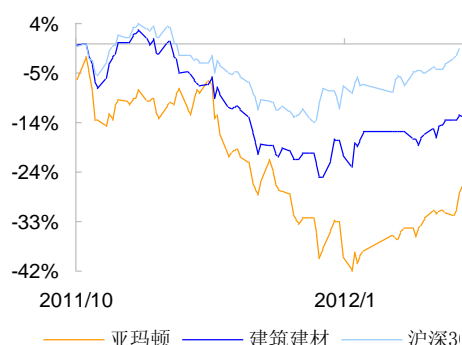
评级调整: 首次评级

**基本资料**

上证综合指数	2439.63
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	40
流通市值(亿)	11
EPS	1.82
每股净资产(元)	2.61
资产负债率	36.94%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
亚玛顿	19.77	-11.68	-22.91
建筑建材	11.96	-1.47	-15.86
沪深 300 指数	5.75	2.48	-6.13


**相关报告**
**亚玛顿**
**002623**
**推荐**
**减反膜以量补价仍将持续, 超薄双玻组件有望成为新增长点**

公司 25 日公布 11 年业绩快报, 实现收入 5.79 亿元, 同比降 2.65%; 营业利润 2.4 亿元, 同比降 9.84%; 归属于上市公司净利润 2.14 亿元, 同比降 1.79%, 对应基本 EPS 为 1.65 元, 同比降 9.34%。摊薄后 EPS 为 1.34 元。

**投资要点:**

- **减反膜应用比例快速提升, 以量补价阶段将持续。**减反膜可提高组件转换率的作用不断得到下游认可, 估计应用比例已从 10 年的 23% 提至 11 年的 35%, 12 年有望增至 70% 左右, 需求量快速增长。与此同时, 减反膜的高利润吸引着企业进入并快速扩张, 如亚玛顿、秀强及南玻 12 年产量增长均超过 50%, 再加上其它玻璃厂商的进入, 竞争将进一步加剧, 因此减反膜价格下跌仍将持续。
- **减反膜仍是 12 年业绩稳定的保障, 销量有望达 4000 万 m<sup>2</sup>, 利润预计持平。**公司是减反膜行业龙头, 占有率约 68%, 量价均优于竞争对手, 目前毛利率约 50%。作为公司第一个广泛应用的产品, 减反膜在 12 年仍是公司业绩的主要来源。公司 11 年销量约 2600 万 m<sup>2</sup>, 预计 12 年将增至 4000 万 m<sup>2</sup>; 量升价跌下, 减反膜贡献的利润预计与 11 年持平。
- **超薄双玻组件将于 12 年下半年量产, 有望成为公司新的利润增长点。**公司新产品超薄双玻组件将于今年推出, 未来有望逐步替代传统组件。公司从奥地利订购超薄玻璃钢化线, 并拥有两年排它期。其中 75MW 的模组线 3 月份到位, 年底模组产能将增至 450MW; 超薄玻璃钢化线将于 6 月份到位。长期看, 公司计划于 15 年前实现 2GW 的组件产能。我们认为公司是一家以创新见长, 并在于获取新产品成长期高利润的企业, 在减反膜盈利逐步下降的情况下, 若超薄双玻组件成功量产普及, 公司有望步入新一轮快速增长期。
- **给予“推荐”的投资评级:** 由于超薄双玻组件目前未量产, 其业绩情况具有较大不确定。我们以 12 年销售 20MW, 13 年销售 75MW 组件估算, 则 11-13 年全面摊薄后 EPS 为 1.34、1.44、1.74 元。给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 超薄双玻组件生产或销售情况低于预期。

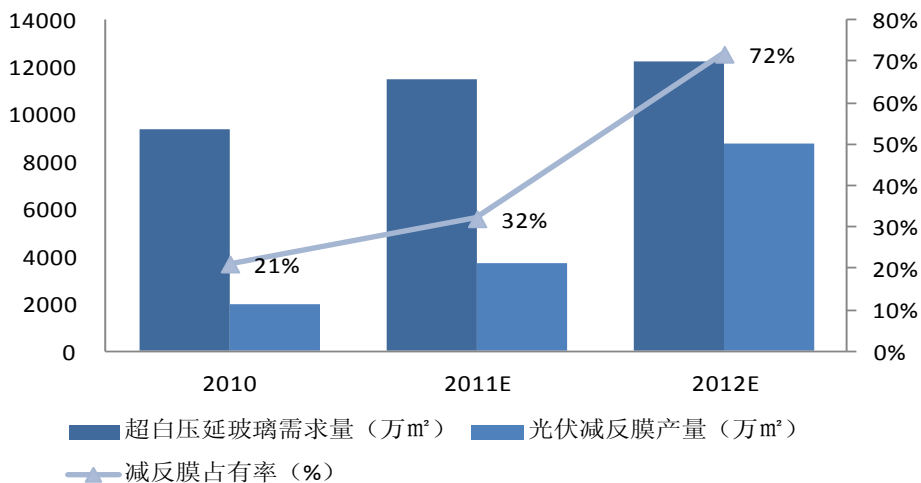
**主要财务指标**

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	595	579	817	1313
收入同比(%)	198%	-3%	41%	61%
归属母公司净利润	218	214	230	279
净利润同比(%)	174%	-2%	7%	21%
毛利率(%)	56.2%	52.4%	42.5%	34.8%
ROE(%)	69.6%	10.9%	10.4%	11.2%
每股收益(元)	1.36	1.34	1.44	1.74
P/E	20.75	21.12	19.71	16.23
P/B	14.45	2.30	2.06	1.83
EV/EBITDA	16	18	16	12

资料来源: 中投证券研究所

## 一、减反膜行业供求图表

图 1 光伏减反膜应用比例情况



资料来源：亚玛顿招股说明书、中投证券研究所

图 2 减反膜行业 2011 年竞争格局

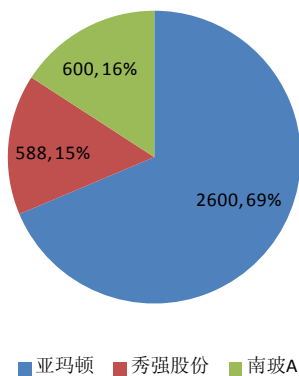
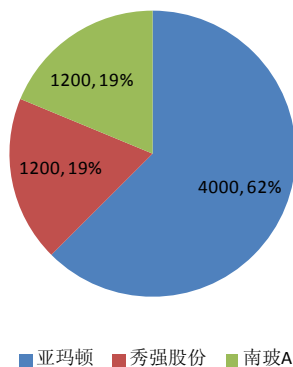


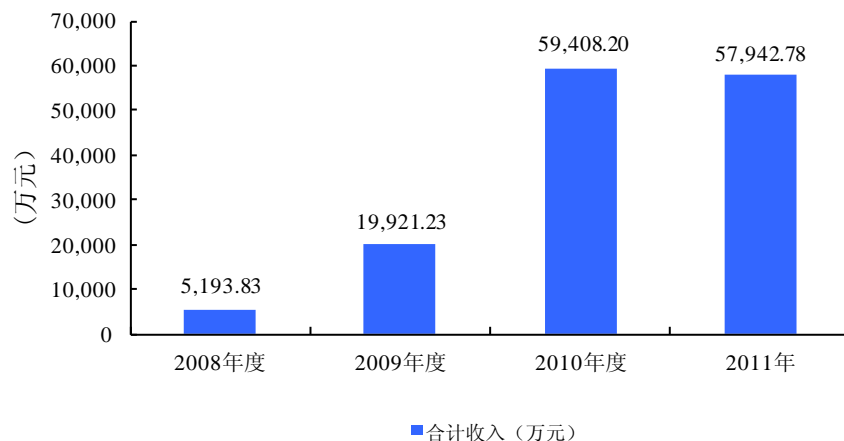
图 3 减反膜行业 2012 年竞争格局（预计）



资料来源：中投证券研究所

## 二、公司经营情况图表

图 4 公司收入增长情况



资料来源：亚玛顿招股说明书、中投证券研究所

**表 1 公司产能情况**

生产线	生产线	产能(万m²)	投产日期	备注
青龙厂区一期	6 条	900	2010 年以前	
青龙厂区二期	6 条	900	2011 年 1、4 月	
红梅厂区搬迁 技改(募投一)	5 条	750	2011 年下半年技改 完成	原来总产能为 550 万平米，技 改后为 750 万平米
新增 900 万平米 (募投二)	6 条	900	2012 年-2013 年	2012 年 4 月两条新设备到达
自用资金项目	5 条	750	2011 年底	自有资金

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 三、盈利预测与投资评级

由于公司增加对镀膜加工业务的比例，其减反膜 镀膜产能将更具弹性，产量可大于设计产能。我们预计 12 及 13 年公司减反膜总产量将达到 4000 与 5000 万平米。

而超薄双玻组件目前未量产，其业绩情况具有较大不确定。我们以 12 年销售 20MW,13 年销售 75MW 组件进行预测。如果 12 年超薄双玻组件实现成功量产且下游需求较好，则公司业绩将高出我们目前的预测。

我们预计 11-13 年公司收入将从 5.79 亿元增至 13.1 亿元，对应 EPS 为 1.34 元、1.44 元与 1.74 元。给予“推荐”的投资评级。

**表 2 公司盈利预测**

	2010A	2011E	2012E	2013E
减反膜总产量(万m²)	1683.91	2,626.5	4,000.0	5,800.0
<b>镀膜玻璃</b>				
产量(万m²)	537.34	472.8	680.0	986.0
产量占比(%)	31.9%	18.0%	17.0%	17.0%
销量(万m²)	558.7	472.8	673.2	976.1
均价(元/m²)	72.39	58.0	52.0	49.0

收入（万元）	40443.46	27,420.7	35,006.4	47,830.9
增速（%）	235.1%	110.7%	27.7%	36.6%
成本（万元）	23372.28	20,148.4	27,601.2	40,021.7
毛利率（%）	42.2%	26.5%	21.2%	16.3%
<b>镀膜加工</b>				
产量（万m <sup>2</sup> ）	1146.57	2,153.7	3,320.0	4,814.0
产量占比（%）	68.1%	82.0%	83.0%	83.0%
销量（万m <sup>2</sup> ）	1146.6	2153.7	3320.0	4741.8
均价(元/m <sup>2</sup> )	16.46	14.1	10.7	9.0
收入（万元）	18873.53	30,367.6	35,524.0	42,676.1
增速（%）	140.4%	128.2%	17.0%	20.1%
成本（万元）	2606.43	7,288.2	10,956.0	16,122.1
毛利率（%）	86.2%	76.0%	69.2%	62.2%
<b>钢化玻璃</b>				
收入（万元）	91.21	112.9	200.0	300.0
成本（万元）	94.34	120.0	200.0	300.0
毛利率（%）	-3.4%	-5.9%	0.0%	0.0%
<b>超薄超玻组件</b>				
产能(MW)			75.0	450.0
产量(MW)			20.0	75.0
收入（万元）			11,000.0	40,500.0
成本（万元）			8,250.0	29,160.0
毛利率（%）			25.0%	28.0%
合计收入（万元）	59408.20	57,901.1	81,730.4	131,307.0
合计成本（万元）	26073.05	27,556.6	47,007.2	85,603.8
毛利率（%）	56.1%	52.4%	42.5%	34.8%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 附：财务预测表

## 资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	266	1812	1630	1511
现金	134	1488	1153	703
应收账款	69	116	163	263
其他应收款	0	2	2	2
预付账款	11	47	80	146
存货	21	72	108	214
其他流动资产	30	87	123	184
<b>非流动资产</b>	231	458	935	1392
长期投资	0	0	0	0
固定资产	119	277	632	1039
无形资产	48	48	48	48
其他非流动资产	64	134	256	305
<b>资产总计</b>	497	2270	2565	2903
<b>流动负债</b>	120	164	178	207
短期借款	50	100	100	100
应付账款	17	14	24	43
其他流动负债	53	50	55	65
<b>非流动负债</b>	63	134	185	215
长期借款	61	131	181	211
其他非流动负债	2	3	4	4
<b>负债合计</b>	184	298	364	423
少数股东权益	0	0	0	0
股本	120	160	160	160
资本公积	58	1462	1462	1462
留存收益	135	350	579	858
归属母公司股东权益	313	1972	2201	2480
<b>负债和股东权益</b>	497	2270	2565	2903

## 现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	157	12	113	26
净利润	218	214	230	279
折旧摊销	0	10	24	45
财务费用	10	0	-2	7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-212	-138	-303
其他经营现金流	-72	0	0	-1
<b>投资活动现金流</b>	-139	-236	-500	-500
资本支出	139	236	500	500
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	60	1578	52	23
短期借款	-20	50	0	0
长期借款	61	70	50	30
普通股增加	87	40	0	0
资本公积增加	56	1404	0	0
其他筹资现金流	-125	14	2	-7
<b>现金净增加额</b>	77	1354	-335	-450

## 利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	595	579	817	1313
<b>营业成本</b>	261	276	470	856
<b>营业税金及附加</b>	4	6	9	14
<b>营业费用</b>	18	17	23	37
<b>管理费用</b>	35	36	48	76
<b>财务费用</b>	10	0	-2	7
<b>资产减值损失</b>	1	2	2	2
<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0
<b>投资净收益</b>	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	266	241	267	321
<b>营业外收入</b>	1	12	5	9
<b>营业外支出</b>	1	1	2	2
<b>利润总额</b>	267	252	270	328
<b>所得税</b>	48	38	41	49
<b>净利润</b>	218	214	230	279
<b>少数股东损益</b>	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	218	214	230	279
<b>EBITDA</b>	277	251	289	372
<b>EPS (元)</b>	1.82	1.34	1.44	1.74

## 主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	198.3	-2.7%	41.2%	60.7%
营业利润	185.6	-9.4%	10.8%	20.2%
归属于母公司净利润	173.9	-1.8%	7.1%	21.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	56.2%	52.4%	42.5%	34.8%
净利率	36.7%	37.0%	28.1%	21.2%
ROE	69.6%	10.9%	10.4%	11.2%
ROIC	74.5%	27.6%	16.6%	13.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.9%	13.1%	14.2%	14.6%
净负债比率	67.21	86.27%	84.47	79.77%
流动比率	2.21	11.05	9.13	7.28
速动比率	2.03	10.61	8.53	6.25
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.48	0.42	0.34	0.48
应收账款周转率	10	6	6	6
应付账款周转率	6.05	17.78	25.22	25.82
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.34	1.44	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.08	0.71	0.16
每股净资产(最新摊薄)	1.96	12.32	13.76	15.50
<b>估值比率</b>				
P/E	20.75	21.12	19.71	16.23
P/B	14.45	2.30	2.06	1.83
EV/EBITDA	16	18	16	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 7 年证券行业从业经验。

王海青, 王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434