

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

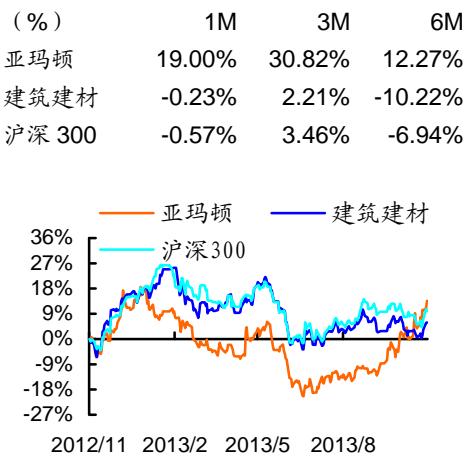
6-12个月目标价: 24.00元

当前股价: 20.29元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2193.13
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	76
流通市值(亿)	15
EPS	0.29
每股净资产(元)	12.87
资产负债率	9.7%

股价表现

相关报告
亚玛顿
002623
推荐
认购 SolarMax 有助双玻组件开拓北美市场

公司11月20日公告与签订美国SolarMax科技有限公司股权认购协议，即以1000万美元收购标的公司增发的357万股。

投资要点:

- **1000万美元认购 SolarMax 股权意在开拓美国双玻组件市场。** SolarMax 是美国一家住宅与商业广场的太阳能系统集成商，该公司本次增发亚玛顿以 1000 万美元 (约 2.8 美元/股) 认购 357 万股，股权占比 11.3%。该公司 2011 与 2012 年营业利润率为 6.0% 与 4.4%，属正常水平。该公司主要市场并非电站，更多是屋顶项目，适合运用亚玛顿的超薄双玻组件，因此该合作有利于开拓双玻组件的北美市场。另外，SolarMax 正在准备上市，若上市成功，亚玛顿有望获得一定投资收益；且知名度提高将进一步促进新产品应用。我们预计明后年公司有望通过 SolarMax 成功实现部分组件的销售。
- **建设组件项目或工程主要是为促进 2mm 钢化玻璃在下游的推广。** 公司新产品超薄玻璃/超薄双玻组件技术门槛主要在于 2mm 玻璃的物理钢化。作为首家成功量产的企业，公司必须自己开拓超薄玻璃的下游市场，目前主要为光伏与电子方向。在光伏领域，仅仅依靠给下游组件商送样推广明显不够，于是公司通过参股下游企业或建设组件项目，证明其产品的可行性，进而加快销售超薄钢化玻璃。
- **超薄玻璃于三季度开始销售应用，有望带领公司进入新一轮成长周期。** 作为创新性产品，超薄玻璃今年三季度开始有所销售。公司 2mm 玻璃的日本客户昭和石油公司最新推出了全球最轻的薄膜太阳能电池产品“Solacis neo”主要面向住宅屋顶项目，我们猜测该产品可能使用了亚玛顿的超薄玻璃。若后续市场拓展顺利，超薄玻璃与组件很可能复制减反膜成长路径，使公司步入新一轮成长周期。
- **减反膜盈利趋于稳定，是公司业绩支撑基石。** 减反膜在经历近五年迅速成长后进入成熟期，预计未来五年需求年均增速约 17.4%。在玻璃原片企业大多开始进入该领域后，减反膜竞争加剧，盈利能力在 2010 年后大幅下滑。我们判断目前利润率已经触底并将保持平稳，但需求量回升明显。公司明年将再扩大 20% 的产能，预计明年将为公司带来约 1 亿元净利润，是业绩的重要支持。
- **给予“推荐”的投资评级。** 公司未来增长重点在于超薄玻璃与组件，而减反膜则更多在于量的增长。基于 14 年销售 200 万平米超薄钢化玻璃以及 25MW 的双玻组件、15 年销售 400 万平米钢化玻璃及 50MW 双玻组件的假设，预计 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.超薄钢化玻璃与超薄双玻组件销售慢于预期。2.减反膜销量低于预期。

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	44.27	45.43	29.41	21.66
P/B	1.61	1.56	1.48	1.38
EV/EBITDA	32	24	15	11

一、SolarMax 股权与经营情况

表 1 SolarMax 增发后股权结构

	股份数量	占比
DAVID HSU	5,400,000	17.1%
DONG PU	3,000,000	9.5%
CHING LIU	2,400,000	7.6%
SIMON YUAN	2,200,000	7.0%
AMERICAN RESOURCES	2,000,000	6.3%
PREMIER RICH INVESTMENT HOLDING LTD	2,000,000	6.3%
RUEENN SHENG ALLEN WANG	2,000,000	6.3%
LIN LI XU	1,900,000	6.0%
WEI YUAN CHEN	1,750,000	5.5%
HSING CHUN KAO	1,500,000	4.7%
LING XIA WANG	1,250,000	4.0%
EDWIN CHAN	600,000	1.9%
OTHER SHAREHOLDERS*	2,016,500	6.4%
增发股份 (亚玛顿)	3,571,428	11.3%
合计	31,587,928	100.0%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 SolarMax 经营状况

项目	2011 年会计年度	2012 年会计年度
总资产	31,178,441	35,340,961
负责总额	14,898,332	20,767,861
股东权益	15,898,125	14,199,371
营业收入	46,029,033	36,041,907
净资产	16,280,109	14,573,100
营业利润	2,758,417	1,571,233
净利润	2,260,524	-693,754
现金流量净额	2,579,730	1,882,809
营业利润率	6.0%	4.4%
净利润率	4.9%	-1.9%
ROE	13.9%	-4.8%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

注：2012 年净利润为-693,754 美元，其中包含中国国际经济贸易仲裁委员会在 2013 年 5 月做出的仲裁判决，判决美国 SolarMax 科技有限公司支付给南京太阳能有限公司 250 万美元的费用。

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%
19.0%			

资料来源：中投证券研究所

三、投资建议

公司两大业务为减反膜、超薄钢化玻璃/超薄双玻组件。减反膜盈利稳定而销量将回升，超薄钢化玻璃 2013 年开始销售，预计 14 年销量增长将较为明显，且未来几年存在复制减反膜成长路径的可能性，未来公司增长的空间与弹性将增加。

基于 14 年销售 200 万平米超薄钢化玻璃以及 25MW 的双玻组件、15 年销售 400 万平米钢化玻璃及 50MW 双玻组件的假设，我们预计 13-15 年 EPS 为 0.45 元、0.69 元与 0.94 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	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产				
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
非流动资产				
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
资产总计	2197	2257	2482	2726
流动负债				
短期借款	165	155	258	342
应付账款	0	0	0	0
其他	117	90	148	198
非流动负债				
长期借款	49	65	110	145
其他	10	18	29	39
负债合计	251	114	93	106
少数股东权益	2197	2257	2482	2726
股本	0	0	0	0
资本公积	160	160	160	160
留存收益	1487	1487	1487	1487
归属母公司股东权益	374	438	548	698
负债和股东权益	2021	2084	2195	2345
负债和股东权益	2197	2257	2482	2726

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流				
净利润	36	357	30	91
折旧摊销	73	71	110	150
财务费用	24	28	36	46
投资损失	-42	-16	-17	-16
营运资金变动	0	0	0	0
其它	-44	208	-99	-88
投资活动现金流				
资本支出	-463	-50	-100	-150
长期投资	315	50	100	150
其他	-150	0	0	0
筹资活动现金流				
短期借款	-298	0	0	0
长期借款	1	18	27	26
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	5	10	10	10
现金净增加额	-4	8	17	16
现金净增加额	-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	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	609	730	1209	1627
营业成本	468	598	986	1318
营业税金及附加	2	1	1	1
营业费用	17	18	30	41
管理费用	54	53	85	112
财务费用	-42	-16	-17	-16
资产减值损失	25	-2	0	0
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	79	124	171
营业外收入	1	6	6	5
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	86	84	129	176
所得税	13	12	19	26
净利润	73	71	110	150
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	73	71	110	150
EBITDA	68	91	143	201
EPS (元)	0.46	0.45	0.69	0.94

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	5.2%	19.8%	65.7%	34.6%
营业利润	-64.2%	-8.4%	58.0%	38.0%
归属于母公司净利润	-65.6%	-2.6%	54.5%	35.8%
获利能力				
毛利率	23.2%	18.0%	18.4%	19.0%
净利率	12.0%	9.8%	9.1%	9.2%
ROE	3.6%	3.4%	5.0%	6.4%
ROIC	3.8%	6.4%	9.2%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	8.0%	7.6%	11.6%	14.0%
净负债比率	2.85%	8.69%	8.71%	9.18%
流动比率	9.09	10.52	6.93	5.63
速动比率	8.90	10.25	6.66	5.36
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.33	0.51	0.63
应收账款周转率	3	3	5	5
应付账款周转率	6.40	5.79	8.30	7.63
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.45	0.69	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	2.23	0.19	0.57
每股净资产(最新摊薄)	12.63	13.03	13.72	14.65
估值比率				
P/E	44.27	42.54	27.54	20.28
P/B	1.61	1.46	1.39	1.30
EV/EBITDA	32	22	14	10

相关报告

报告日期	报告标题
2013-11-08	亚玛顿—超薄双玻应用初显苗头，减反膜业务回升
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，股价相对沪深300指数涨幅20%以上
推荐：预期未来6~12个月内，股价相对沪深300涨幅10%~20%之间
中性：预期未来6~12个月内，股价相对沪深300指数变动在±10%以内
回避：预期未来6~12个月内，股价相对沪深300指数跌幅10%以上

行业评级

- 看好：预期未来6~12个月内，行业指数表现优于沪深300指数5%以上
中性：预期未来6~12个月内，行业指数表现相对沪深300指数持平
看淡：预期未来6~12个月内，行业指数表现弱于沪深300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

北京市

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际

上海市

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼

中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

邮编: 200041
传真: (021) 62171434