

**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

**6-12 个月目标价:** 16.00 元

当前股价: 15.52 元

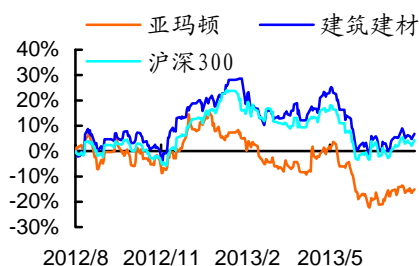
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2096.47
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	76
流通市值(亿)	12
EPS	0.14
每股净资产(元)	12.72
资产负债率	8.4%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
亚玛顿	3.60%	-15.29%	-18.01%
建筑建材	3.69%	-12.89%	-9.95%
沪深 300	5.02%	-10.07%	-9.03%



**相关报告**

**亚玛顿**

**002623**

**推荐**

**减反膜盈利触底, 超薄玻璃开始供货**

公司 26 日晚公布 13 年中报, 实现收入 2.65 亿元, 同比降 26%; 净利润为 2283 万元, 同比降 66.8%。EPS 为 0.14 元。预计前三季度净利润为 3200-4500 万元, 同比为-21.59%至-44.24%。

**投资要点:**

- **上半年减反膜销量降 35%, 盈利基本触底。**上半年收入利润继续下降, 主因仍是减反膜市场低迷。上半年销量约 900 多万平米, 较去年同期的 1500 万平米下滑约 35%左右, 不过二季度环比一季度有所上升。预计下半年出货量至少与上半年持平。盈利上, 由于目前以镀膜玻璃为主, 该业务较镀膜加工的毛利率明显较低, 因后者仅计加工费, 结构不同导致总体毛利率较去年下滑 14.8 个百分点。单独看镀膜玻璃, 目前毛利率 15.4%, 已略高于去年下半年 14.9%的利润率, 单位净利约为 2.4 元/平米, 也基本稳定。我们认为目前减反膜已处在磨底阶段, 若国内需求逐步释放, 出货有望逐步回升。
- **出口提升明显, 利润占比增至 36%。**公司减反膜原以销售给国内组件商为主, 近两年开拓国外市场。由于国外对高端产品较为认可, 普通减反膜玻璃与超薄玻璃价格均好于国内。上半年外销收入与利润占比达到 21%与 36%, 毛利率为 23%, 明显高于国内市场的 10.8%。随着日本等市场不断开拓, 出口的盈利预计仍将提高。
- **2mm 超薄玻璃开始销售日本, 组件仍需观察, 新产品或于明年逐步体现业绩。**公司超薄玻璃与组件线去年年底已逐步安装, 目前第一条钢化线试产效果较好, 且于三季度开始供给日本企业, 虽然开始销量较少, 但逐月增加, 且盈利明显较高, 说明该产品市场认可正在逐步提升, 是下半年公司主推产品。而双玻组件上半年供应信义的金太阳项目, 中报上看毛利率为-58%, 这应该只是市场推广中低价销售的特例, 未来的拓展重点仍在海外市场。我们预计明年新产品应该能够有所放量, 则公司业绩将触底回升。
- **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 0.59 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。

**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	94
净利润同比(%)	-66%	-31%	34%	39%
毛利率(%)	23.2%	17.5%	18.5%	17.8%
ROE(%)	3.6%	2.4%	3.2%	4.2%
每股收益(元)	0.46	0.31	0.42	0.59
P/E	33.86	49.35	36.73	26.48
P/B	1.23	1.20	1.17	1.12
EV/EBITDA	21	21	15	11

资料来源: 中投证券研究所

## 一、减反膜继续量价齐跌，基本处在磨底阶段

### 1.1 减反膜销量降 35%左右，盈利降至底部

13 年上半年公司实现收入 2.65 亿元，同比降 26%；净利润为 2283 万元，同比降 66.8%。

上半年公司减反膜销量在 900-1000 万平米之间，较去年同期的 1500 万平米下降约 35%左右。从环比看，13 年上半年略好于 12 年下半年，而二季度又略好于一季度。预计下半年出货可以与上半年持平。

公司减反膜中业务模式包括镀膜加工与镀膜，前者仅计算加工费因而毛利率较高，后者将玻璃计入成本导致毛利率偏低。以往两个模式均有，今年以来基本上均为镀膜玻璃，总体毛利率为 13.7%，较去年同期下降 14.8 个百分点。但更合理的比较是今年镀膜玻璃盈利与往年比较，发现去年上半年为 21.9%，下半年为 14.9%，而目前为 15.4%，基本上探底回升。单位盈利来，上半年减反膜净利约 2.4 元/平米，较去年的 3.1 元再下滑 23%。

从目前量价情况来看，我们认为减反膜基本已经触底。随着国内光伏相关扶持政策出台，有望逐步弥补欧洲市场的下滑。虽然未来减反膜盈利很难回到过去的风光，但出货量仍应有所回升，只是时间点尚难明确。

图 1 公司年度经营情况

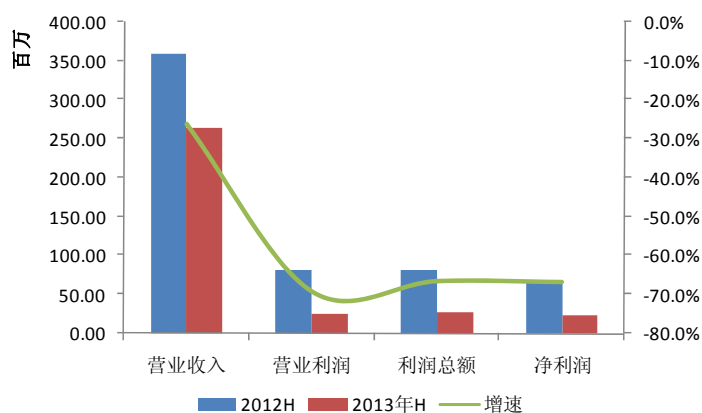
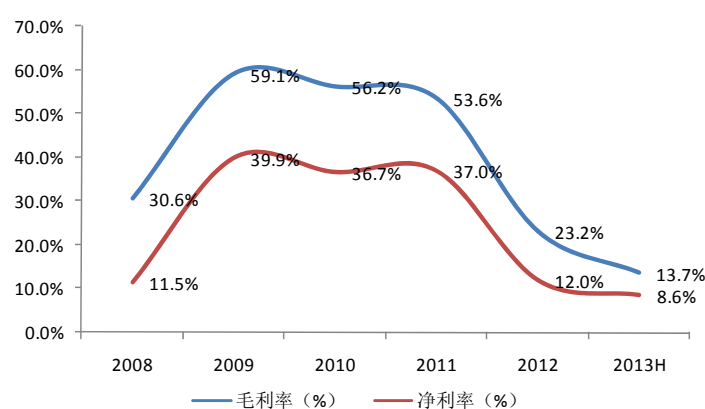


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 1.2 单季毛利率 13.4%创下新低

从单季度看，二季度毛利率收入 1.62 亿元，一方面是出货量较一季度有所增加，另一方面是销售了部分组件。毛利率 13.4% 为近年来新低，不过三项费用率降至 3.3%，净利率为 8.8%。我们估计下半年盈利能力将相对稳定。而双玻组件的出货与盈利将决定未来的增长情况。

表 1 公司季度经营情况

	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
收入 (亿元)	1.43	1.22	1.76	1.39	1.44	2.15	1.41	1.09	1.03	1.62
环比增速	-13.8%	-14.7%	44.1%	-21.2%	3.7%	49.5%	-34.4%	-22.7%	-5.7%	57.7%
毛利率	55.1%	51.4%	57.7%	48.1%	33.7%	25.0%	15.7%	15.8%	14.1%	13.4%
费用率	9.4%	12.6%	9.3%	7.4%	3.8%	4.1%	6.4%	5.2%	4.7%	3.3%
归属股东净利润 (亿元)	0.55	0.40	0.69	0.50	0.36	0.33	-0.11	0.16	0.09	0.14
环比增速	-1.5%	-26.5%	71.2%	-28.2%	-27.8%	-8.0%	-134%	-239%	-46.1%	65.6%
净利率	38.5%	33.1%	39.4%	35.8%	24.9%	15.3%	-8.1%	14.6%	8.4%	8.8%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

## 二、出口提升明显, 国外或成新产品突破口

### 2.1 出口盈利高于国内, 营业利润占比升至 36%

公司减反膜原来主要供给国内的组件商, 近两年逐步开拓海外市场。今年以来日本市场需求旺盛, 公司出口日本等地订单也明显增加。且由于国外对高端产品接受度相对较高, 目前有个别企业开始逐步试用 2mm 超白玻璃, 而北美等地也有企业对超薄双玻组件感兴趣, 国外市场或成为新产品的突破口。

上半年外销收入达到 5444 万元, 同比增长 78%, 占公司总体收入为 21%; 外销毛利率为 23%, 明显高于内销的 10.8%, 营业利润占比高达 36%。随着下半年开始逐步供应超薄玻璃, 预计出口的盈利与贡献仍将继续提高。

图 3 公司收入结构

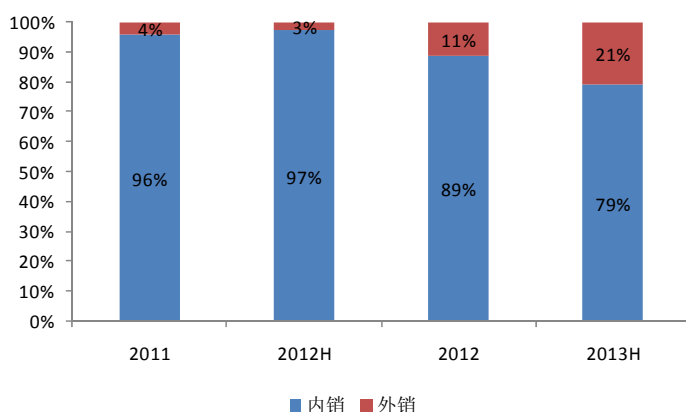
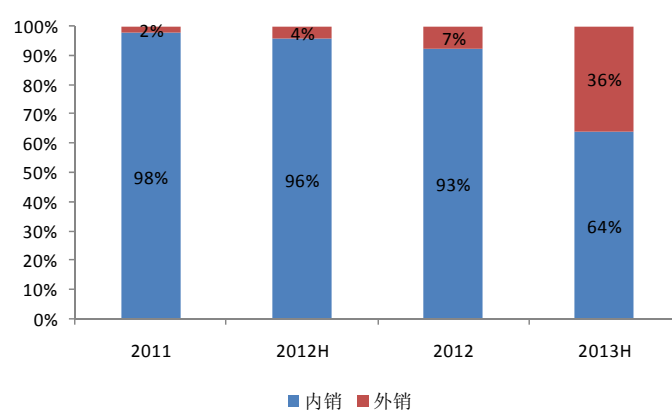


图 4 公司营业利润结构



资料来源: 中投证券研究所、公司公告

### 2.2 超薄玻璃与组件开始销售, 明年或逐步体现业绩

公司去年底 2mm 玻璃钢化与双玻组件生产线逐步到位, 目前第一条钢化线试产效果较好, 已开始供应日本一家企业, 虽然总量较小, 但处在逐步增长阶段, 盈利明显高于普通 3.2mm 超白压延玻璃。

而双玻的模组线也已到位, 上半年供应信义玻璃的金太阳项目, 但国内盈利不高。从中报看, 上半年组件收入为 725 万元, 占收入比例 2.8%; 不过毛利率为-57.9%, 这仅是公司推广过程降价销售的特例。后续公司将重点放在国外, 通过小批量试样等方式逐步打开市场。

对于今年下半年来说, 超薄玻璃将是主推的产品, 而组件的销售则更多需关注国外组件的库存与销售情况。预计明年新产品会逐步有所放量, 公司业绩有望触底回升。

图 5 公司收入结构

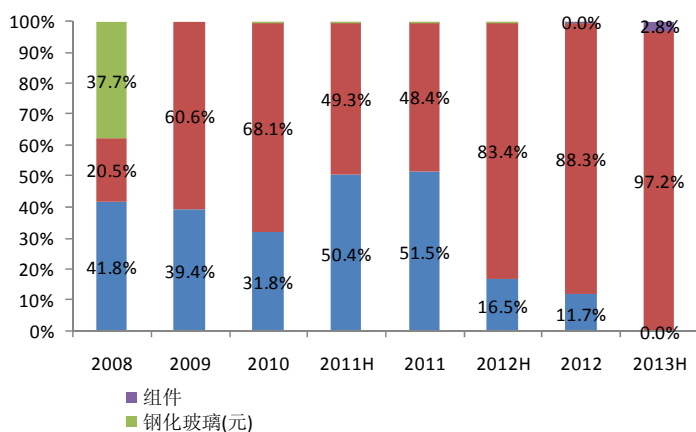
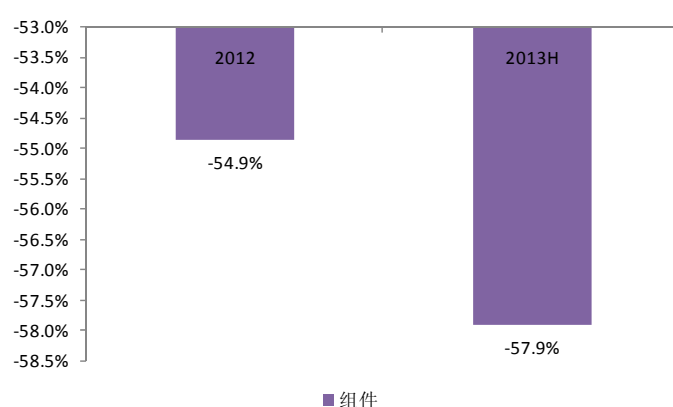


图 6 公司组件盈利能力



资料来源：中投证券研究所、公司公告

### 三、周转率有所下降，负债率不高

上半年存货周转率与应收账款周转率为 5.2 与 1.2, 去年同期为 9.3 与 1.64, 前者主要是原材料增加明显, 这与公司以镀膜玻璃业务为主需购买原片相关; 而应收账款虽然周转率有所下降, 但已较去年下降 27%, 占收入比重也略有下降。

上半年经营性现金流 0.9 亿元, 同比增 205%, 而资本性支出 1.2 亿元, 存在 0.3 亿元的现金缺口。目前负债率为 8.4%, 主要是 IPO 资金仍未用完, 财务风险不大。

表 2 公司运营情况

<b>营运能力</b>						
存货周转率(次)	15.9	6.5	12.5	14.3	20.9	5.2
应收账款周转率(次)	9.7	6.9	10.3	4.9	2.9	1.2
<b>资金状况</b>						
资产负债率(%)	63.1	59.9	36.9	5.2	8.0	8.4
经营活动现金流(亿元)	0.1	0.5	1.6	1.2	0.4	0.9
增长率(%)		318.0	210.3	-26.5	-68.4	205.8
<b>资本性支出</b>						
资本性支出(亿元)	0.5	0.4	1.4	2.1	3.1	1.2
增长率(%)		(22.2)	265.8	50.3	50.5	(19.2)

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

	2012A	2013E	2014E	2015E
减反膜总产量（万m <sup>2</sup> ）	2,388.0	2,000.0	2,300.0	2,400.0
<b>镀膜玻璃</b>				
产量（万m <sup>2</sup> ）	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 <sup>2</sup> ）	1418.5	1485.0	1821.6	1900.8
均价（元/m <sup>2</sup> ）	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%
<b>镀膜加工</b>				
产量（万m <sup>2</sup> ）	955.2	500.0	460.0	480.0
产量占比（%）	40.0%	25.0%	20.0%	20.0%
销量（万m <sup>2</sup> ）	955.2	492.5	455.4	955.2
均价（元/m <sup>2</sup> ）	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%
<b>钢化玻璃</b>				
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%
<b>超薄超玻组件</b>				
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：公司公告、中投证券研究所

## 五、投资建议：推荐

公司减反膜销量与盈利已处在底部阶段，而目前新产品超薄玻璃与双玻组件市场推广已有所进展，明年或逐步开始有业绩体现。我们预计 13-15 年 EPS 为 0.31 元、0.42 元与 0.59 元，推荐评级。



## 附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1504	1642	1721	1903	<b>营业收入</b>	609	565	754	1298
现金	954	1344	1362	1299	营业成本	468	466	614	1068
应收账款	248	169	188	325	营业税金及附加	2	3	4	6
其它应收款	1	2	2	2	营业费用	17	15	21	36
预付账款	12	9	12	21	管理费用	54	40	57	97
存货	28	33	43	75	财务费用	-42	-17	-19	-18
其他	261	85	113	182	资产减值损失	25	2	2	2
<b>非流动资产</b>	692	630	694	799	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	323	397	483	575	<b>营业利润</b>	86	55	76	107
无形资产	118	118	118	118	营业外收入	1	4	4	4
其他	251	114	93	106	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	2197	2272	2415	2702	<b>利润总额</b>	86	59	79	110
<b>流动负债</b>	165	191	255	439	所得税	13	9	12	16
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	73	50	68	94
应付账款	117	116	153	267	少数股东损益	0	0	0	0
其他	49	74	102	172	<b>归属母公司净利润</b>	73	50	68	94
<b>非流动负债</b>	10	18	29	39	EBITDA	68	67	93	135
长期借款	5	15	25	35	EPS (元)	0.46	0.31	0.42	0.59
其他	5	3	4	4	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	176	209	284	478	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
股本	160	160	160	160	营业收入	5.2%	-7.3%	33.4%	72.3%
资本公积	1487	1487	1487	1487	营业利润	-64.2%	-35.5%	36.5%	41.3%
留存收益	374	416	484	578	归属于母公司净利润	-65.6%	-31.4%	34.4%	38.7%
归属母公司股东权益	2021	2063	2131	2225	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	2197	2272	2415	2702	毛利率	23.2%	17.5%	18.5%	17.8%
<b>现金流量表</b>					净利率	12.0%	8.9%	9.0%	7.2%
<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	ROE	3.6%	2.4%	3.2%	4.2%
<b>经营活动现金流</b>	36	421	89	59	ROIC	3.8%	4.5%	6.0%	7.8%
净利润	73	50	68	94	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	24	28	36	46	资产负债率	8.0%	9.2%	11.8%	17.7%
财务费用	-42	-17	-19	-18	净负债比率	2.85%	7.18%	8.80%	7.33%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	9.09	8.60	6.74	4.34
营运资金变动	-44	294	4	-62	速动比率	8.90	8.43	6.57	4.17
其它	25	65	0	-1	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-463	-50	-100	-150	总资产周转率	0.28	0.25	0.32	0.51
资本支出	315	50	100	150	应收账款周转率	3	3	4	5
长期投资	-150	0	0	0	应付账款周转率	6.40	4.00	4.55	5.08
其他	-298	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	1	19	29	28	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.31	0.42	0.59
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	2.63	0.56	0.37
长期借款	5	10	10	10	每股净资产(最新摊薄)	12.63	12.89	13.32	13.90
普通股增加	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	33.86	49.35	36.73	26.48
其他	-4	9	19	18	P/B	1.23	1.20	1.17	1.12
<b>现金净增加额</b>	-426	390	18	-63	EV/EBITDA	21	21	15	11

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
2012-03-14	北新建材—利润率继续快速上升，13 年上半年增长更为强劲
2012-10-29	北新建材—毛利率步入快速提升通道，未来持续增长仍可期
2012-09-26	北新建材—石膏板需求无忧，盈利回升预计将体现
2012-08-17	北新建材—石膏板成长性明显，公司扩张再次加快
2012-07-30	北新建材—经营创新策略与架构调整全面推行，有助市场长期开拓
2012-07-05	北新建材—在成长性行业中快速扩张
2012-06-18	北新建材—年初至今销量同比增 20% 以上，盈利底部已过
2012-06-06	北新建材—快速扩张步伐不减，投资项目提升明后年业绩
2012-04-27	北新建材—一季度销量快速增长，利润率上行确定性大
2012-03-20	北新建材—4 季度毛利率跳跃式回升,12 年估值有望大幅回归
2012-02-13	北新建材—地产影响将被平滑，石膏板毛利率开始提升
2011-12-30	北新建材—竞争格局不断优化，高端石膏板将再涨价

## 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  $\pm 10\%$  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, 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	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