

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

亚玛顿**002623****推荐****盈利回升确定, 新产品放量可期**

公司 27 日晚公布 13 年三季报, 前三季度收入 4.62 亿元, 同比减 7.7%; 净利润 4595 万元, 同比降 19.9%; EPS0.29 元。第三季度收入 1.96 亿元, 同比增 39.2%; 净利润 2312 万元, 同比增 302%。预计 13 年全年净利润为 6000-7500 万元, 同比变动为-18.2% 至 2.3%。同时公布认购美国 SolarMax 科技公司股权的意向协议书。

投资要点:

- **利润率触底回升, 收入利润增速均转正, 盈利有望逐步回升。**三季度减反膜出货量增加及销售超薄玻璃使单季度收入增长 39%而净利润增长 302%。我们估计光伏行业正在逐步从底部回升。三季度减反膜环比明显提升, 产能基本打满, 未来仍将继续扩产。毛利率由年中的 13.7% 升至 14.9%, Q3 更是达到了 16.5%, 且单季净利润 2300 万元为去年年中以来的高点, 我们估计这得益于超薄玻璃的贡献。今年二季度 13.4% 的毛利率很有可能是公司近几年的低点, 随着新产品的进一步拓展, 未来盈利能力提升的趋势仍将持续。
- **新产品 2mm 钢化玻璃逐步销售, 将成明年亮点。**由于减反膜已基本上为行业通用产品, 未来应用量有望进一步增加, 但利润率相对稳定。为寻找新的发展点, 公司上市后开始研发 2mm 钢化玻璃。目前已有 2 条生产线正常生产, 三季度开始销售日本客户, 用量逐步增加。超薄玻璃替代传统组件盖板与背板后重量明显减轻, 对于 BIPV 产品有明显优势, 预计明年销量将有较明显增长, 且产能利用率提升将降低成本, 盈利能力预计明显高于减反膜, 是明年业务的亮点。
- **认购美国 SolarMax 公司股权有助开拓双玻组件市场。**公司拟以 1000 万美元认购美国 SolarMax 科技公司增发的 357 万股, 折合每股 2.8 美元。由于该公司是将太阳能电池板安装在住宅与商业广场的太阳能系统集成商, 若成功认购, 公司可通过该公司实现自身超薄双玻组件的应用并进一步开拓国外市场。同时, 该公司拟在美国上市, 若成功则亚玛顿持有的股权预计会有高收益, 也会有更大的市场营销作用。
- **周转率有所降低, 经营性现金流改善。**三季度存货与应收账款周转率为 8.5 与 2.1, 低于去年同期的 16.7 与 2.4, 前者主要是产品结构变化, 自制品占比提升有关。经营性现金流 0.8 亿元, 明显高于去年的 0.2 亿元, 不过相对于 1.5 的资本支出来说, 仍存在现金缺口。负债率 9.7%, 略高于去年的 8%, 但处在低水平。整体财务风险不大。
- **给予“推荐”的投资评级。**减反膜触底回升基本已确定, 新产品开始逐步销售, 只是 13 年体现不明显, 预计 14 年增长较为明显。基于盈利回升超过原有预期, 我们上调 13-15 年 EPS 为 0.45 元、0.69 元与 0.94 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: 20.00 元

当前股价: 17.96 元

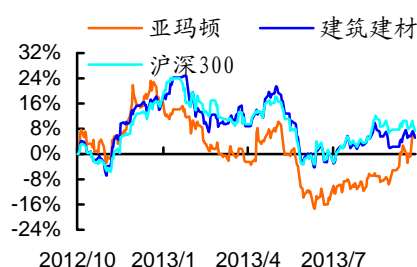
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2164.32
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	76
流通市值(亿)	14
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	13.81%	22.18%	6.55%
建筑建材	-1.24%	5.06%	-6.71%
沪深 300	-1.77%	6.73%	-3.81%

**相关报告****主要财务指标**

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	609	730	1209	1627
收入同比(%)	5%	20%	66%	35%
归属母公司净利润	73	71	110	150
净利润同比(%)	-66%	-3%	54%	36%
毛利率(%)	23.2%	18.0%	18.4%	19.0%
ROE(%)	3.6%	3.4%	5.0%	6.4%
每股收益(元)	0.46	0.45	0.69	0.94
P/E	39.18	40.21	26.03	19.17
P/B	1.42	1.38	1.31	1.23
EV/EBITDA	--	--	--	--

一、经营情况

图 1 公司经营情况

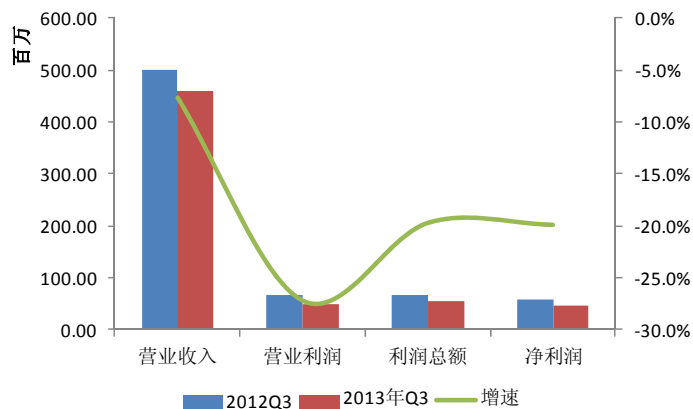
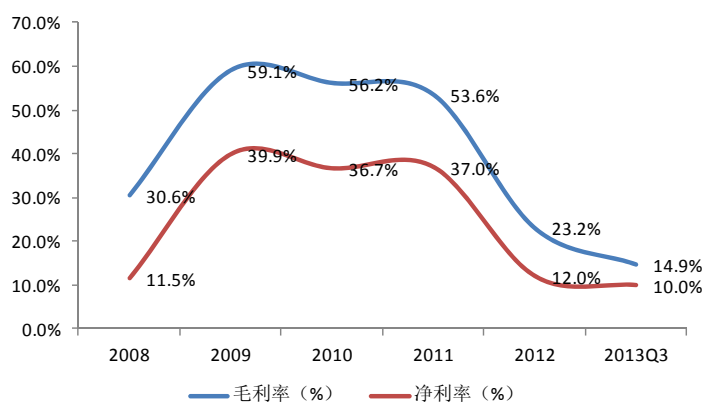


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度经营情况

	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3
收入 (亿元)	1.66	1.43	1.22	1.76	1.39	1.44	2.15	1.41	1.09	1.03	1.62	1.96
环比增速	9.2%	-13.8%	-14.7%	44.1%	-21.2%	3.7%	49.5%	-34.4%	-22.7%	-5.7%	57.7%	21.1%
毛利率	54.0%	55.1%	51.4%	57.7%	48.1%	33.7%	25.0%	15.7%	15.8%	14.1%	13.4%	16.5%
费用率	12.1%	9.4%	12.6%	9.3%	7.4%	3.8%	4.1%	6.4%	5.2%	4.7%	3.3%	4.6%
归属股东净利润 (亿元)	0.56	0.55	0.40	0.69	0.50	0.36	0.33	-0.11	0.16	0.09	0.14	0.23
环比增速	-12.7%	-1.5%	-26.5%	71.2%	-28.2%	-27.8%	-8.0%	-134.7%	-239.2%	-46.1%	65.6%	62.4%
净利率	33.7%	38.5%	33.1%	39.4%	35.8%	24.9%	15.3%	-8.1%	14.6%	8.4%	8.8%	11.8%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司运营情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013Q3
营运能力						
存货周转率 (次)	15.9	6.5	12.5	14.3	20.9	8.5
应收账款周转率 (次)	9.7	6.9	10.3	4.9	2.9	2.1
资金状况						
资产负债率 (%)	63.1	59.9	36.9	5.2	8.0	9.7
经营活动现金流 (亿元)	0.1	0.5	1.6	1.2	0.4	0.8
增长率 (%)		318.0	210.3	-26.5	-68.4	248.1
资本性支出						
资本性支出 (亿元)	0.5	0.4	1.4	2.1	3.1	1.5
增长率 (%)		(22.2)	265.8	50.3	50.5	(4.8)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、盈利预测

表 3 公司盈利预测

	2012A	2013E	2014E	2015E
减反膜总产量（万 m ² ）	2,388.0	2,600.0	3,500.0	4,000.0
镀膜玻璃				
产量（万 m ² ）	1,432.8	2,470.0	3,325.0	3,800.0
产量占比（%）	60.0%	95.0%	95.0%	95.0%
销量（万 m ² ）	1418.5	2445.3	3291.8	3762.0
均价(元/m ²)	37.8	28.5	29.6	31.0
收入（万元）	53,591.5	69,691.1	97,435.8	116,622.0
增速（%）	92.4%	30.0%	39.8%	19.7%
成本（万元）	43,506.7	57,464.6	79,002.0	94,050.0
毛利率（%）	18.8%	17.5%	18.9%	19.4%
镀膜加工				
产量（万 m ² ）	955.2	130.0	175.0	200.0
产量占比（%）	40.0%	5.0%	5.0%	5.0%
销量（万 m ² ）	955.2	128.1	173.3	398.0
均价(元/m ²)	7.0	5.8	5.5	5.6
收入（万元）	7,086.3	742.7	952.9	1,095.8
增速（%）	-76.1%	-89.5%	28.3%	15.0%
成本（万元）	3,233.4	435.4	623.7	717.3
毛利率（%）	54.4%	41.4%	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%
超薄钢化玻璃				
产量（万平米）	-	50.0	200.0	400.0
收入（万元）	-	2,500.0	10,000.0	20,000.0
成本（万元）	-	1,875.0	7,500.0	14,000.0
毛利率（%）	-	25.0%	25.0%	30.0%
双玻组件				
产量（MW）	-	-	25.0	50.0
单价（元/W）	-	-	5.0	5.0
收入（万元）	-	-	12,500.0	25,000.0

成本（万元）	-	11,500.0	23,000.0
毛利率（%）	-	8.00%	8.00%
合计收入（万元）	60,695.3	72,953.7	120,908.7
合计成本（万元）	46,771.6	59,794.9	98,645.7
毛利率（%）	22.9%	18.0%	18.4%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

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	会计年	2012	2013E	2014E
流动资产	1504	1627	1787	1927	营业收入	营业收	609	730	1209
现金	954	1279	1237	1204	营业成本	营业成	468	598	986
应收账款	248	182	278	374	营业税金及附加	营业税	2	1	1
其它应收款	1	2	2	2	营业费用	营业费	17	18	30
预付账款	12	12	20	26	管理费用	管理费	54	53	85
存货	28	42	69	92	财务费用	财务费	-42	-16	-17
其他	261	109	181	228	资产减值损失	资产减	25	-2	0
非流动资产	692	630	694	799	公允价值变动收益	公允价	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	投资净	0	0	0
固定资产	323	397	483	575	营业利润	营业利	86	79	124
无形资产	118	118	118	118	营业外收入	营业外	1	6	6
其他	251	114	93	106	营业外支出	营业外	1	1	1
资产总计	2197	2257	2482	2726	利润总额	利润总	86	84	129
流动负债	165	155	258	342	所得税	所得税	13	12	19
短期借款	0	0	0	0	净利润	净利润	73	71	110
应付账款	117	90	148	198	少数股东损益	少数股	0	0	0
其他	49	65	110	145	归属母公司净利润	归属母	73	71	110
非流动负债	10	18	29	39	EBITDA	EBITD	68	91	143
长期借款	5	15	25	35	EPS (元)	EPS	0.46	0.45	0.69
其他	5	3	4	4	主要财务比率				
负债合计	176	173	287	381	会计年度	会计年	2012	2013E	2014E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力	成长能			
股本	160	160	160	160	营业收入	营业收	5.2%	19.8%	65.7%
资本公积	1487	1487	1487	1487	营业利润	营业利	-64.2%	-8.4%	58.0%
留存收益	374	438	548	698	归属于母公司净利润	归属于	-65.6%	-2.6%	54.5%
归属母公司股东权益	2021	2084	2195	2345	获利能力	获利能			
负债和股东权益	2197	2257	2482	2726	毛利率	毛利率	23.2%	18.0%	18.4%
现金流量表					净利率	净利率	12.0%	9.8%	9.1%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	ROE(%)	3.6%	3.4%	5.0%
经营活动现金流	36	357	30	91	ROIC	ROIC(3.8%	6.4%	9.2%
净利润	73	71	110	150	偿债能力	偿债能			
折旧摊销	24	28	36	46	资产负债率	资产负	8.0%	7.6%	11.6%
财务费用	-42	-16	-17	-16	净负债比率	净负债	2.85%	8.69%	8.71%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	流动比	9.09	10.52	6.93
营运资金变动	-44	208	-99	-88	速动比率	速动比	8.90	10.25	6.66
其它	25	65	0	-1	营运能力	营运能			
投资活动现金流	-463	-50	-100	-150	总资产周转率	总资产	0.28	0.33	0.51
资本支出	315	50	100	150	应收账款周转率	应收账	3	3	5
长期投资	-150	0	0	0	应付账款周转率	应付账	6.40	5.79	8.30
其他	-298	0	0	0	每股指标 (元)	每股指			
筹资活动现金流	1	18	27	26	每股收益(最新摊薄)	每股收	0.46	0.45	0.69
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	每股经	0.23	2.23	0.19
长期借款	5	10	10	10	每股净资产(最新摊薄)	每股净	12.63	13.03	13.72
普通股增加	0	0	0	0	估值比率	估值比			
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	P/E	39.18	40.21	26.03
其他	-4	8	17	16	P/B	P/B	1.42	1.38	1.31
现金净增加额	-426	325	-42	-33	EV/EBITDA	EV/EBI	27	20	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼

邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

邮编: 100032
传真: (010) 63222939

邮编: 200041
传真: (021) 62171434