

亚玛顿 (002623)
推荐
行业：玻璃制造

减反膜竞争加剧、新线折旧费用高，导致业绩下滑

公司7月12日晚公布2014年中期业绩预告，预计归属上市公司净利润为1827-2055万元，同比下降10-20%，对应EPS为0.11-0.128元，低于原有预计的增长31.4%-53%。

投资要点：

- ◆ **Q2净利润约227万-455万元，主因在于减反膜盈利下滑+折旧研发费用压力较大。** (1)上半年国内装机容量低于目标，使得上游超白压延玻璃原片价格下跌，大量玻璃原片厂进入镀膜环节，使得减反膜竞争更为激烈。虽然公司上半年减反膜出货量有明显增长(我们估计在30-40%)，但抵不过价格与盈利的下跌。再加上出口的高盈利订单逐步减少，导致总体毛利率下降。(2)费用上，上半年增加了3-4条超薄玻璃钢化线转固带来的折旧费用、研发费用，加剧了业绩的压力。我们初步估计仅费用的提升就接近1000万元。
- ◆ **下半年关注国内抢装带来的需求增量、但长期公司增长点在新产品。**业内预计年底国内将为完成装机目标而出现抢装，届时可能带动对上游玻璃与减反膜需求的回升。我们估计全年公司减反膜出货量略高于去年，但盈利能力要明显回升的难度较大。公司未来的增长点更多在于2mm钢化玻璃与双玻组件的开拓。目前2mm玻璃在国外已有所销售，组件则有望通过分布式项目工程进行拓展，进一步带动超薄玻璃的出货。
- ◆ **新产品超薄玻璃不仅限于光伏市场，建筑与照明也值得关注。** 2mm钢化玻璃作为国内首家生产企业，不仅仅能够用作双玻组件。在建筑智能型玻璃、LED平板照明上均可以依靠镀膜或其它加工方式增强性能，替代传统产品。公司新生产线将于年底投产，若新市场开拓顺利，超薄玻璃销售将有望顺利成为新增长点。
- ◆ **给予“推荐”的投资评级。** 14年减反膜规模增加，但盈利能力下滑超过预期，关注国外市场订单能否回升。中长期超薄玻璃相关的新产品开拓则是能否实现新一轮成长的关键。我们调整14-16年至0.34、0.45与0.69元。推荐评级。
- ◆ **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.减反膜盈利与销量下滑超预期。**

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	702	1242	1811	2371
收入同比(%)	15%	77%	46%	31%
归属母公司净利润	62	55	73	110
净利润同比(%)	-16%	-11%	32%	51%
毛利率(%)	15.4%	14.3%	13.8%	14.4%
ROE(%)	3.0%	2.6%	3.3%	4.7%
每股收益(元)	0.38	0.34	0.45	0.69
P/E	54.94	61.70	46.62	30.83
P/B	1.63	1.59	1.54	1.46
EV/EBITDA	34	25	18	12

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： 23

当前股价： 20.64

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)	33
流通市值(亿元)	16
成交量(百万股)	2.75
成交额(百万元)	56.95

股价表现



相关报告

《亚玛顿-光伏13年下半年回暖，14年公司将高增长》 2014-04-27

《亚玛顿-减反膜销量大幅回升，一季度高增长》 2014-03-25

《亚玛顿-减反膜支撑业绩，超薄双玻是未来成长关键》 2014-03-04

一、公司产能情况

表 1 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 2 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	450(MW)	63896.9	2条线在产,4条线在安装
2mm超薄钢化玻璃	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

二、盈利预测

表 3 公司盈利预测

	2013A	2014E	2015E	2016E
减反膜总产量(万m ²)	2,324.0	2,700.0	3,000.0	3,300.0

镀膜玻璃

产量(万m ²)	2,324.0	2,700.0	3,000.0	3,300.0
产量占比(%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
销量(万m ²)	2298.0	2673.0	2970.0	3267.0
均价(元/m ²)	30.1	28.6	28.4	28.3
收入(万元)	69,164.2	76,447.8	84,348.0	92,456.1
增速(%)	29.1%	10.5%	10.3%	15.0%
成本(万元)	57,836.1	64,686.6	71,874.0	79,061.4
毛利率(%)	16.4%	15.4%	14.8%	14.5%

镀膜加工

产量(万m ²)	-	-	-	-
产量占比(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销量(万m ²)	0.0	0.0	0.0	0.0
均价(元/m ²)	5.7	-	-	-
收入(万元)	-	-	-	-
增速(%)	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
成本(万元)	-	-	-	-
毛利率(%)	#DIV/0!	0.0%	0.0%	0.0%

钢化玻璃

收入 (万元)	20.0	20.0	20.0	350.0
成本 (万元)	20.0	20.0	20.0	350.0
毛利率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

超薄钢化玻璃

产量 (万平米)	20.0	100.0	250.0	350.0
收入 (万元)	800.0	5,000.0	11,250.0	16,100.0
成本 (万元)	760.0	4,100.0	9,000.0	12,075.0
毛利率 (%)	5.0%	18.0%	20.0%	25.0%

双玻组件

产量 (MW)	2.2	100.0	200.0	300.0
单价 (元/W)	4.3	4.3	4.3	4.3
收入 (万元)	872.5	42,735.0	85,470.1	128,205.1
成本 (万元)	1,493.4	37,606.8	75,213.7	111,538.5
毛利率 (%)	-0.7	12.00%	12.00%	13.00%

合计收入 (万元)	69,964.2	124,202.8	181,088.1	237,111.2
合计成本 (万元)	58,596.1	106,413.4	156,107.7	203,024.9
毛利率 (%)	16.2%	14.3%	13.8%	14.4%

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

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产				
现金	1007	904	900	900
应收账款	173	311	417	545
其它应收款	5	2	2	2
预付账款	12	21	31	41
存货	54	74	109	142
其他	146	186	272	332
非流动资产				
长期投资	61	0	0	0
固定资产	471	621	739	829
无形资产	116	116	116	116
其他	246	213	138	129
资产总计	2292	2449	2724	3036
流动负债				
短期借款	40	40	112	196
应付账款	53	160	234	305
其他	96	112	167	215
非流动负债				
长期借款	5	5	5	5
其他	24	3	4	4
负债合计	218	319	522	724
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	428	483	555	665
归属母公司股东权益	2074	2129	2202	2312
负债和股东权益	2292	2449	2724	3036

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流				
净利润	62	55	73	110
折旧摊销	44	43	57	70
财务费用	-47	-12	-9	-4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	2	-103	-107	-113
其它	9	12	0	-1
投资活动现金流				
资本支出	199	200	100	150
长期投资	89	-61	0	0
其他	192	29	0	0
筹资活动现金流				
短期借款	40	0	72	84
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-4	12	9	4
现金净增加额	7	-102	-4	0

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	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	702	1242	1811	2371
营业成本	594	1064	1561	2030
营业税金及附加	1	4	1	2
营业费用	19	31	42	50
管理费用	60	94	136	173
财务费用	-47	-12	-9	-4
资产减值损失	5	0	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	70	60	79	120
营业外收入	7	6	8	10
营业外支出	6	3	4	4
利润总额	71	63	83	126
所得税	9	8	11	16
净利润	62	55	73	110
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	62	55	73	110
EBITDA	68	92	128	186
EPS (元)	0.38	0.34	0.45	0.69
主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	15.3%	76.9%	45.8%	30.9%
营业利润	-18.3%	-14.1%	31.8%	50.9%
归属于母公司净利润	-16.0%	-11.0%	32.3%	51.2%
获利能力				
毛利率	15.4%	14.3%	13.8%	14.4%
净利率	8.8%	4.4%	4.0%	4.6%
ROE	3.0%	2.6%	3.3%	4.7%
ROIC	2.1%	3.3%	4.3%	6.2%
偿债能力				
资产负债率	9.5%	13.0%	19.2%	23.9%
净负债比率	20.66%	14.09%	22.43%	27.74%
流动比率	7.41	4.81	3.37	2.74
速动比率	7.08	4.58	3.16	2.54
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.52	0.70	0.82
应收账款周转率	3	5	5	5
应付账款周转率	7.00	10.01	7.93	7.54
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.34	0.45	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	-0.02	0.09	0.39
每股净资产(最新摊薄)	12.96	13.31	13.76	14.45
估值比率				
P/E	54.94	61.70	46.62	30.83
P/B	1.63	1.59	1.54	1.46
EV/EBITDA	34	25	18	12

相关报告

报告日期	报告标题
2014-04-27	《亚玛顿-光伏 13 年下半年回暖，14 年公司将高增长》
2014-03-25	《亚玛顿-减反膜销量大幅回升，一季报高增长》
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

本报告由中国经济证券有限责任公司(以下简称“中国经济证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国经济证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国经济证券事先书面同意,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。

本报告基于中国经济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。中国经济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。

中国经济证券有限责任公司研究总部

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
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

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

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434