

**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

**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****相关报告****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。

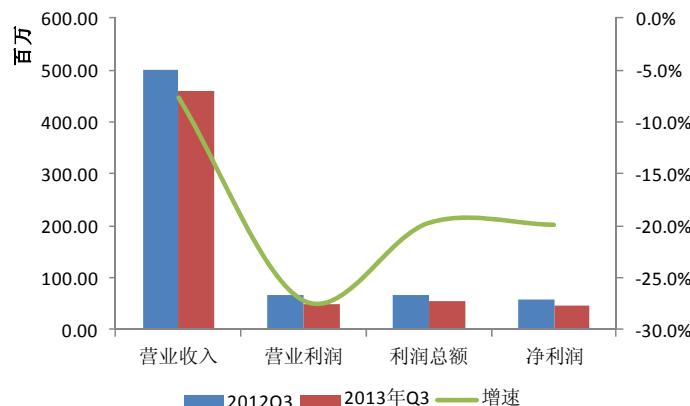
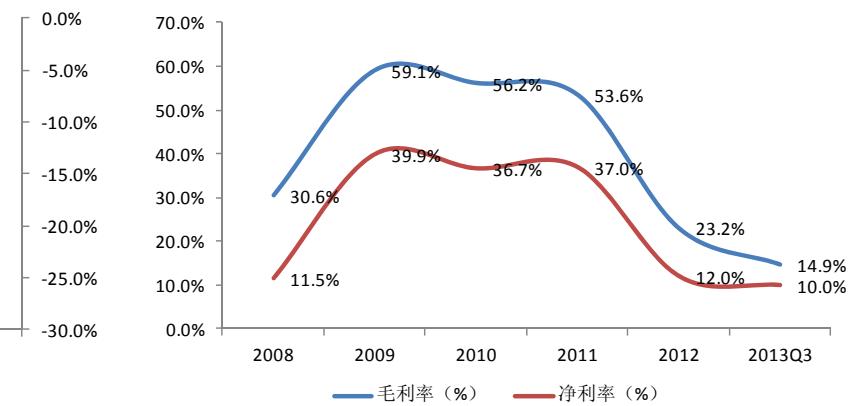
**投资要点:**

- **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。

**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
<b>营运能力</b>						
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
<b>资金状况</b>						
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	
<b>资本性支出</b>						
资本性支出(亿元)	0.5	0.4	1.4	2.1	3.1	1.5
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 <sup>2</sup> ）	2,388.0	2,600.0	3,500.0	4,000.0
<b>镀膜玻璃</b>				
产量（万m <sup>2</sup> ）	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 <sup>2</sup> ）	1418.5	2445.3	3291.8	3762.0
均价(元/m <sup>2</sup> )	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%
<b>镀膜加工</b>				
产量（万m <sup>2</sup> ）	955.2	130.0	175.0	200.0
产量占比（%）	40.0%	5.0%	5.0%	5.0%
销量（万m <sup>2</sup> ）	955.2	128.1	173.3	398.0
均价(元/m <sup>2</sup> )	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%
<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>超薄钢化玻璃</b>				
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%
<b>双玻组件</b>				
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



公司点评

成本 (万元)	-	11,500.0	23,000.0
毛利率 (%)	-	8.00%	8.00%
<b>合计收入 (万元)</b>	<b>60,695.3</b>	<b>72,953.7</b>	<b>120,908.7</b>
<b>合计成本 (万元)</b>	<b>46,771.6</b>	<b>59,794.9</b>	<b>98,645.7</b>
<b>毛利率 (%)</b>	<b>22.9%</b>	<b>18.0%</b>	<b>18.4%</b>
			<b>162,737.8</b>
			<b>131,787.3</b>
			<b>19.0%</b>

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**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>				
现金	1504	1627	1787	1927
应收账款	954	1279	1237	1204
其它应收款	248	182	278	374
预付账款	1	2	2	2
存货	12	12	20	26
其他	28	42	69	92
<b>非流动资产</b>				
长期投资	261	109	181	228
固定资产	692	630	694	799
无形资产	323	397	483	575
其他	118	118	118	118
<b>资产总计</b>	2197	2257	2482	2726
<b>流动负债</b>				
短期借款	165	155	258	342
应付账款	0	0	0	0
其他	117	90	148	198
<b>非流动负债</b>				
长期借款	49	65	110	145
其他	251	114	93	106
<b>负债合计</b>	10	18	29	39
少数股东权益	5	15	25	35
股本	5	3	4	4
资本公积	176	173	287	381
留存收益	160	160	160	160
归属于母公司股东权益	1487	1487	1487	1487
<b>负债和股东权益</b>	374	438	548	698
<b>归属母公司股东权益</b>	2021	2084	2195	2345
<b>现金流量表</b>	2197	2257	2482	2726

**现金流量表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	36	357	30	91
净利润	73	71	110	150
折旧摊销	24	28	36	46
财务费用	-42	-16	-17	-16
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-44	208	-99	-88
其它	25	65	0	-1
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	1	18	27	26
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	8	17	16
<b>现金净增加额</b>	-426	325	-42	-33

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	会计年	2012	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	营业收入	609	730	1209
<b>营业成本</b>	营业成本	468	598	986
<b>营业税金及附加</b>	营业税金及附加	2	1	1
<b>营业费用</b>	营业费用	17	18	30
<b>管理费用</b>	管理费用	54	53	85
<b>财务费用</b>	财务费用	-42	-16	-17
<b>资产减值损失</b>	资产减值损失	25	-2	0
<b>公允价值变动收益</b>	公允价值变动收益	0	0	0
<b>投资净收益</b>	投资净收益	0	0	0
<b>营业利润</b>	营业利润	86	79	124
<b>营业外收入</b>	营业外收入	1	6	6
<b>营业外支出</b>	营业外支出	1	1	1
<b>利润总额</b>	利润总额	86	84	129
<b>所得税</b>	所得税	13	12	19
<b>净利润</b>	净利润	73	71	110
<b>少数股东损益</b>	少数股东损益	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	归属母公司净利润	73	71	110
<b>EBITDA</b>	EBITDA	68	91	143
<b>EPS (元)</b>	EPS	0.46	0.45	0.69

**主要财务比率**

会计年度	会计年	2012	2013E	2014E
<b>成长能力</b>	成长能力			
营业收入	营业收入	5.2%	19.8%	65.7%
营业利润	营业利润	-64.2%	-8.4%	58.0%
归属于母公司净利润	归属于母公司净利润	-65.6%	-2.6%	54.5%
<b>获利能力</b>	获利能力			
毛利率	毛利率	23.2%	18.0%	18.4%
净利率	净利率	12.0%	9.8%	9.1%
<b>ROE</b>	ROE(%)	3.6%	3.4%	5.0%
<b>ROIC</b>	ROIC(%)	3.8%	6.4%	9.2%
<b>偿债能力</b>	偿债能力			
资产负债率	资产负债率	8.0%	7.6%	11.6%
净负债比率	净负债比率	2.85%	8.69%	8.71%
流动比率	流动比率	9.09	10.52	6.93
速动比率	速动比率	8.90	10.25	6.66
<b>营运能力</b>	营运能力			
总资产周转率	总资产周转率	0.28	0.33	0.51
应收账款周转率	应收账款周转率	3	3	5
应付账款周转率	应付账款周转率	6.40	5.79	8.30
<b>每股指标(元)</b>	每股指标(元)			
每股收益(最新摊薄)	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.45	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	2.23	0.19
每股净资产(最新摊薄)	每股净资产(最新摊薄)	12.63	13.03	13.72
<b>估值比率</b>	估值比率			
P/E	P/E	39.18	40.21	26.03
P/B	P/B	1.42	1.38	1.31
EV/EBITDA	EV/EBITDA	27	20	13



相关报告

报告日期	报告标题
2012-07-30	2012-7-30 反膜盈利能力减弱盈利能力减弱超薄双玻组件注超薄双玻组件
2012-07-23	2012-7-23 超薄双玻组件设备单玻组件设备到公司成长情况
2012-04-25	2012-4-25 增加产能，量进薄双玻组件，决定的逐步入新一轮成长
2012-02-27	2012-2-25 反膜以颗粒物减少反膜数量，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



[公司点评](#)

邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

邮编: 200041  
传真: (021) 62171434