

亚玛顿 (002623)

推荐

行业：玻璃制造

减反膜销量大幅回升，一季报高增长

公司3月25日晚公布14年一季度业绩预告，预计实现净利润在1700-2000万元，同比增长97.74%-132.64%。

投资要点：

✧ **传统减反膜销量明显提升是业绩大幅增长的主因。**13年上半年是公司减反膜出货与盈利的低点，下半年下游需求回升，出货量明显上行。今年一季度需求仍保持较好态势。我们估计14年Q1在700万平方米左右，去年Q1约400万平方米，同比增速在80%左右。而由于产量大幅长，单位成本下降明显，单片净利同比也将明显上升，环比基本持平。因此净利润同比翻番以上，环比小幅增长，符合我们预期。

✧ **2mm钢化玻璃从13年Q3开始销售，估计Q1有一定业绩贡献。**新产品2mm钢化玻璃自去年三季度开始销售后，出货与成品率不断提升，毛利率上升趋势明显。目前新产品可能已在盈亏平衡点以上，对一季度业绩也有所贡献。

✧ **减反膜盈利将相对稳定，14年再扩20%产能。**在全球与国内光伏整体回暖背景下，减反膜需求向上概率大。不过作为加工环节，减反膜加工费与单片盈利将保持稳定，难以大幅上涨。公司更多依靠销量增加，今年计划增加约20%的产能，总规模将达到3000万平方米。以13年四季度约3.5元/平米的单位净利测算，估计减反膜能提供近1亿元的利润贡献。

✧ **2mm钢化玻璃增量明显，是公司业绩弹性的决定因素。**公司超薄钢化玻璃在国外双玻组件应用中认可度提升，且由于价格明显高于原有3.2mm玻璃，在逐步放量情况下，盈利提升迅速。目前6条生产线共3600万平方米的产能，现在仅1条生产，预计今年市场开拓将有更多进展，利润率最终超过减反膜的概率大。目前公司通过收购美国SolarMax，有望依靠双玻组件打开北美市场；除此之外，公司还拟在电子等领域寻找发展机会。我们估计今年2mm钢化玻璃可带来近1000万元的利润贡献，该产品是未来公司能否进入新一轮高速增长的关键。

✧ **给予“推荐”的投资评级。**14年减反膜规模回升，保证了业绩高增长；而超薄玻璃则是锦上添花。不过公司长期发展与投资机会取决于2mm钢化玻璃的成长空间与速度。预计13-15年EPS为0.4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	703	1170	1540
收入同比(%)	5%	16%	66%	32%
归属母公司净利润	73	64	110	150
净利润同比(%)	-66%	-12%	71%	36%
毛利率(%)	23.2%	22.1%	18.9%	19.2%
ROE(%)	3.6%	3.1%	5.0%	6.4%
每股收益(元)	0.46	0.40	0.69	0.94
P/E	42.65	48.64	28.37	20.87
P/B	1.55	1.51	1.43	1.34
EV/EBITDA	31	24	14	10

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

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：25

当前股价：19.70

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	160
流通股本(百万股)	76
总市值(亿元)	32
流通市值(亿元)	15
成交量(百万股)	1.04
成交额(百万元)	20.69

股价表现



相关报告

《亚玛顿-减反膜支撑业绩，超薄双玻是未来成长关键》2014-03-04

《亚玛顿-认购SolarMax有助双玻组件开拓北美市场》2013-11-20

《亚玛顿-超薄双玻应用初显苗头，减反膜业务回升》2013-11-08

一、公司经营情况

表 1 公司分季度经营情况

	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4
收入（亿元）	1.76	1.39	1.44	2.15	1.41	1.09	1.03	1.62	1.96	2.41
环比增速	44.1%	-21.2%	3.7%	49.5%	-34.4%	-22.7%	-5.7%	57.7%	21.1%	22.7%
毛利率	57.7%	48.1%	33.7%	25.0%	15.7%	15.8%	14.1%	13.4%	16.5%	
费用率	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）	0.69	0.50	0.36	0.33	-0.11	0.16	0.09	0.14	0.23	0.18
同比增速	8%	-11%	-35%	-18%	-117%	-68%	-76%	-57%	NA	10%
环比增速	71.2%	-28.2%	-27.8%	-8.0%	-134.7%	-239.2%	-46.1%	65.6%	62.4%	-23.9%
净利率	39.4%	35.8%	24.9%	15.3%	-8.1%	14.6%	8.4%	8.8%	11.8%	7.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、公司产能情况

表 2 亚玛顿减反膜产能表

生产线	生产线	生产线(条)	单线产能(万 m ²)	产能(万 m ²)	投产日期
青龙厂区一期	6 条光伏生产线	6	150	900	2010 年以前
青龙厂区二期	6 条光伏生产线	6	150	900	2011 年 1、4 月
红梅厂区搬迁技改（募投一）	5 条光伏生产线	5	150	750	2011 年下半年逐步技改
新增 600 万平米（在建）	3 条光伏生产线	3		500	预计 2014 年上半年
合计		20		3050	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 亚玛顿 2mm 钢化玻璃与组件产能表

	生产线数量（条）	总产能	投资（万元）	目前进展
超薄双玻组件	6	450（MW）	63896.9	2 条线在产，4 条线在安装
2mm 超薄钢化玻璃	6	3600（万平米）	12000	2 条线在产，2 条线在安装

资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、盈利预测

表 4 公司盈利预测

	2012A	2013E	2014E	2015E
减反膜总产量（万 m ² ）	2,388.0	2,350.0	3,000.0	3,500.0
镀膜玻璃				
产量（万 m ² ）	1,432.8	2,350.0	3,000.0	3,300.0
产量占比（%）	60.0%	100.0%	100.0%	100.0%

销量 (万m ²)	1418.5	2279.5	2970.0	3267.0
均价 (元/m ²)	37.8	30.4	29.3	28.7
收入 (万元)	53,591.5	69,296.8	87,021.0	93,762.9
增速 (%)	92.4%	29.3%	25.6%	7.7%
成本 (万元)	43,506.7	53,796.2	68,310.0	73,507.5
毛利率 (%)	18.8%	22.4%	21.5%	21.6%

镀膜加工

产量 (万m ²)	955.2	—	—	—
产量占比 (%)	40.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销量 (万m ²)	955.2	0.0	0.0	0.0
均价 (元/m ²)	7.0	5.7	—	—
收入 (万元)	7,086.3	—	—	—
增速 (%)	-76.1%	-100.0%	0.0%	0.0%
成本 (万元)	3,233.4	—	—	—
毛利率 (%)	54.4%	#DIV/0!	0.0%	0.0%

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)	—	20.0	200.0	450.0
收入 (万元)	—	1,025.6	10,000.0	20,250.0
成本 (万元)	—	974.4	8,200.0	14,175.0
毛利率 (%)	—	5.0%	18.0%	30.0%

双玻组件

产量 (MW)	—	2.2	40.0	80.0
单价 (元/W)	—	4.5	5.0	5.0
收入 (万元)	—	9.9	20,000.0	40,000.0
成本 (万元)	—	9.9	18,400.0	36,800.0
毛利率 (%)	—	—	8.00%	8.00%

合计收入 (万元)	60,695.3	70,342.4	117,041.0	154,032.9
合计成本 (万元)	46,771.6	54,790.6	94,930.0	124,502.5
毛利率 (%)	22.9%	22.1%	18.9%	19.2%

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
流动资产	1504	1607	1770	1901
现金	954	1275	1238	1217
应收账款	248	176	269	354
其它应收款	1	2	2	2
预付账款	12	11	19	25
存货	28	38	66	87
其他	261	106	176	216
非流动资产	692	630	694	799
长期投资	0	0	0	0
固定资产	323	397	483	575
无形资产	118	118	118	118
其他	251	114	93	106
资产总计	2197	2237	2465	2700
流动负债	165	142	249	324
短期借款	0	0	0	0
应付账款	117	82	142	187
其他	49	60	106	137
非流动负债	10	18	29	39
长期借款	5	15	25	35
其他	5	3	4	4
负债合计	176	160	278	363
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	430	541	690
归属母公司股东权益	2021	2077	2187	2337
负债和股东权益	2197	2237	2465	2700

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	36	352	36	102
净利润	73	64	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	211	-93	-77
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	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
现金净增加额	-426	320	-36	-21

资料来源：中国中投证券研究总部，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	703	1170	1540
营业成本	468	548	949	1245
营业税金及附加	2	2	1	1
营业费用	17	19	26	32
管理费用	54	64	80	103
财务费用	-42	-16	-17	-16
资产减值损失	25	13	5	1
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	73	127	175
营业外收入	1	6	6	5
营业外支出	1	4	4	4
利润总额	86	75	129	176
所得税	13	11	19	26
净利润	73	64	110	150
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	73	64	110	150
EBITDA	68	85	146	205
EPS (元)	0.46	0.40	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%	15.5%	66.4%	31.6%
营业利润	-64.2%	-14.5%	73.4%	37.2%
归属于母公司净利润	-65.6%	-12.3%	71.4%	35.9%
获利能力				
毛利率	23.2%	22.1%	18.9%	19.2%
净利率	12.0%	9.1%	9.4%	9.7%
ROE	3.6%	3.1%	5.0%	6.4%
ROIC	3.8%	5.9%	9.5%	11.6%
偿债能力				
资产负债率	8.0%	7.2%	11.3%	13.4%
净负债比率	2.85%	9.37%	9.01%	9.65%
流动比率	9.09	11.32	7.12	5.87
速动比率	8.90	11.05	6.86	5.60
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.32	0.50	0.60
应收账款周转率	3	3	5	5
应付账款周转率	6.40	5.51	8.45	7.57
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.40	0.69	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	2.20	0.23	0.64
每股净资产(最新摊薄)	12.63	12.98	13.67	14.61
估值比率				
P/E	42.65	48.64	28.37	20.87
P/B	1.55	1.51	1.43	1.34
EV/EBITDA	31	24	14	10

相关报告

报告日期	报告标题
2014-03-04	《亚玛顿-减反膜支撑业绩，超薄双玻是未来成长关键》
2013-11-20	《亚玛顿-认购 SolarMax 有助双玻组件开拓北美市场》
2013-11-08	《亚玛顿-超薄双玻应用初显苗头，减反膜业务回升》
2013-10-27	《亚玛顿-盈利回升确定，新产品放量可期》
2013-08-27	《亚玛顿-减反膜盈利触底，超薄玻璃开始供货》
2013-07-29	《亚玛顿-公司业绩正处在磨底阶段》
2012-08-27	《亚玛顿 - 产品结构调整与减反膜景气下行致总体利润率大幅下降》
2012-07-29	《亚玛顿 - 减反膜盈利能力继续下行，关注超薄双玻组件》
2012-07-20	《亚玛顿 - 超薄双玻组件设备到位，将决定未来公司成长情况》
2012-04-23	《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》
2012-02-26	《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 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
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“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

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