

## 国内最大的镀减反膜供应商

亚玛顿 (002623.SZ)

新股上市

### 投资要点:

#### 1. 事件

亚玛顿首次在深圳中小企业板公开发行股票。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一)、今年全球约 1.39 亿 m<sup>2</sup> 的光伏玻璃可镀膜

在全球环保意识增强但能源需求不断增加的大环境下,各国政府出台电价补贴等支持政策,光伏产业发展迅猛。根据 EPIA 数据,过去十年间全球太阳能装机容量增长 27 倍,年均复合增长率达 39%,2010 年光伏装机新增容量达 16.6GW。我们预计今年新增容量达 19GW。假设每 10GW 需 7300 万 m<sup>2</sup> 的光伏玻璃,今年可镀膜的市场容量达 1.39 亿 m<sup>2</sup>。

##### (二)、公司为客户提高光伏组件输出功率 2.5%

鉴于国外光伏补贴政策下调预期的压力,光伏发电系统集成商下压组件价格。除了控制成本外,提高组件输出功率是国内光伏组件制造商应对价格下降的措施之一。我们认为镀减反膜是目前最经济的组件输出功率提高方式。超白压花玻璃、超白浮法玻璃等普通光伏玻璃镀上公司减反膜后,可见透光率至少提高 2.5%,相当于等效提高光伏组件输出功率。

2010 年公司 1705 万 m<sup>2</sup> 的镀膜玻璃销售及镀膜加工总数,占全球晶体硅组件光伏玻璃市场的 18.52%。镀减反膜目前还不是组件的标准配置。光伏组件价格下降的压力会促进减反膜的需求,作为一个有相当市场份额和生产规模的光伏减反膜玻璃公司,公司未来业绩发展可期。募投项目将进步加大公司规模优势。

##### (三)、公司占据地域优势、优质客户群

根据 EPIA 数据,2010 年中国光伏组件出货量约 8.3GW,占全球 50% 以上。国内出货量前 5 名的光伏组件制造商,无锡尚德 18.88%,英利新能源 12.77%,天合光能 12.75%,阿特斯 9.66%,韩华新能源 9.6%,合计占国内出货量的 64%,均为公司优质客户。公司地处中国江苏常州,较竞争对手占据了地域优势。超过 50% 的光伏组件来自于中国,而江苏又是中国光伏组件企业聚集之地。公司离其客户距离近,以天合光能为例,两者间距离仅不到 15km。

#### 3. 投资建议

我们预计 2011-2013 年盈利预测为 1.52 元、1.94 元和 2.19 元,结合类似公司平均估值水平,我们给予公司 2011 年 25-28 倍市盈率,对应的合理估值区间为 38-42 元。

### 分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020009

特此鸣谢

张玲: (8610) 6656 8643

(zhangling\_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

### 发行数据

发行价格	38.00
发行规模(万股)	4,000
发行后总股本(万股)	16,000
实际控制人	林金锡、林金汉
主承销商	中投证券

### 相关研究

表 1、亚玛顿财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	47	134	1665	1834	2024	营业收入	200	595	733	983	1280
应收票据	12	30	37	49	64	营业成本	82	261	368	520	732
应收账款	47	69	85	114	148	营业税金及附加	1	4	5	7	9
预付款项	13	11	29	55	92	销售费用	4	18	22	29	38
其他应收款	0	0	0	1	1	管理费用	13	35	41	51	75
存货	21	21	30	42	60	财务费用	5	10	0	-5	-6
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	92	119	160	187	213	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	25	63	103	113	123	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	93	267	297	380	430
无形资产	50	48	48	48	48	营业外收入	3	1	1	1	1
长期待摊费用	0	0	0	0	0	营业外支出	0	1	1	1	1
资产总计	309	497	2158	2444	2773	税前利润	96	267	296	379	429
短期借款	70	50	0	0	0	减：所得税	16	48	54	69	78
应付票据	2	21	30	42	59	净利润	80	218	243	311	351
应付账款	69	17	24	34	48	归属于母公司净利润	80	218	243	311	351
预收款项	1	2	2	2	2	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	0	1	1	1	1	每股收益	0.50	1.36	1.52	1.94	2.19
应交税费	9	15	15	15	15						
其他应付款	6	1	1	1	1	估值指标输出	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他流动负债	0	0	0	0	0	P/E	76	28	25	20	17
长期借款	0	61	61	61	61	P/B	49	19	3	3	2
预计负债	0	0	0	0	0	P/S	30	10	8	6	5
负债合计	185	184	149	171	202	Dividend Yield	0%	0%	1%	1%	1%
股东权益合计	124	313	2009	2273	2571	EV/EBITDA	12.36	15.85	14.60	11.13	9.41
归属母公司权益合计	124	313	2009	2273	2571						
总股本	33	120	160	160	160	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	成长性					
净利润	80	218	243	311	351	营收增长率	284%	198%	23%	34%	30%
折旧与摊销	5	9	10	12	14	EBIT 增长率	1200%	176%	7%	26%	13%
经营活动现金流	-594	5692	218	260	287	归属净利润增长	1231%	174%	11%	28%	13%
投资活动现金流	-2162	-4219	-90	-50	-50	盈利性					
融资活动的现金流	2060	-1387	1403	-41	-47	销售毛利率	59%	56%	50%	47%	43%
现金净变动	-696	87	1531	168	190	销售净利率	40%	37%	33%	32%	27%
期初现金余额	16	47	134	1665	1834	ROE	64%	70%	12%	14%	14%
期末现金余额	-680	134	1665	1834	2024	ROIC	38%	52%	12%	13%	13%

资料来源：公司数据，中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**邹序元，电力设备及新能源行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn  
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao\_jg@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn