

玻璃制造
署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

亚玛顿
002623
推荐
公司业绩正处在磨底阶段

公司29日晚公布13年中期业绩快报,实现收入2.65亿元,同比降26.12%;归属上市公司净利润为2283万元,同比降66.83%。EPS为0.14元。

投资要点:

- **收入利润仍处在下滑阶段,预计下半年降幅将收窄。**上半年收入利润继续下降,主要原因仍在于减反膜价格与销量同比下滑明显。去年上半年公司出货量约1500万平米,而今年上半年估计800-1000万平米;不过由于单价较高的镀膜玻璃占比提升,总收入降幅略小。量价齐跌造成利润下滑67%,不过去年下半年减反膜量价已明显下降,而目前价格与销量均已经趋稳,业绩降幅在下半年有望收窄。
- **减反膜盈利趋于稳定,目前公司业绩处在磨底阶段。**今年上半年亚洲市场需求相对较好,加上双反政策出台前赶装机对出货有刺激,光伏组件总体销量较好。单季度看,二季度略好于一季度。单位净利上,去年上半年为4.7元/平米,今年上半年降至约2.5元/平米。总体价格已经相对稳定,销量下半年有望环比持平。鉴于光伏行业供给在逐步出清,预计未来供求格局有望逐步改善,对减反膜的需求目前可能已经处于底部阶段,但何时好转难以判断。
- **2mm钢化玻璃已小批量供货,新产品是决定未来成长性的主要因素。**公司从奥地利采购的生产线已开始生产2mm钢化玻璃,今年三季度开始供应日本组件商,后续若反馈较好则销量将逐步加大。而超薄双玻组件定价较高,国内难以接受,国外市场仍在推广。目前组件与玻璃生产线逐渐到位,但新产品发展更多取决于市场推广。从下游关注度看双玻可能成为未来行业发展方向。估计今年新产品业绩贡献仍然较小,若逐步放量,有望成为第二个减反膜,开启公司新一轮成长周期。
- **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,减反膜基本处在底部阶段。在明后年销售50MW、与170MW双玻组件的假设下,我们预计13-15EPS为0.31元、0.42元与0.56元。给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 1.减反膜价格与销量再度大幅下滑导致业绩再探底; 2.超薄双玻组件与2mm钢化玻璃推广慢于预期,难以释放业绩。

6-12个月目标价: 16.00元

当前股价: 15.46元

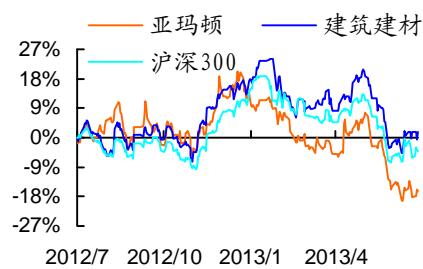
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2021.17
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	76
流通市值(亿)	12
EPS	0.05
每股净资产(元)	12.68
资产负债率	12.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
亚玛顿	3.34%	-7.73%	-21.39%
建筑建材	5.28%	-7.17%	-10.36%
沪深300	3.34%	-9.33%	-12.99%


相关报告
主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	609	565	754	1298
收入同比(%)	5%	-7%	33%	72%
归属母公司净利润	73	50	68	90
净利润同比(%)	-66%	-31%	34%	33%
毛利率(%)	23.2%	17.5%	18.5%	17.4%
ROE(%)	3.6%	2.4%	3.2%	4.1%
每股收益(元)	0.46	0.31	0.42	0.56
P/E	33.73	49.16	36.58	27.43
P/B	1.22	1.20	1.16	1.11
EV/EBITDA	21	21	15	11

资料来源: 中投证券研究所

一、盈利预测

表 1 盈利预测

	2012A	2013E	2014E	2015E
减反膜总产量 (万m ²)	2,388.0	2,000.0	2,300.0	2,400.0
镀膜玻璃				
产量 (万m ²)	1,432.8	1,500.0	1,840.0	1,920.0
产量占比 (%)	60.0%	75.0%	80.0%	80.0%
销量 (万m ²)	1418.5	1485.0	1821.6	1900.8
均价(元/m ²)	37.8	28.0	29.0	31.0
收入 (万元)	53,591.5	41,580.0	52,826.4	58,924.8
增速 (%)	92.4%	-22.4%	27.0%	11.5%
成本 (万元)	43,506.7	34,897.5	43,718.4	49,104.0
毛利率 (%)	18.8%	16.1%	17.2%	16.7%
镀膜加工				
产量 (万m ²)	955.2	500.0	460.0	480.0
产量占比 (%)	40.0%	25.0%	20.0%	20.0%
销量 (万m ²)	955.2	492.5	455.4	955.2
均价(元/m ²)	7.0	4.8	5.5	5.6
收入 (万元)	7,086.3	2,364.0	2,504.7	2,880.4
增速 (%)	-76.1%	-66.6%	6.0%	15.0%
成本 (万元)	3,233.4	1,674.5	1,639.4	1,885.4
毛利率 (%)	54.4%	29.2%	34.5%	34.5%
钢化玻璃				
收入 (万元)	17.5	20.0	20.0	20.0
成本 (万元)	31.5	20.0	20.0	20.0
毛利率 (%)	-44.3%	0.0%	0.0%	0.0%
超薄超玻组件				
产能 (MW)	75.0	450.0	800.0	800.0
产量 (MW)	-	25.0	50.0	170.0
收入 (万元)	-	12,500.0	20,000.0	68,000.0
成本 (万元)	-	10,000.0	16,000.0	55,760.0
毛利率 (%)	26.0%	20.0%	20.0%	18.0%
合计收入 (万元)	60,695.3	56,464.0	75,351.1	129,825.2
合计成本 (万元)	46,771.6	46,592.0	61,377.8	106,769.4
毛利率 (%)	22.9%	17.5%	18.5%	17.8%

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产				
现金	1504	1642	1721	1901
应收账款	954	1344	1362	1296
其它应收款	248	169	188	325
预付账款	1	2	2	2
存货	12	9	12	21
其他	28	33	43	75
非流动资产				
长期投资	261	85	113	182
固定资产	692	630	694	799
无形资产	323	397	483	575
其他	118	118	118	118
资产总计	117	114	93	106
流动负债	2197	2272	2415	2700
短期借款	165	191	255	440
应付账款	0	0	0	0
其他	117	116	153	268
非流动负债	49	74	102	172
长期借款	10	18	29	39
其他	5	15	25	35
负债合计	176	209	284	479
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	374	416	484	574
归属母公司股东权益	2021	2063	2131	2221
负债和股东权益	2197	2272	2415	2700

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	36	421	89	57
净利润	73	50	68	90
折旧摊销	24	28	36	46
财务费用	-42	-17	-19	-18
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-44	294	4	-61
其它	25	65	0	-1
投资活动现金流	-463	-50	-100	-150
资本支出	315	50	100	150
长期投资	-150	0	0	0
其他	-298	0	0	0
筹资活动现金流	1	19	29	28
短期借款	0	0	0	0
长期借款	5	10	10	10
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-4	9	19	18
现金净增加额	-426	390	18	-66

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	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	609	565	754	1298
营业成本	468	466	614	1068
营业税金及附加	2	3	4	6
营业费用	17	15	21	36
管理费用	54	40	57	97
财务费用	-42	-17	-19	-18
资产减值损失	25	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	86	55	76	107
营业外收入	1	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	86	59	79	110
所得税	13	9	12	16
净利润	73	50	68	94
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	73	50	68	94
EBITDA	68	67	93	135
EPS (元)	0.46	0.31	0.42	0.59

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	5.2%	-7.3%	33.4%	72.3%
营业利润	-64.2%	-35.5%	36.5%	41.3%
归属于母公司净利润	-65.6%	-31.4%	34.4%	38.7%
获利能力				
毛利率	23.2%	17.5%	18.5%	17.8%
净利率	12.0%	8.9%	9.0%	7.2%
ROE	3.6%	2.4%	3.2%	4.2%
ROIC	3.8%	4.5%	6.0%	7.8%
偿债能力				
资产负债率	8.0%	9.2%	11.8%	17.7%
净负债比率	2.85%	7.18%	8.80%	7.33%
流动比率	9.09	8.60	6.74	4.34
速动比率	8.90	8.43	6.57	4.17
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.25	0.32	0.51
应收账款周转率	3	3	4	5
应付账款周转率	6.40	4.00	4.55	5.08
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.31	0.42	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	2.63	0.56	0.37
每股净资产(最新摊薄)	12.63	12.89	13.32	13.90
估值比率				
P/E	33.73	49.16	36.58	26.38
P/B	1.22	1.20	1.16	1.11
EV/EBITDA	21	21	15	11

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，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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，但我们将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的相关服务。

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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

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