

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12 个月目标价: 18.00 元

当前股价: 17.89 元

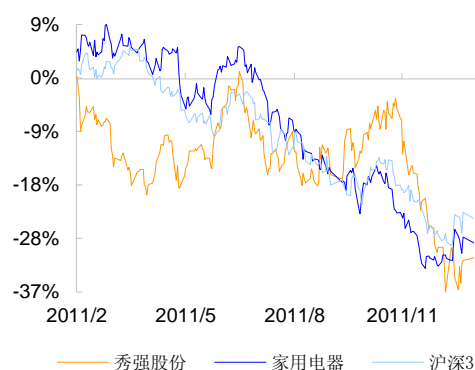
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2092.10
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	-5.76	-13.42	-33.90
建筑建材	-3.82	-13.11	-13.61
沪深 300 指数	-3.79	-13.04	-12.68



相关报告

亚玛顿 - 减反膜盈利能力继续下行, 关注超薄双玻组件 2012-07-30
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

002623

推荐

产品结构调整与减反膜景气下行致总体利润率大幅下降

公司今日公布 12 年中报, 实现收入 3.59 亿元, 同比增长 35.7%; 归属于上市公司净利润 6885 万元, 同比下降 27.19%。对应 EPS 为 0.43 元。

投资要点:

- **减反膜放量至 1500 万 m², 但盈利下滑趋势不改。**上半年公司减反膜销量接近 1500 万 m², 同比增长 35.09%; 但净利润 6885 万元, 同比降 27.16%, 量增无法弥补价跌。单位净利润显示, 上半年约 4.7 元/m², 比去年同期下降了约 47%, 较去年全年也下滑约 40%。我们认为受制于国外双反等造成的需求疲软影响, 下半年光伏行业需求仍较不确定。预计下半年销量约与上半年持平, 但减反膜盈利将继续下行。
 - **镀膜产品销量占比跃升 60% 以上, 造成总体盈利数据异常, 须关注分业务利润率。**上半年收入增 35.7%, 略高于销量约 35.09% 的增速, 并非加工费上升, 而在于镀膜产品比例明显提升。上半年公司镀膜出货量占比超过 60%, 首次超过加工产品; 由于镀膜产品价格包括了原片成本, 因此毛利率明显低于加工产品。分业务数据更能反映情况: 镀膜加工毛利率由去年的 77% 降至今年的 64%; 而镀膜产品由 28% 降至 22%, 真正说明盈利下滑。作为中间加工业务的减反膜, 目前 64% 的毛利率我们认为仍然较高, 未来仍有下行空间。
 - **减反膜产能扩张仍在进行, 但未来增长需关注超薄双玻组件。**公司募投项目仍在进行, 减反膜产能将增加, 但出货更多由需求决定。由于减反膜已步入盈利下行通道, 公司未来重在发展超薄双玻组件, 预计 9 月份将有完全自主产品面世。该产品将是公司未来能否步入新一轮成长周期的决定因素, 值得重点关注。
 - **应收账款增加明显, 现金流情况变差。**公司上半年应收账款 2.7 亿元, 同比增 273%; 导致周转率由去年的 3.8 降至 1.9。同时经营性现金流 0.3 亿元, 下降 59%。我们认为这源于光伏下游企业较大经营压力对公司的影响, 公司经营风险的确在增加。负债率则低位维持。
 - **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	13.41	21.50	19.96	15.81
P/B	1.43	1.38	1.29	1.19
EV/EBITDA	6	10	8	6

资料来源: 中投证券研究所

一、减反膜放量，但盈利继续下滑

1.1 上半年减反膜量增难补价跌，净利润降 27%。

公司 2012 年上半年实现收入 3.59 亿元，同比增长 35.7%；归属于上市公司净利润 6885 万元，同比下降 27.19%。

近两年减反膜在超白压延玻璃中应用比例大幅提升使得需求快速放量，但由于玻璃厂商进入减反膜环节使得供给压力也在不断增加。同时下游组件商经营困难对减反膜企业压价现象仍在持续。今年上半年减反膜依然处于量增价跌的过程中，且价格下跌速度开始加快。

上半年公司合计销量接近 1500 万 m²，同比增长 35.09%；但净利润 6885 万元，同比降 27.16%。公司镀膜与镀膜加工产品虽然制作工艺一样，但会计确认的收入与毛利率存在明显差异（镀膜将玻璃原片确认进成本与收入，造成收入明显增加而毛利率下滑）。上半年公司镀膜产品占比提升也是造成总体毛利率从 54.6% 下跌至 28.5% 的原因。

为了更好分析减反膜盈利，我们认为关注单位净利将更为准确。上半年公司减反膜单位利润约 4.7 元/m²，相对去年同期下降了 46.6%，较去年全年也下滑 40%。

上半年国外受到补贴下调带来的提前装机影响，总体出货量较好；但今年下半年光伏装机容量仍不确定，且国外双反对光伏行业不断构成负面影响。从目前减反膜加工的盈利来看，仍处于较好水平。我们预计下半年减反膜价格仍将下跌，量增无法弥补盈利下滑。

图 1 公司年度经营情况

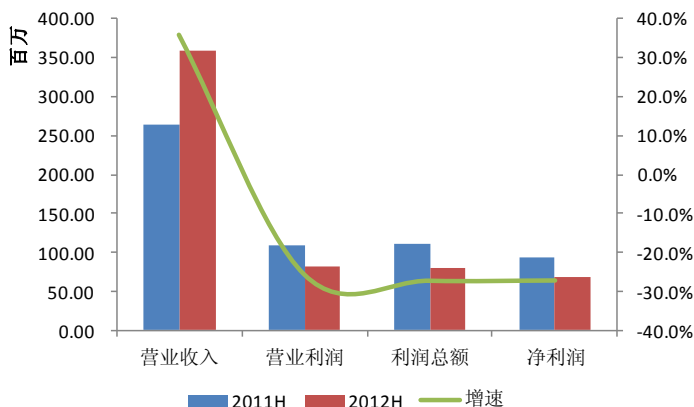
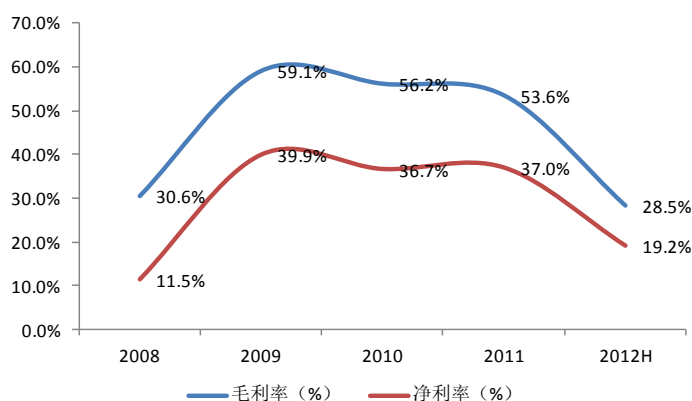


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 二季度销量环比略有增长，但盈利仍在下降

从单季度情况看，我们一直对减反膜行业景气高点已经过去的判断不断得到印证，公司的盈利能力自 11 年三季度后持续下滑。

上半年公司减反膜出货量较好，每季度均保持在 700 万平方米以上，其中二季度略好于一季度，不过单位净利环比同样在下滑。据我们大致估计，二季度产品单位盈利较一季度下滑幅度超过 10%。

值得注意的是，二季度公司镀膜产品比例较一季度加大，造成收入环比大幅增加而净利润却下降。因此单看公司总体毛利与净利率无实际意义。我们建议关注分业务的盈利情况，我们在下一节进行分析。我们认为下半年的销量可能与上半年大致持平，但盈利仍将环比下滑。

表 1 公司季度经营情况

	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
收入（亿元）	1.52	1.66	1.43	1.22	1.76	1.39	1.44	2.15
环比增速		9.2%	-13.8%	-14.7%	44.1%	-21.2%	3.7%	49.5%
毛利率	57.8%	54.0%	55.1%	51.4%	57.7%	48.1%	33.7%	25.0%
费用率	9.5%	12.1%	9.4%	12.6%	9.3%	7.4%	3.8%	4.1%
归属股东净利润（亿元）	0.64	0.56	0.55	0.40	0.69	0.50	0.36	0.33
环比增速		-12.7%	-1.5%	-26.5%	71.2%	-28.2%	-27.8%	-8.0%
净利率	42.1%	33.7%	38.5%	33.1%	39.4%	35.8%	24.9%	15.3%

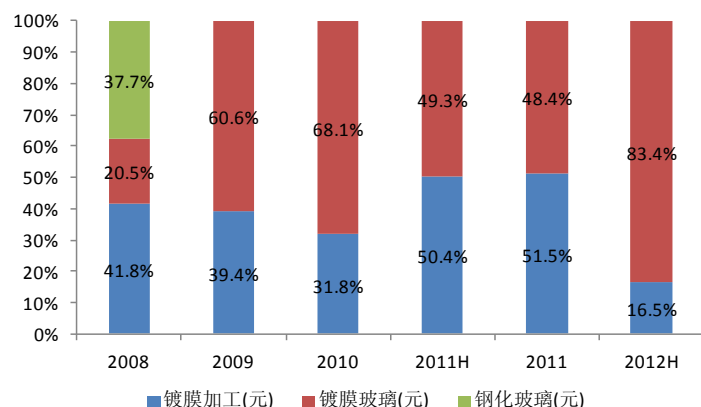
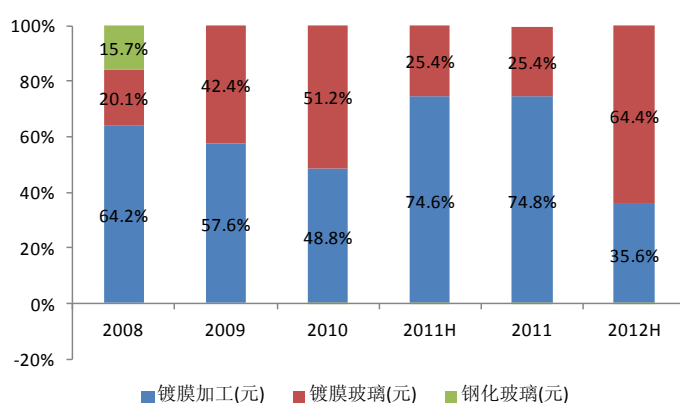
资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、产品结构明显调整，盈利须关注分业务情况

2.1 上半年镀膜产品占比跃升至 60%以上，造成总体利润率异常

公司减反膜业务主要分为镀膜加工与镀膜两块，前者仅为客户提供镀膜服务，后者为自买原片后通过镀膜（部分自己钢化）后再外卖。由于镀膜加工会计上仅确认加工费，因而毛利率很高；后者则需确认玻璃原片成本，毛利率较低。

从上半年情况看，公司镀膜业务的占比明显提升，在收入与利润中占比分别达到 83%与 64%。营业利润的情况相对较准确地反映了需求，我们估计镀膜产品的销量占比也超过了 60%，镀膜加工低于 40%，这是历史上第一次镀膜占比超过加工。这种结构调整导致总体毛利率与净利润仅为去年一半左右。

图 3 公司营业收入比例情况

图 4 公司营业利润比例情况


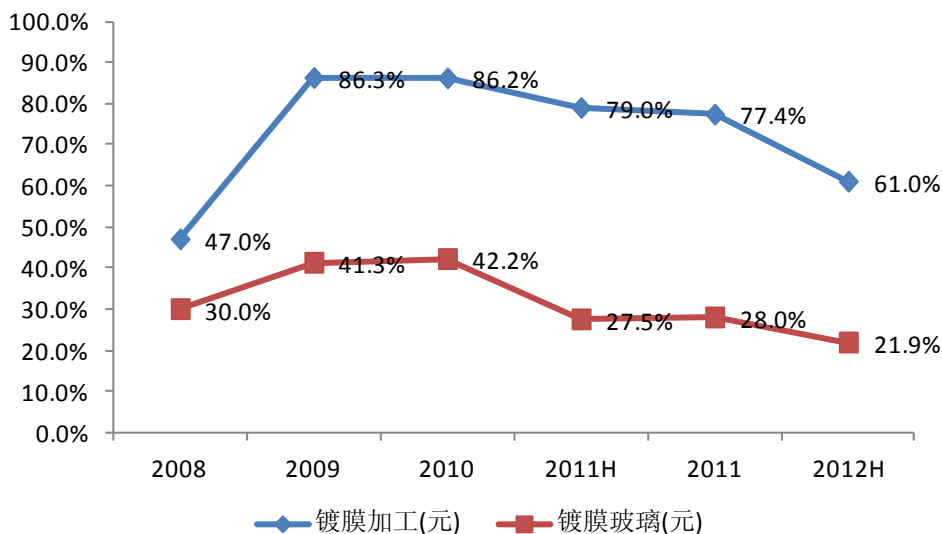
资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.2 镀膜与加工业务利润率均明显下降，但仍处较高水平

从分业务情况看，镀膜加工毛利率由去年的 77% 降至今年的 64%；而镀膜产品由 28% 降至 22%。该数据一方面说明了行业景气度确实在下行，另一方面可以看出镀膜产品利润率明显低于加工利润率，其占比提升确实造成总体利润率的下滑。

总体来看，我们认为减反膜作为一项加工业务。分业务中的镀膜加工分类更能说明该环节真正的盈利情况。目前加工费仍达到 64%，处于相对较高水平，我们预计后市仍将下降。

图 5 公司分业务毛利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.3 超薄双玻组件设备到位，预计 9 月份将有产品面世

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，将从台湾引进模组线。

目前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与试生产。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。

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。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；但明年开始若生产与市场推广进展顺利，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, 我们预计产量可能超过产能。

超薄双玻组件方面, 公司总共 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。

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 ²)	产能(万 m ²)	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
自有资金 900 万平米	5 条光伏生产线	5	150	750	2011 年底
合计		28		4200	

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

四、应收款增幅明显, 现金流状况变差

上半年公司存货周转率与应收账款周转率分别为 9.3 与 1.6, 去年同期为 4.8 与 3.8。其中应收账款为 2.7 亿元, 较年初的 1.68 亿元增加 60%, 较去年同期增加 273%, 当然这主要是于光伏行业下游企业面临较大经营压力, 进而导致减反膜企业帐期延长, 但应收账款周转大幅下降说明公司营运风险增加。

现金流上, 经营性现金流为 0.3 亿元, 同比下降 59%, 这主要也源于公司应收帐款增加。而同期资本性开支为 1.5 亿元, 同比增长 61%。说明公司存在约 1.2 亿元的现金缺口。负债率目前为 9.8%, 明显低于去年上半年的 30.8%, 主要在于 IPO 影响。

表 3 公司运营情况

	2008	2009	2010	2011	2012H	2011H
营运能力						
存货周转率(次)	15.9	6.5	12.5	14.3	9.3	4.8
应收账款周转率(次)	9.7	6.9	10.3	4.9	1.6	3.8
资金状况						
资产负债率(%)	63.1	59.9	36.9	5.2	9.8	30.8
经营活动现金流(亿元)	0.1	0.5	1.6	1.2	0.3	0.8
增长率(%)		318.0	210.3	-26.5	-59.3	
资本性支出						
资本性支出(亿元)	0.5	0.4	1.4	2.1	1.5	0.9

增长率 (%)	(22.2)	265.8	50.3	60.7
---------	--------	-------	------	------

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、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 4 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

六、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	13.41	21.50	19.96	15.81
P/B	1.43	1.38	1.29	1.19
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

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

报告日期	报告标题
2012-07-30	亚玛顿 - 减反膜盈利能力继续下行，关注超薄双玻组件
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