

亚玛顿 (002623)
推荐
行业：玻璃制造

减反膜销售超预期，电站投资将逐步带动双玻组件

公司 2 月 26 日公布 14 年业绩快报，全年实现收入 8.6 亿元，同比增长 22.91%；净利润 3853 万元，同比减 37.45%。EPS 为 0.24 元，符合我们原有判断。

投资要点：

◆ **14 年减反膜销售超预期支撑收入增长，但利润率继续下行。**2014 年全球与中国光伏装机容量明显提升，行业好转带动公司减反膜出货量也超出预期，其中四季度表现最好，我们估计 14 年销量增长幅度约 20% 左右，这是公司收入增长 22.9% 的主要原因。不过因竞争激烈且 14 年日本市场订单受影响，净利率由 13 年的 8.8% 降至 4.5%，目前盈利已处在底部。

◆ **四季度表现好于预期，15 年减反膜预计稳定增长。**单季看，四季度出货量为全年新高；收入与净利润增长 23.4% 与 -4%。净利润增速明显好于 Q2 与 Q3 的 -79% 与 -81%。且 Q4 应收账款较多计提了 1265 万的减值准备，如果剔除此影响，四季度净利润实际上增长 77%，单位产品盈利也明显提升。进入 15 年 Q1，虽处淡季但销售仍保持较好态势。在国内光伏行业逐步向上过程中，预计国内需求将继续向上，且日本市场仍可能继续开拓。在盈利下行空间不大的情况下，从而使得减反膜今年预期较好。

◆ **15 年电站业务有望继续拓展，从而带动普通组件与双玻组件的销售。**公司 14 年完成 5MW 的分布式光伏发电项目并网，迈出了借助电站业务推广双玻组件的第一步。在与弘石投资成立合伙企业后，预计 15 年仍将继续加大投资。因公司拥有组件生产线与超薄玻璃技术，届时可生产销售普通组件与双玻组件。虽然资金投入较大，但电站业务与组件业务预计成为 15 年较为明显增长点。

◆ **超薄玻璃空间更大，市场应用已逐步显现。**公司 2mm 以下的超薄玻璃，是国内唯一用物理钢化的玻璃，在性能达标前提下明显降低成本。近期国内外已开始有双面电池片推出，这类型产品必须双面使用玻璃；且国内农业大棚等分布式光伏更适合于采用双玻组件，2015 年双玻的推广很可能加速。另外，在国外大屏幕显示与触控市、平板照明市场，2mm 玻璃也具备明显的优势，可拓展空间大。

◆ **给予“推荐”的投资评级。**因减反膜盈利触底且销售向上，加上电站业务逐步开拓。我们调高未来两年盈利预测。预计 14-16 年 EPS 为 0.24、0.64 与 0.85 元。超薄玻璃与双玻组件是未来成长的关键看点，推荐评级。

◆ **风险提示：**1. 新产品销售慢于预期。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	862	1442	1836
收入同比(%)	15%	23%	67%	27%
归属母公司净利润	62	39	102	137
净利润同比(%)	-16%	-37%	163%	33%
毛利率(%)	15.4%	15.6%	17.1%	17.3%
ROE(%)	3.0%	1.8%	4.6%	5.8%
每股收益(元)	0.38	0.24	0.64	0.85
P/E	64.31	101.75	38.70	29.00
P/B	1.91	1.88	1.79	1.69
EV/EBITDA	43	41	19	14

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

wanghaqing@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 26

当前股价： 24.47

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	160
流通股本(百万股)	160
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	39
成交量(百万股)	1.17
成交额(百万元)	28.86

股价表现



相关报告

- 《亚玛顿-处在新老产品交替的困难期，新产品是关注重点》2014-08-17
- 《亚玛顿-减反膜竞争加剧、新线折旧费用高，导致业绩下滑》2014-07-13
- 《亚玛顿-光伏 13 年下半年回暖，14 年公司将高增长》2014-04-27

一、收入增长，但利润率下行

图 1 公司年度经营情况

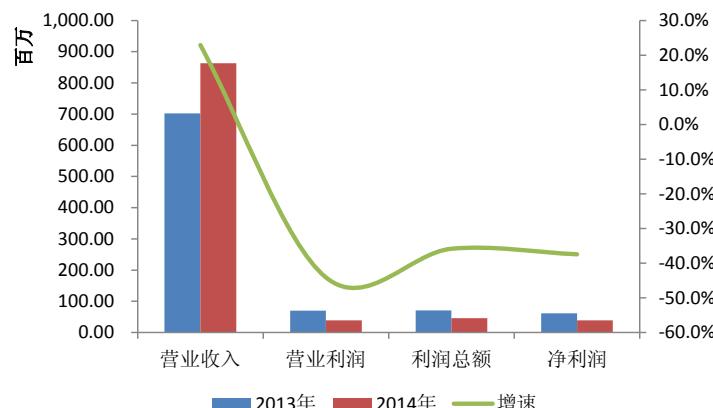
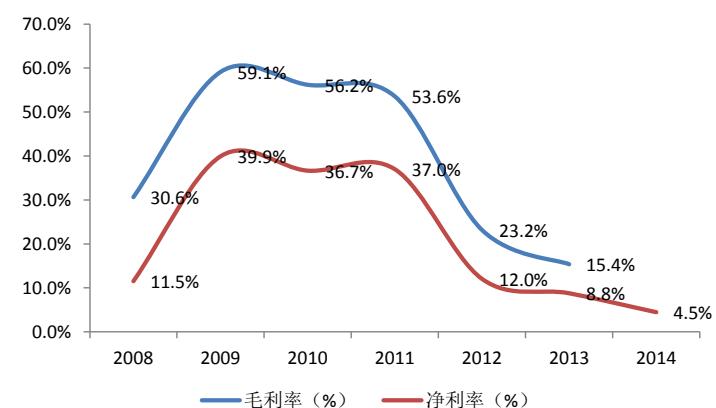


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司分季度经营情况

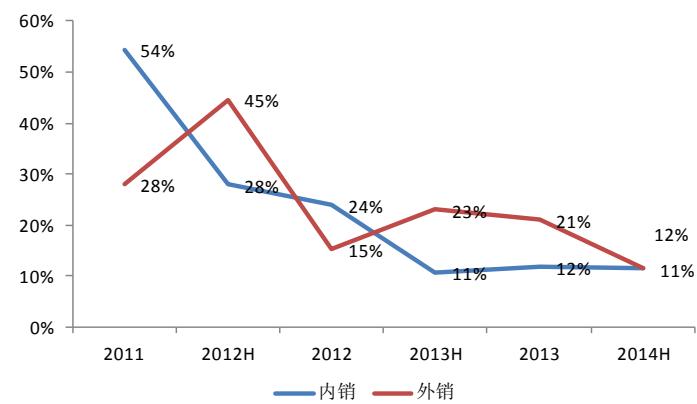
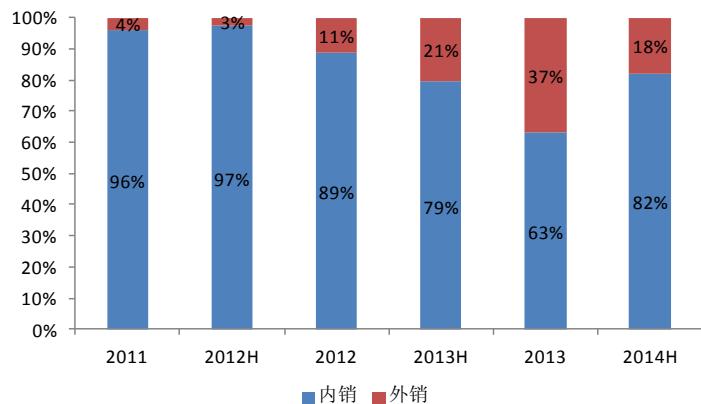
	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q	14Q	14Q2	14Q3	14Q4
								4	1			
收入(亿元)	1.44	2.15	1.41	1.09	1.03	1.62	1.96	2.41	2.00	2.01	2.07	2.55
环比增速	3.7%	49.5%	-34.4%	-22.7%	-5.7%	57.7%	21.1%	22.4%	-16.8%	0.2%	3.1%	23.4%
	%	%	%	%	%	%	%	%	%			
毛利率	33.7%	25.0%	15.7%	15.8%	14.1%	13.4%	16.5%	16.4%	14.3%	9.2%	9.4%	100.0%
	%	%	%	%	%	%	%	%	%			
费用率	3.8%	4.1%	6.4%	5.2%	4.7%	3.3%	4.6%	5.5%	5.5%	7.9%	5.6%	0.0%
归属股东净利润(亿元)	0.36	0.33	-0.11	0.16	0.09	0.14	0.23	0.16	0.16	0.03	0.04	0.15
同比增速	-35%	-18%	-117%	-68%	-76%	-57%	NA	-2%	86%	-79%	-81%	-4%
			%									
环比增速	-27.8%	-8.0%	-134%	-239%	-46.1%	65.6%	62.4%	-32.3%	2.2%	-81.0%	46.1%	238.9%
	%	%	%	%	%	%	%	%				
净利率	24.9%	15.3%	-8.1%	14.6%	8.4%	8.8%	11.8%	6.5%	8.0%	1.5%	2.1%	5.9%
	%	%	%	%	%	%	%					

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、内销稳定，外销盈利下降

图 3 公司内外销营业利润占比

图 4 公司内外销产品毛利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、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

四、运营情况

表 4 公司运营情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014H
营运能力							
存货周转率(次)	15.9	6.5	12.5	14.3	20.9	14.4	6.0
应收账款周转率(次)	9.7	6.9	10.3	4.9	2.9	3.3	2.3
资金状况							
资产负债率(%)	63.1	59.9	36.9	5.2	8.0	9.5	12.2
经营活动现金流(亿元)	0.1	0.5	1.6	1.2	0.4	0.7	0.9
增长率(%)		318.0	210.3	-26.5	-68.4	92.4	-7.9
资本性支出							
资本性支出(亿元)	0.5	0.4	1.4	2.1	3.1	2.0	0.9
增长率(%)		(22.2)	265.8	50.3	50.5	(36.7)	(27.6)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测

表 5 公司盈利预测

	2013A	2014E	2015E	2016E
镀膜玻璃				
产量 (万m ²)	2,324.0	2,800.0	3,300.0	3,800.0
产量占比 (%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
销量 (万m ²)	2298.0	2772.0	3267.0	3762.0
均价(元/m ²)	30.1	30.8	31.0	31.0
收入 (万元)	69,164.2	85,377.6	101,277.0	116,622.0
增速 (%)	29.1%	23.4%	18.6%	15.0%
成本 (万元)	57,836.1	72,072.0	83,635.2	95,931.0
毛利率 (%)	16.4%	15.6%	17.4%	17.7%
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	20.0
成本 (万元)	20.0	20.0	20.0	20.0
毛利率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
超薄钢化玻璃				
产量 (万平米)	20.0	12.0	30.0	100.0
收入 (万元)	800.0	420.0	900.0	4,000.0
成本 (万元)	760.0	344.4	675.0	3,000.0
毛利率 (%)	5.0%	18.0%	25.0%	25.0%
双玻组件				
产量 (MW)	2.2	1.0	100.0	150.0
单价 (元/W)	4.3	4.3	4.2	4.2
收入 (万元)	872.5	427.4	42,000.0	63,000.0
成本 (万元)	1,493.4	376.1	35,280.0	52,920.0
毛利率 (%)	-0.7	12.00%	16.00%	16.00%

合计收入（万元）	69,964.2	86,245.0	144,197.0	183,642.0
合计成本（万元）	58,596.1	72,812.5	119,610.2	151,871.0
毛利率（%）	16.2%	15.6%	17.1%	17.3%

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	1398	1392	1584	1721
应收账款	1007	979	926	903
其它应收款	173	216	332	422
预付账款	5	2	2	2
存货	12	15	24	30
其他	54	51	84	106
非流动资产				
长期投资	146	129	216	257
固定资产	895	950	993	1074
无形资产	61	0	0	0
其他	471	621	739	829
资产总计				
流动负债	116	116	116	116
短期借款	246	213	138	129
应付账款	2292	2341	2577	2795
其他	40	40	50	50
非流动负债				
长期借款	53	109	179	228
其他	29	8	9	9
负债合计				
少数股东权益	96	77	129	163
股本	29	5	5	5
资本公积	24	3	4	4
负债和股东权益				
留存收益	218	235	368	449
归属母公司股东权益	160	160	160	160
归属母公司净利润	1487	1487	1487	1487
现金流量表				
经营活动现金流				
净利润	70	77	23	107
折旧摊销	62	39	102	137
财务费用	44	43	57	70
投资损失	-47	-12	-11	-10
营运资金变动	0	0	-3	-10
其它	2	5	-123	-79
投资活动现金流				
资本支出	9	2	0	-1
长期投资	-96	-110	-97	-140
其他	199	200	100	150
筹资活动现金流				
短期借款	89	-61	0	0
长期借款	192	29	3	10
普通股增加	36	6	21	10
资本公积增加	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
现金净增加额				

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	862	1442	1836
营业成本	594	728	1196	1519
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	19	22	33	40
管理费用	60	72	120	151
财务费用	-47	-12	-11	-10
资产减值损失	5	13	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	3	10
营业利润	70	39	106	146
营业外收入	7	9	15	15
营业外支出	6	3	3	3
利润总额	71	45	118	158
所得税	9	6	16	21
净利润	62	39	102	137
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	62	39	102	137
EBITDA	68	70	152	205
EPS (元)	0.38	0.24	0.64	0.85
主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	15.3%	22.9%	67.2%	27.4%
营业利润	-18.3	-44.5	172.6	37.3%
归属于母公司净利润	-16.0	-36.8	162.9	33.5%
获利能力				
毛利率	15.4%	15.6%	17.1%	17.3%
净利率	8.8%	4.5%	7.1%	7.4%
ROE	3.0%	1.8%	4.6%	5.8%
ROIC	2.1%	1.9%	6.1%	7.7%
偿债能力				
资产负债率	9.5%	10.0%	14.3%	16.1%
净负债比率	20.66	19.19	14.95	12.24
流动比率	7.41	6.14	4.41	3.91
速动比率	7.08	5.92	4.18	3.67
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.37	0.59	0.68
应收账款周转率	3	4	5	5
应付账款周转率	7.00	8.97	8.29	7.46
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.24	0.64	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.48	0.14	0.67
每股净资产(最新摊薄)	12.96	13.17	13.81	14.66
估值比率				
P/E	64.31	101.7	38.70	29.00
P/B	1.91	1.88	1.79	1.69
EV/EBITDA	43	41	19	14

相关报告

报告日期	报告标题
2014-08-17	《亚玛顿-处在新老产品交替的困难期，新产品是关注重点》
2014-07-13	《亚玛顿-减反膜竞争加剧、新线折旧费用高，导致业绩下滑》
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,10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，旨为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

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