

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: 20.00元

当前股价: 18.49元

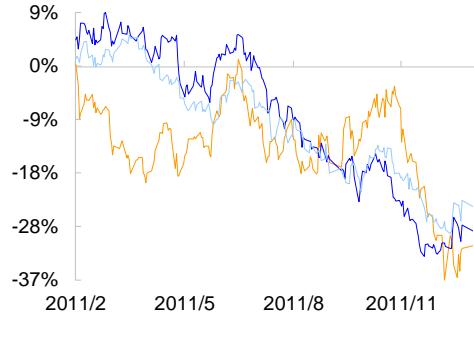
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2184.84
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	32
流通市值(亿)	7
EPS	1.33
每股净资产(元)	12.47
资产负债率	5.16%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
亚玛顿	-12.23	-25.25	-20.16
建筑建材	-7.94	-5.83	0.37
沪深300指数	-5.99	-5.02	-1.88


相关报告

亚玛顿 - 量增难补价跌,超薄双玻组件决定能否步入新一轮成长 2012-04-25

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
超薄双玻组件设备到位, 将决定未来公司成长情况

近日我们到公司调研, 主要就超薄双玻组件的进展情况进行了了解。

投资要点:

- 上半年减反膜销量约 1500 万 m², 量增价跌持续。公司目前主要产品减反膜上半年销量约 1500 万 m², 较去年同期增长约 40%。但竞争加剧, 使用产品价格与利润率持续下滑。我们预计下半年毛利率仍将下行, 全年销量估计约 3000 万 m²。总体来看, 今年减反膜量增难补价跌可能性很高。
- 超薄双玻组件设备到位, 预计 9 月份将有完全自主品牌面世。公司第一条组件线 75MW 已安装, 且开始小批量生产组件 (钢化玻璃来自奥地利); 第一条超薄玻璃钢化线正在安装, 预计 8 月开始生产。因此, 我们预计 9 月份公司将有完全由自己生产线生产的超薄双玻组件面世。经我们测算, 公司订购的组件线约 2GW, 但超薄玻璃钢化线对应约 5GW, 因此未来公司将同时卖玻璃与卖组件, 加快开拓市场。
- 超薄双玻组件将是公司能否步入新成长周期的关键。公司是以研发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并下滑后, 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。目前公司通过自己模组线与进口超薄玻璃生产的组件已经通过国际两大认证。我们预计四季度产品会面世; 如果进展顺利, 明年市场将逐步打开, 则双玻组件有望成为公司第二个明星产品, 推动公司新一轮成长。
- 给予“推荐”的投资评级。我们估计今年双玻组件仍难明显有业绩体现, 减反膜量升价跌将持续, 今年业绩下滑较难改变, 但仍然会有盈利。长期来看, 超薄双玻组件值得重点关注。由于减反膜的盈利下滑快于我们原来预期, 我们下调公司盈利。双玻组件目前尚未量产, 在 12-14 年销售 18MW、90MW 与 200MW 的假设下, 我们预计公司 EPS 为 0.83 元、0.9 元与 1.13 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	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	579	566	825	1295
收入同比(%)	-3%	-2%	46%	57%
归属母公司净利润	213	133	143	181
净利润同比(%)	-2%	-38%	8%	26%
毛利率(%)	53.5%	33.8%	29.6%	26.2%
ROE(%)	10.7%	6.4%	6.4%	7.5%
每股收益(元)	1.33	0.83	0.90	1.13
P/E	14.32	22.95	21.31	16.88
P/B	1.53	1.47	1.37	1.27
EV/EBITDA	7	11	9	6

资料来源: 中投证券研究所

一、行业总体情况

- a) 行业整合：装量还是每年上升的，但产能过剩下要死掉一批，去产能化。在这轮整合当中我们要看到未来的发展。目前我们的终端客户在亏损，天天在盯着我们，所以我们的压力也很大。但我们行业可以不断整合
- b) 行业竞争格局：目前新进入者很少，而现有的企业在收缩。下游大的组件商都不大会扩了，可能会有并购。小厂有些都停了，他们资金与品牌都有问题。

二、公司总体战略

- c) 差异化竞争：减反膜我们也要管控风险，目前二线与三线的单子不接了。原来考虑把量放大，但现在还是瞄准一线的前十大的客户。
- d) 减反膜发展：要靠成本降低，另外企业要创新。未来毛利率肯定是向下走的，生产成本现在没法降低（六月一日要提高最低工资、水电都在涨价）唯一的潜力：就是向下压上游的采购成本，但可能面临付款的条件改变。还是要靠自身的发展：成本降低，以及设备与技术改造，提高良品率，另外企业本身要创新。
- e) 总体收入规划：未来一段时间内做到 200 亿收入。目前参加了 510 项目（政府项目），进光伏园，具体进展不好说。但估计未来一段时间是做到 200 亿的收入。目前公司总的不到 1000 亩地（共五期）。
- f) 业绩：今年双玻组件贡献预计比较少，看好公司明年表现。

三、减反膜业务：

- g) 需求量：上半年减反膜出货量约 1500 万平米，下半年行业不会好。市场不好就没有淡旺季；目前欧洲仓库库存都很高。下半年，我们会努力做到与上半年一样；量可以争取，但是主要还是价格问题。
- h) 行业应用量：目前行业减反膜应用还只有 70%，我们还是能赚一点钱，所以现在募投项目还在正常运作。
- i) 目前价格：现在镀 AR 膜的玻璃报到 35 元/平米（前段时间接近 40 元）而钢化片大概是在 26-28 元，原片约 22-23 元。均为含税价。
- j) 盈利情况：毛利率肯定还是要向下走的，量增加，但业绩同比下滑。另外，目前应收账款比较大。

四、超薄双玻组件：

- a) 目前进展：预计 8-9 月会有自己设备生产的超薄双玻组件出来。目前组件线已到一条并安装好，产能 75MW，已出来两个月；下个月再到一条。玻璃钢化线刚到，目前正在安装，每月产能约 22 万片（理想状态 70 万平米/月），估计今年共有 4 条到位。目前有用组件线生产出双玻组件（其中玻璃是在奥地利钢化的），预计今年钢化线在 8 月份全部开机调试，慢的话在 8 月底 9 月初；届时将有双玻组件出来。
- b) 未来经营思路：一方面是卖双玻组件，另一方面是卖玻璃。当然也会给组件商做贴牌，以更好开拓市场。

c) **超薄双玻组件的应用：**开拓方向是电站、BIPV 与屋顶式电站。目前接线不是在背板玻璃上钻孔（会容易裂），而是在玻璃上边挖月牙状口接接线盒，因此并网还是用可以用并联方式；但安装的基架需要改变，因为没有铝边框。相对来说，用在地面式电站价格较低，而用在屋顶价格更高一些。

d) **超薄双玻组件价格与成本：**要看定价，目前仍无法确定，但会略高于传统组件（公司欲定价高于传统组件 0.1 美元/W，但下游可能只接受 6-7 美分/W）。另外由于尚未量产，成本也没有确定。从原材料来看，准备上面有超白浮法，下面有普通浮法（普通 2mm 浮法目前约 12 元/平米，超白的估计到 17 元/平米）。未来电池片在组件中的占比会越来越小，相反辅料的占比在不断提升。

e) **目前超薄双玻的认证：**已通过国际两大认证，但这是用奥地利的玻璃做的。到时自己的玻璃出来，不用再做认证的，但我们要去测试一下。

f) **传统双玻组件(4mm)情况介绍：**他们用 4mm 双玻，成品率只有传统组件的一半。目前用 TPT 背板的组件良品率在 90% 左右。但目前组件的问题在于 EVA 的衰减，电池片的寿命还是比较高。

五、超薄玻璃(2mm):

g) **超薄玻璃的应用前景：**液晶、家电、双面电池。2mm 的双玻可用于 OLED 的基板、液晶电视、白色家电；还有高铁上的夹胶玻璃、双面电池的盖板。其中液晶显示屏下半年应该会好起来，而双面电池是目前松下电子的主推产品，其产能有 450MW，而且还有扩建。三洋也有。原来背板用的是透明的 TPT，但透光度只有 80%，还有黄化的问题。和双玻的话，后面也可以加减反膜。上下两面可以用双面的浮法与双面的压延。英利的双面电池，如果用 TPT，高温高湿测试通不过（1000 个小时可以过，但我们的双玻组件可以做到 4000 个小时）。

h) **2mm 钢化设备：**既可用于 2mm 浮法，也可用于 2mm 压延。2mm 压延的花纹不一定要很深，主要看表面的粗糙度。现在行业肯定是向 2mm 发展，目前超白石英砂的价格越来越高（在 4 月份的光伏展会上，我们也看到中航三鑫展出 2mm 的超白压延玻璃，客户兴趣度较高，可见玻璃变薄可能为发展方向）。

i) **2mm 钢化玻璃运行：**在国外的钢化玻璃的成品率承诺是 97-98%，他们有技术人员在这边呆一年。8 月中旬会有小批量生产，9 月会有实际运行（玻璃+组件）。认为看好公司明年。

六、盈利预测

由于公司未来增长点决定于超薄双玻组件，而此产品目前尚未量产。我们以 12-14 年分别销售 18MW、90MW 与 200MW 为假设，预测近三年的盈利。如果双玻组件的市场推广好于我们假设，则公司盈利也将高于预测。

表 1 公司盈利预测

	2011A	2012E	2013E	2014E
减反膜总产量（万m ² ）	2,701.0	3,100.0	3,500.0	4,500.0

镀膜玻璃

产量 (万m ²)	486.2	930.0	700.0	765.0
产量占比 (%)	18.0%	30.0%	20.0%	17.0%
销量 (万m ²)	486.2	920.7	693.0	757.4
均价(元/m ²)	57.3	33.0	35.0	39.0
收入 (万元)	27,856.5	30,383.1	24,255.0	29,536.7
增速 (%)	114.0%	9.1%	-20.2%	21.8%
成本 (万元)	20,056.6	23,477.9	19,057.5	24,613.9
毛利率 (%)	28.0%	22.7%	21.4%	16.7%

镀膜加工

产量 (万m ²)	2,214.8	2,170.0	2,800.0	3,735.0
产量占比 (%)	82.0%	70.0%	80.0%	83.0%
销量 (万m ²)	2214.8	2170.0	2758.0	3697.7
均价(元/m ²)	13.4	7.6	6.3	5.0
收入 (万元)	29,644.4	16,492.0	17,375.4	18,488.3
增速 (%)	122.8%	-44.4%	5.4%	6.4%
成本 (万元)	6,705.6	6,727.0	9,101.4	12,202.2
毛利率 (%)	76.0%	59.2%	47.6%	34.0%

钢化玻璃

收入 (万元)	87.2	200.0	300.0	350.0
成本 (万元)	150.5	200.0	300.0	350.0
毛利率 (%)	-42.1%	0.0%	0.0%	0.0%

超薄超玻组件

产能 (MW)	75.0	450.0	800.0
产量 (MW)	18.0	90.0	200.0
收入 (万元)	9,540.0	40,545.0	81,090.0
成本 (万元)	7,059.6	29,597.9	58,384.8
毛利率 (%)	26.0%	27.0%	28.0%

合计收入 (万元)	57,588.1	56,615.1	82,475.4	129,464.9
合计成本 (万元)	26,912.7	37,464.5	58,056.8	95,550.9
毛利率 (%)	53.3%	33.8%	29.6%	26.2%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

七、投资建议：推荐

我们预计12-15年公司收入将从5.66亿元增至12.95亿元,对应EPS为0.83元、0.9元与1.13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	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1757	1756	1492	1279
现金	1401	1338	928	371
应收账款	168	170	206	324
其他应收款	1	2	2	2
预付账款	91	64	99	162
存货	17	97	134	239
其他流动资产	79	85	124	181
非流动资产	347	569	1042	1494
长期投资	0	0	0	0
固定资产	181	347	705	1111
无形资产	76	76	76	76
其他非流动资产	90	146	260	307
资产总计	2104	2324	2534	2773
流动负债	104	171	186	214
短期借款	0	100	100	100
应付账款	29	19	29	48
其他流动负债	75	52	57	67
非流动负债	4	73	124	154
长期借款	0	70	120	150
其他非流动负债	4	3	4	4
负债合计	109	244	310	368
少数股东权益	0	0	0	0
股本	160	160	160	160
资本公积	1487	1487	1487	1487
留存收益	349	434	577	758
归属母公司股东权益	1995	2081	2224	2405
负债和股东权益	2104	2324	2534	2773

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	115	3	36	-81
净利润	213	133	143	181
折旧摊销	17	14	28	49
财务费用	-4	-15	-4	6
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-125	-117	-131	-316
其他经营现金流	14	-12	0	-1
投资活动现金流	-207	-228	-500	-500
资本支出	209	236	500	500
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	2	8	0	0
筹资活动现金流	1342	163	54	24
短期借款	-50	100	0	0
长期借款	-61	70	50	30
普通股增加	40	0	0	0
资本公积增加	1429	0	0	0
其他筹资现金流	-16	-7	4	-6
现金净增加额	1249	-63	-410	-557

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	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	579	566	825	1295
营业成本	269	375	581	956
营业税金及附加	7	6	9	14
营业费用	15	17	23	36
管理费用	44	36	49	75
财务费用	-4	-15	-4	6
资产减值损失	8	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	240	146	166	206
营业外收入	11	12	5	9
营业外支出	1	1	2	2
利润总额	250	157	169	213
所得税	37	23	25	32
净利润	213	133	143	181
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	213	133	143	181
EBITDA	253	144	189	261
EPS (元)	1.33	0.83	0.90	1.13

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	-2.7%	-2.2%	45.7%	57.0%
营业利润	-9.8%	-39.3%	13.8%	24.3%
归属于母公司净利润	-2.2%	-37.6%	7.7%	26.2%
盈利能力				
毛利率	53.5%	33.8%	29.6%	26.2%
净利率	36.9%	23.5%	17.4%	14.0%
ROE	10.7%	6.4%	6.4%	7.5%
ROIC	34.2%	11.8%	8.9%	7.8%
偿债能力				
资产负债率	5.2%	10.5%	12.2%	13.3%
净负债比率	0.00%	80.39%	79.30	74.92%
流动比率	16.83	10.28	8.01	5.97
速动比率	16.65	9.71	7.30	4.85
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.26	0.34	0.49
应收账款周转率	5	3	4	5
应付账款周转率	11.54	15.56	24.31	24.88
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.33	0.83	0.90	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.02	0.23	-0.51
每股净资产(最新摊薄)	12.47	13.00	13.90	15.03
估值比率				
P/E	14.32	22.95	21.31	16.88
P/B	1.53	1.47	1.37	1.27
EV/EBITDA	7	11	9	6

相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-25	亚玛顿 - 量增难补价跌，超薄双玻组件决定能否步入新一轮成长
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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434