

公司研究

新股研究

建议询价区间: 29.30 - 33.48 元

光伏减反玻璃龙头，产能技术同步提升

——亚玛顿(002623)新股研究

核心观点

申购建议: 公司合理股价 **31.00~38.75 元**。考虑到限售期的影响，建议按 10% 的折扣价申购，**建议申购价为 27.90~34.88 元**。

主要依据:

公司是国内光伏减反玻璃龙头。公司自成立伊始便一直致力于光伏玻璃镀膜技术的研发以及光伏镀膜玻璃生产和销售。截至 2011 年 6 月，公司光伏减反玻璃的年生产能力达到 1,800 万平方米，是国内光伏减反玻璃生产规模最大的企业之一。2010 年公司销售光伏减反玻璃和提供镀膜加工的合计数量为 1,705.22 万平方米，占据全球光伏玻璃应用市场 18.52% 的市场份额，处于市场领先地位。公司与无锡尚德、韩华新能源、阿特斯等主流光伏组件制造商结成了良好的客户关系，在上述客户光伏减反玻璃供应商中均排名第一，具有明显的市场先发优势。

镀膜玻璃生产与镀膜加工业务双管齐下，盈利能力较强。公司光伏减反玻璃业务采取两种商业模式，既坚持自主采购超白玻璃原片加工成光伏减反玻璃，也接受光伏组件制造商委托公司加工光伏减反玻璃。2010 年两项业务的收入占比分别为 68.08% 和 31.77%，毛利率分别高达 42.21% 和 86.19%，综合毛利率为 56.11%，毛利率水平高于国内同行业玻璃生产企业，盈利能力较强。

加工技术领先，即将进入 TCO 玻璃市场。公司是国内最先实现光伏玻璃减反膜技术产业化生产的企业之一，在镀膜材料体系选择、成膜工艺路线的研发和运用、以及镀膜生产设备选型和改造上具有原创性。通过自主开发，公司掌握了用于镀制减反膜的纳米颗粒稳定复配技术，以及通过自主专有镀膜工艺方法实现大面积均匀制备减反射膜技术。公司的光伏减反玻璃增加透光率达 2.5%。另外，公司通过引进日本和芬兰的先进设备，结合自身在光伏玻璃镀膜材料方面的技术和经验，成功开发了 FTO 透明导电玻璃产品，其小试产品性能已成功达到 TCO 玻璃技术标准。公司将逐步进入 TCO 市场。

光伏减反玻璃市场空间广阔。据 EPIA 预测 2011 年全球光伏新增装机容量将增长到 2009 年的三倍左右，上升到 21.1GW，2012 年至 2015 年，光伏电池组件装机容量在政策驱动下将保持 21% 以上的年均复合增速。

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	595	755	859	1023
同比增速(%)	198.3%	26.8%	13.8%	19.1%
净利润(百万)	218	249	271	320
同比增速(%)	173.9%	14.0%	8.9%	18.4%
EPS(元)	1.36	1.55	1.69	2.00

基础数据

总股本(万股)	12000.00
流通A股(万股)	4000.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	4.97
每股净资产(元)	2.61
建议询价区间(元)	27.90-34.88

研究员: 肖世俊

电话: 010- 84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 袁放

电话: 010- 84183136

Email: yuanfang@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

光伏玻璃作为目前光伏产业链上电池组件封装环节使用的必需辅助材料之一，也将保持较快增速。按照现有的晶体硅太阳能电池光电转换效率，每 1GW 的光伏电池组件需要 710 万平方米左右的晶体硅光伏玻璃，则 2011 对晶体硅光伏玻璃的需求将达到 11,559.97 万平方米。由于光伏减反玻璃可以通过增加透光率，提高光伏电池组件的光电转换效率，在降低光伏组件成本的背景下，相对下游组件市场光伏减反玻璃需求增速将更快。目前可以量产光伏减反玻璃的企业较少，且光伏减反玻璃渗透率较低，未来市场空间广阔。

产能与技术同步提升，募投资金为公司发展提供持续动力。公司计划募集资金 4.25 亿元，用于 900 万平方米/年光伏镀膜玻璃产业化项目、光伏镀膜玻璃技术改造项目以及研发检测中心建设项目，建设期限为 2 年。募投项目达产将使公司光伏镀膜玻璃产能提升至 3450 万平方米/年，有效改变公司产能不足的现状；另外，研发检测中心的建立也将为公司推进技术革新、加大研发力度提供有力保障，维持公司技术领先的行业地位。

盈利预测及估值：预计公司 2011-13 年营业收入、净利润的年均复合增速分别为 16.14% 和 13.52%，预计 2011-2013 年每股收益分别为 1.55 元、1.69 元、2.00 元。参照同类可比公司的估值水平，给予公司 2011 年 20-25 倍的动态估值较为合理，**合理股价为 31.00~38.75 元。**

风险提示：产业政策风险，竞争者进入风险，光伏产业增速低于预期风险。

附录 1: 主营产品结构表

产品	项目	2010A	2011E	2012E	2013E
镀膜玻璃	营业收入	404	384	408	426
	YOY%		-5.03%	6.26%	4.29%
	营业成本	234	288	318	349
	毛利率	42.21%	25.00%	22.00%	18.00%
镀膜加工	营业收入	189	369	449	595
	YOY%		95.51%	21.66%	32.53%
	营业成本	26	92	126	184
	毛利率	86.19%	75.00%	72.00%	69.00%
钢化玻璃	营业收入	1	1	1	1
	YOY%		21.11%	11.11%	6.11%
	营业成本	1	1	1	1
	毛利率	-3.43%	-5.43%	-3.43%	-1.43%
总计	营业收入	594	754	858	1022
	YOY%		26.95%	13.80%	19.06%
	营业成本	261	381	445	535
	毛利率	56.11%	49.42%	48.12%	47.67%

资料来源: 公司报表、国都证券

附录 2: 可比公司估值情况

简称	代码	股价	EPS(元)			P/E		
			10A	11E	12E	10A	11E	12E
南玻 A	000012	15.11	0.70	0.84	1.16	21.4	17.8	13.0
中航三鑫	002163	6.58	0.08	0.19	0.37	27.0	24.9	16.1
秀强股份	300160	30.59	0.61	1.07	1.55	47.1	26.7	18.5
新大新材	300080	20.45	0.60	0.97	1.45	35.1	21.8	14.6
京运通	601908	36.79	0.91	1.55	1.95	--	22.8	18.1
精工科技	002006	33.40	0.63	1.49	1.99	71.2	22.0	16.4

资料来源: Wind、国都证券

附录3：盈利预测表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	595	755	859	1023
营业收入	595	755	859	1023
营业总成本	329	453	530	632
营业成本	261	381	445	535
营业税金及附加	4.4	5.5	6.3	7.5
销售费用	18	21	23	25
管理费用	35	42	52	62
财务费用	10	2	2	2
资产减值损失	1	1	1	1
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	266	302	329	390
加：营业外收入	1.1	2.3	2.1	1.9
减：营业外支出	0.7	0.4	0.4	0.5
利润总额	267	304	331	392
减：所得税	48	55	60	71
净利润	218	249	271	320
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	218	249	271	320
每股收益	1.36	1.55	1.69	2.00

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	金融工程、固定收益	caoyuan@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
邓集锋	IT	dengjifeng@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	交通运输	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			