

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: 18.00 元

当前股价: 17.80 元

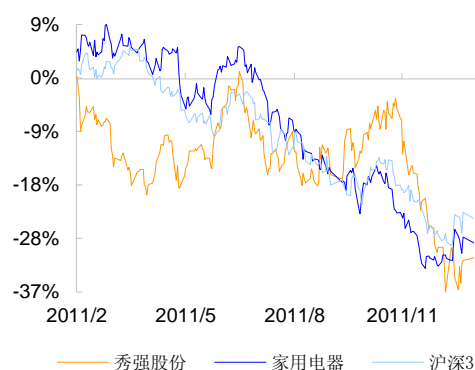
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2128.77 |
| 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 | -12.81 | -17.63 | -23.40 |
| 建筑建材 | -5.88 | -11.49 | -2.66 |
| 沪深 300 指数 | -4.31 | -10.73 | -6.19 |



相关报告

亚玛顿-超薄双玻组件设备到位, 将决定未来公司成长情况 2012-07-23

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

减反膜盈利能力继续下行, 关注超薄双玻组件

公司公布 12 年中期业绩快报, 实现收入 3.59 亿元, 同比增 35.7%; 营业利润 8124 万元, 同比减 25.67%; 净利润 6885 万元, 同比降 27.26%。EPS 为 0.43 元, 同比降 45.57%。

投资要点:

- **上半年减反膜量接近 1500 万 m², 但量增难以弥补盈利下滑。**公司通过镀膜与镀膜加工两种方式生产减反膜, 上半年合计销量接近 1500 万 m², 同比增 35.09%; 但净利润 6885 万元, 同比降 27.26%。从单位利润看, 上半年约 4.7 元/m², 较去年全年 7.9 元/m² 下滑近四成, 较去年上半年下滑幅度更大。因此销量增长无法弥补利润下滑, 我们预计在下游组件不断降价情况下, 减反膜盈利下滑也仍将持续。
- **收入增速略高于销量增速, 主要源于镀膜产品占比提升, 而减反膜加工费仍在下行。**上半年收入增 35.7%, 略高于销量约 35.09% 的增速, 在于镀膜产品比例明显提升。由于镀膜产品价格包含了玻璃原片的成本, 而镀膜加工产品价格仅指镀膜加工费, 造成收入明显提升。从利润的下滑程度可以看出, 减反膜的加工费仍处于下行通道。
- **超薄双玻组件设备到位, 预计 9 月份将有完全自主产品面世。**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。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, 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。但目前减反膜步入成熟期后, 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。目前公司超薄双玻组件已经通过国际两大认证, 如果进展顺利, 明年市场将逐步打开。
- **给予“推荐”的投资评级。**我们估计今年双玻组件仍难有明显业绩体现, 减反膜量升价跌将持续, 今年业绩下滑较难改变。在 12-14 年销售 18MW、90MW 与 200MW 双玻组件的假设下, 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 | 13.34 | 21.39 | 19.86 | 15.73 |
| P/B | 1.43 | 1.37 | 1.28 | 1.18 |
| EV/EBITDA | 6 | 10 | 8 | 6 |

资料来源: 中投证券研究所

一、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

二、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 |

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% |
| 获利能力 | | | | |
| 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 | 13.34 | 21.39 | 19.86 | 15.73 |
| P/B | 1.43 | 1.37 | 1.28 | 1.18 |
| EV/EBITDA | 6 | 10 | 8 | 6 |

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 |
|------------|----------------------------------|
| 2012-07-23 | 亚玛顿 - 超薄双玻组件设备到位，将决定未来公司成长情况 |
| 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