

**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:** 30.00元

当前股价: 25.54元

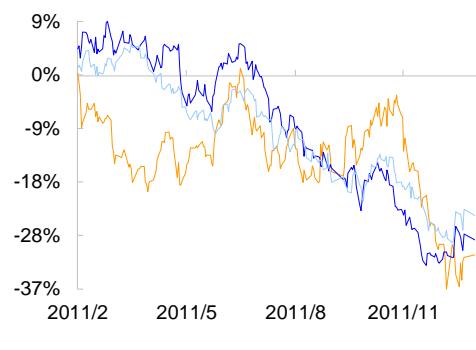
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2406.86
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	40
流通市值(亿)	10
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	-9.14	12.79	-27.12
建筑建材	0.62	10.06	-5.97
沪深300指数	-0.12	6.42	1.69


**相关报告**

亚玛顿 - 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 2012-02-27

**亚玛顿**
**002623**
**推荐**
**量增难补价跌，超薄双玻组件决定能否步入新一轮成长**

公司今日披露 12 年一季报。公司一季度营业收入 1.44 亿元 (-0.91%)；净利润为 3586 万元 (-34.87%)；对应 EPS 为 0.22 元 (-52.17%)。符合我们的预期。

**投资要点：**

- **减反膜放量，但盈利步入下行通道。**近两年减反膜认可度迅速提升，在光伏装机容量大增的情况下进入放量阶段。作为行业龙头，公司 11 年减反膜销量达 2700 万 m<sup>2</sup>，同比增约 58%。但下游组件厂不断压价、以及供给竞争加大，减反膜价格及盈利步入下行通道，11 年底价格较年初降 30%以上。我们认为 12 年盈利下滑仍将持续。
- **一季度量增难补价跌，单季利润 3586 万元，同环比明显下滑。**国外光伏补贴政策下调预期增加光伏抢装量，一季度需求旺盛，公司销量略超 700 万 m<sup>2</sup>，同比增 30%；但净利润同比降 35%。我们认为减反膜行业最高景气出现于 11 年中，目前该产品已进入盈利下滑期，以量补价将是公司必然的选择。公司预计 12 年销量达 4000 万 m<sup>2</sup>，预计利润能够持平已经是较好的表现。
- **超薄双玻组件将是公司能否步入新成长周期的关键。**公司是以创新并获取新产品成长期高盈利为特征的公司，自成立以来的快速增长得益于减反膜这一单一产品。但在目前减反膜成熟后，超薄双玻组件将成为公司能否步入新一轮成长周期的决定因素。目前公司模组线已经到位，预计年中将有超薄双玻组件推出。鉴于产品调试认证及市场推广所需时间，预计今年贡献业绩有限；但若成功量产，将有望成为第二个减反膜产品，推动公司新一轮成长。
- **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，我们预计 11-13 年公司收入将从 5.79 亿元增至 12.7 亿元，对应 EPS 为 1.34 元、1.40 元与 1.64 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	1012	1266
收入同比(%)	198%	-3%	75%	25%
归属母公司净利润	218	214	223	263
净利润同比(%)	174%	-2%	4%	18%
毛利率(%)	56.2%	52.4%	35.6%	34.3%
ROE(%)	69.6%	10.9%	10.2%	10.7%
每股收益(元)	1.36	1.34	1.40	1.64
P/E	17.60	17.91	17.20	14.60
P/B	12.26	1.95	1.75	1.56
EV/EBITDA	14	15	14	11

资料来源：中投证券研究所

## 一、减反膜放量，但盈利步入下降通道

### 1.1 减反膜放量但价跌，11年收入与利润略降

公司2011年实现收入5.79亿元，同比降2.65%；归属于上市公司净利润2.14亿元，同比降1.79%。

公司是国内减反膜行业龙头，产品主要用于超白压延玻璃上，需求受全球装机容量的直接影响。在2011年全球实现27GW装机量的情况下，公司收入与利润小幅下滑，主要原因在于：1.下游组件商亏损情况下对公司压价，导致减反膜量增价跌；2.公司出于现金流考虑，增加镀膜加工产品比例；由于加工业务收入只计加工费，而玻璃原片不计入，对收入有所影响。

近两年减反膜性能得到下游认可，在超白压延玻璃的使用比例估计从10年的21%上升至11年底的32%。作为行业龙头，公司2011年减反膜约2700万m<sup>2</sup>，同比增长约58%。我们认为减反膜需求已进入放量阶段，预计12年公司销量有望增到4000万m<sup>2</sup>。

然而，减反膜价格与盈利持续下行将成为行业大致趋势。2011年年底公司减反膜加工价格较年初下降30%以上。2012年，部分超白压延玻璃厂商将进入减反膜领域导致竞争加剧，而下游组件商在持续亏损情况下对公司压价将更为明显，我们预计减反膜的价格仍将出现持续下降。公司目前开始推出三代产品，透光率达到3%，较目前市场普通采用的二代2.5%的透光率提高0.5个百分点。若三代的规模逐步加大，有望缓解减反膜售价下降的幅度。

总体看，2012年公司减反膜将以量补价，预计该业务全年利润大致持平。

图1 公司年度经营情况

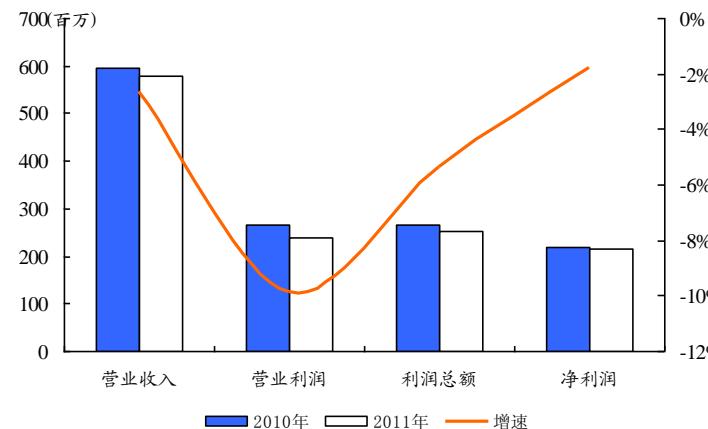
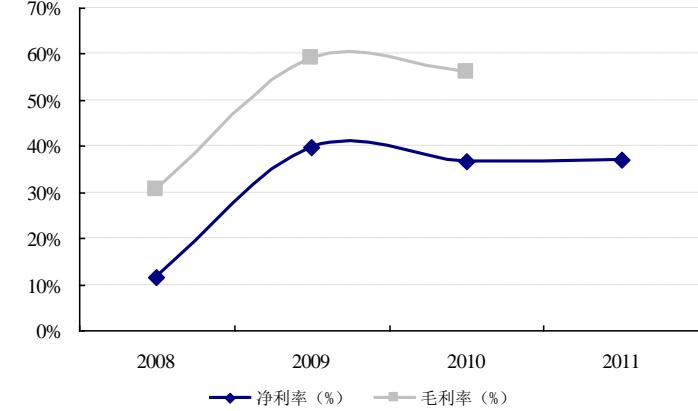


图2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 1.2 减反膜盈利高点过去，12年一季度利润同比环比下滑

从单季度情况看，减反膜行业景气高点应该已经过去。2011年公司单季净利润高点出现在三季度，净利润6923元，净利率达到39.4%的高点，主要是公司在行业盈利高点时需求能够放量。

但到了四季度，光伏行业需求受影响导致减反膜盈利下滑；虽然公司市场认可度上升使得销量能够维持在每个季度 700 万平米以上，但仍难敌产品价格下滑。12 年一季度国外补贴政策下调的预期使得抢装机现象发生，需求量较为旺盛；但价格低位维持。

从销量与利润情况看，2012 年一季度，公司减反膜销量约 760 万平米，同比增长接近 30%，环比略有下滑约 5%，这说明一季度的需求量较为不错。但净利润 3586 万元，同比降 35%，环比降 29%。这说明行业高盈利的阶段已经过去，利润率下滑仍将是趋势。在这种情况下，以量补价将是公司必然的选择，预计全年减反膜利润能够维持便是较好的情况。

**表 1 公司季度经营情况**

	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1
收入（亿元）	1.52	1.66	1.43	1.22	1.76	1.39	1.44
环比增速		9.2%	-13.8%	-14.7%	44.1%	-20.8%	3.2%
归属股东净利润(亿元)	0.64	0.56	0.55	0.40	0.69	0.50	0.36
环比增速		-12.7%	-1.5%	-26.5%	71.2%	-27.1%	-29.0%
净利率	42.1%	33.7%	38.5%	33.1%	39.4%	36.3%	24.9%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、减反膜下行，超薄双玻组件将是公司能否进入新成长

### 周期的决定因素

#### 2.1 去年公司减反膜以镀膜加工产品为主

公司减反膜业务主要分为镀膜加工与钢化两块，前者仅为客户提供镀膜服务，后者为自买原片后通过钢化与镀膜后再外卖。由于镀膜加工会计上仅计加工费与相关加工成本，因而毛利率很高；后者则较低。

从 11 年的情况看，由于下半年钢化环节基本不盈利，且为了节约现金流，公司大部分产能仅用于镀膜加工。在全部销量中，镀膜加工占比约 80%，自产（自买原片后再加工）比例约 20%。由于近期钢化玻璃的售价有所上升，公司加大了自产的比例，估计一季度自产比例接近 40%。

由于 12 年公司以量补价将在公司目标，这对产能利用率会提出较高要求，因而镀膜加工仍将占有较大的比例。

#### 2.2 超薄双玻组件预计将于 12 年中推出，进展仍有待跟踪

随着公司减反膜周期步入下滑通道，公司今年将主要精力放在超薄双玻组件的研发与推发上。公司从奥地利设备商里赛克订了 5 条超薄玻璃钢化线，将从台湾引进模组件，预计在五年内将达到 2GW 的产能。

由于早期 2mm 浮法玻璃只能用化学法钢化，造成成本过高；随着物理钢化法的成功，超薄玻璃成本下降，使其用作组件盖板成为可能。公司目前 75MW 的模

组线已到位，而钢化玻璃设备将在年中到达，预计三季度将会有超薄双玻组件推出。然而，由于下游大批量应用仍需至少半年时间进入认证，且公司正式量产时成品率目前无法确定，届时成本是否较传统组件明显下降也难以确定。

我们估计超薄双玻组件在 12 年的利润贡献将较为有限；作下半年将是公司推广产品与生产调试的时间，若进展顺利，该业务有望成为第二个减反膜，推动公司进入新的成长周期。

### 三、公司产能情况

公司在产的生产线除了上市前的青龙一期与二期(共 12 条线)，又于 11 年底利用自有资金增加了 5 条线，所以目前在产线约 17 条。公司 12 年将完成红梅厂区搬迁及技术改造项目（5 条线），并逐步实施募投项目二（6 条线）。因此从目前的规划看，公司今年产能仍将逐步增加，预计 13 年产能将达到 4200 万平米。

然而，由于公司生产线产能利用率较高，我们预计今年产销量有望达到 4000 万平米；未来两三年也会实现逐步增长。

而超薄双玻组件方面，公司第一条钢化线将于年中到达，总共 6 条钢化线将于明年年初全部安装完全。模组产能方面，目前 75MW 线到位，预计 13 年将达到 450MW。当然，产能的发挥情况更多视市场的开拓情况而定。若进展顺利，公司将在 2015 年内将组件产能增至 2GW。

表 2 公司减反膜情况

生产线	生产线	生产线数目 (条)	单线产能 (万 m <sup>2</sup> )	产能 (万 m <sup>2</sup> )	投产日期
青龙厂区一期	6 条光伏生产线	6	150	900	2010 年以前
青龙厂区二期	6 条光伏生产线	6	150	900	2011 年 1、4 月
红梅厂区搬迁技改（募投一）	5 条光伏生产线	5	150	750	2011 年下半年逐步技改
新增 900 万平米（募投二）	6 条光伏生产线	6	150	900	2012 年-2013 年
自用资金 900 万平米	5 条光伏生产线	5	150	750	2011 年底
<b>合计</b>		<b>28</b>		<b>4200</b>	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 四、盈利预测

表 3 公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
减反膜总产量 (万 m <sup>2</sup> )	1683.91	2,626.5	4,000.0	5,500.0
<b>镀膜玻璃</b>				
产量 (万 m <sup>2</sup> )	537.34	472.8	1,200.0	935.0
产量占比 (%)	31.9%	18.0%	30.0%	17.0%
销量 (万 m <sup>2</sup> )	558.7	472.8	1188.0	925.7
均价(元/m <sup>2</sup> )	72.39	58.0	51.0	49.0
收入 (万元)	40443.46	27,420.7	60,588.0	45,356.9

增速 (%)	235.1%	110.7%	121.0%	-25.1%
成本 (万元)	23372.28	20,148.4	47,520.0	37,951.7
毛利率 (%)	42.2%	26.5%	21.6%	16.3%

**镀膜加工**

产量 (万 m <sup>2</sup> )	1146.57	2,153.7	2,800.0	4,565.0
产量占比 (%)	68.1%	82.0%	70.0%	83.0%
销量 (万 m <sup>2</sup> )	1146.6	2153.7	2800.0	4496.5
均价(元/m <sup>2</sup> )	16.46	14.1	10.5	9.0
收入 (万元)	18873.53	30,367.6	29,400.0	40,468.7
增速 (%)	140.4%	128.2%	-3.2%	37.6%
成本 (万元)	2606.43	7,288.2	9,240.0	15,737.8
毛利率 (%)	86.2%	76.0%	68.6%	61.1%

**钢化玻璃**

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%

**超薄超玻组件**

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%
<b>合计收入 (万元)</b>	59408.20	57,901.1	101,188.0	126,625.6
<b>合计成本 (万元)</b>	26073.05	27,556.6	65,210.0	83,149.5
<b>毛利率 (%)</b>	56.1%	52.4%	35.6%	34.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

**五、投资建议：推荐**

我们预计 11-13 年公司收入将从 5.79 亿元增至 12.7 亿元，对应 EPS 为 1.34 元、1.40 元与 1.64 元。给予“推荐”的投资评级。

**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	1637	1487
现金	134	1488	1020	705
应收账款	69	116	202	253
其他应收款	0	2	2	2
预付账款	11	47	111	141
存货	21	72	150	208
其他流动资产	30	87	152	177
<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	2572	2879
<b>流动负债</b>	120	164	192	206
短期借款	50	100	100	100
应付账款	17	14	33	42
其他流动负债	53	50	59	64
<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	377	421
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	573	836
归属母公司股东权益	313	1972	2195	2458
<b>负债和股东权益</b>	497	2270	2572	2879

**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	157	12	-20	163
净利润	218	214	223	263
折旧摊销	0	10	24	45
财务费用	10	0	-1	8
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-212	-266	-151
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	51	22
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	1	-8
<b>现金净增加额</b>	77	1354	-469	-314

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	595	579	1012	1266
营业成本	261	276	652	831
营业税金及附加	4	6	11	14
营业费用	18	17	28	35
管理费用	35	36	60	73
财务费用	10	0	-1	8
资产减值损失	1	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	266	241	260	302
营业外收入	1	12	5	9
营业外支出	1	1	2	2
<b>利润总额</b>	267	252	263	309
所得税	48	38	39	46
<b>净利润</b>	218	214	223	263
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	218	214	223	263
EBITDA	277	251	283	355
EPS (元)	1.82	1.34	1.40	1.64

**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%	74.8%	25.1%
营业利润	185.6	-9.4%	7.7%	16.4%
归属于母公司净利润	173.9	-1.8%	4.2%	17.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	56.2%	52.4%	35.6%	34.3%
净利率	36.7%	37.0%	22.1%	20.8%
ROE	69.6%	10.9%	10.2%	10.7%
ROIC	74.5%	27.6%	14.8%	12.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.9%	13.1%	14.7%	14.6%
净负债比率	67.21	86.27%	81.48	80.13%
流动比率	2.21	11.05	8.53	7.23
速动比率	2.03	10.61	7.75	6.22
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.48	0.42	0.42	0.46
应收账款周转率	10	6	6	6
应付账款周转率	6.05	17.78	28.12	22.42
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.34	1.40	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.08	-0.12	1.02
每股净资产(最新摊薄)	1.96	12.32	13.72	15.36
<b>估值比率</b>				
P/E	17.60	17.91	17.20	14.60
P/B	12.26	1.95	1.75	1.56
EV/EBITDA	14	15	14	11

## 相关报告

### 报告日期 报告标题

2012-02-27 亚玛顿 - 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

## 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±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。

## 免责条款

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，旨为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