

# 亚玛顿 (002623)

## 推荐

## 行业：玻璃制造

### 高增长符合预期，超薄玻璃应用与推广逐步明确

公司 7 月 27 日公布 2015 年中期业绩快报，实现收入 4.73 亿元，同比增长 17.95%；净利润 4809 万元，同比增长 152%。EPS 为 0.3 元，符合我们预期。

#### 投资要点：

✧ **二季度延续向上态势，单季净利润暴增 835%达 2845 万元，创 12 年以来单季新高。**公司本轮周期底部出现于 14 年上半年，随着国内装机容量的快速上升，公司减反膜销量也触底回升。单季利润看，公司 14 年 Q2-Q4 的净利润增速分别为 -78%、-80%、-8.26%，15 年 Q1 转正至 22.87%，Q2 大幅增长 835%，直接带动上半年利润增长 152%。上半年净利率为 10.2%，明显高于去年同期的 4.75%。因减反膜今年需求较好，加上自建电站带来的双玻组件出货，预计全年高增长可期，我们估计全年利润增速将超过 150%。

✧ **减反膜触底回升是基础，电站建设带来的双玻组件出售是亮点。**减反膜一季度淡季不淡后二季度继续强势，这主要是国内装机的增加与日本市场的继续开拓；且销量上升后成本下降，使得毛利率上行。我们预计全年将实现 3000 万平方米以上的销量，是今年业绩的主要来源。而高毛利率的双玻组件是今年锦上添花的部分。公司通过向电站销售双玻组件后并网实现收入，我们估计上半年并网约 50MW 左右，全年估计将达到 100MW，因而下半年业绩靓丽将可持续。

✧ **公司长期的成长点与关注重点在于 2mm 以下的超薄物钢化玻璃。**继全球首家开发光伏减反膜后，公司第二个产品为物理钢化的超薄玻璃。这也是全球独家产品，应用前景广阔，目前可确定的应用是双玻组件、大型显示屏与电视机保护玻璃。在经历一年多的试产与推广后，今年已有部分组件商开始向公司采购超薄玻璃用于制造双玻组件进行推广，且国内农业大棚等分布式推广也有利于采用双玻组件。而大屏幕显示与触控、平板照明市场对超薄玻璃的需求增长也逐步明确，公司产品基本成熟，开始进入送样阶段，预计明年或可放量。超薄玻璃拓展将成为公司未来明确的增长关键点。

✧ **可关注公司的资金需求。**公司计划今年建设 100MW 的电站，估计所需资金在 8 亿元左右。一季度账上现金虽有 8.27 亿元，但部分为原有募投资金。加上一季度经营现金流为 -5700 万元，后续资金需求仍较大。

✧ **给予推荐评级。**15 年电站业务将带动双玻组件出货，同时带来并网收益。双玻组件外卖以及 2mm 超薄玻璃市场的开拓今年已开始有发展的迹象。预计 15-17 年 EPS 为 0.64 与 0.85 与 1.09 元。新产品有望带动公司进入第二轮高速增长期。给予推荐评级。

✧ **风险提示：**1. 新产品超薄玻璃销售慢于预期。2. 减反膜盈利与销量增长放缓。

#### 主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	863	1414	1818	2174
收入同比(%)	23%	64%	29%	20%
归属母公司净利润	38	102	137	174
净利润同比(%)	-39%	170%	34%	28%
毛利率(%)	13.6%	18.3%	18.4%	19.3%
ROE(%)	1.8%	4.6%	5.8%	6.9%
每股收益(元)	0.24	0.64	0.85	1.09
P/E	132.11	48.90	36.60	28.70
P/B	2.37	2.27	2.14	1.99
EV/EBITDA	75	23	16	12

资料来源：中国中投证券研究总部

#### 作者

署名人：王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 33.5

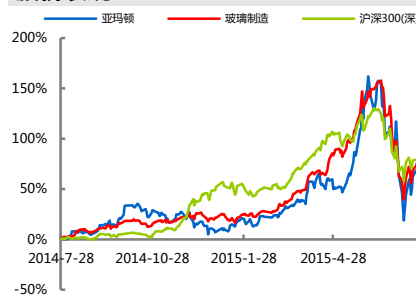
当前股价： 31.23

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)	56
流通市值(亿元)	56
成交量(百万股)	6.89
成交额(百万元)	248.00

#### 股价表现



#### 相关报告

《亚玛顿-减反膜企稳回升，电站将带动双玻组件推广，15 年高增长可期》  
2015-04-26

《亚玛顿-减反膜销售超预期，电站投资将逐步带动双玻组件》2015-02-26

《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

## 一、Q2 净利润暴增 835%

图 1 公司年度经营情况

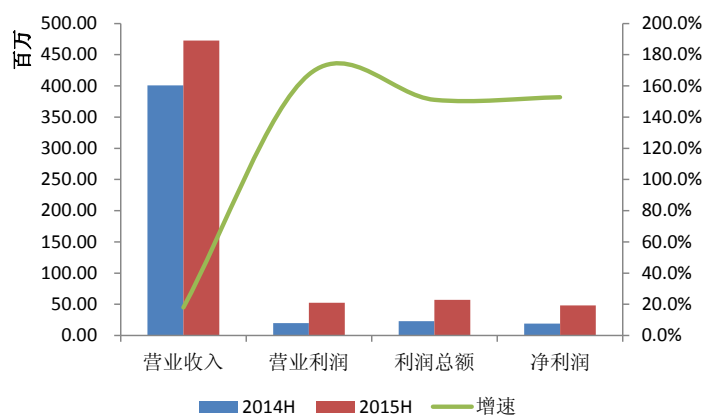
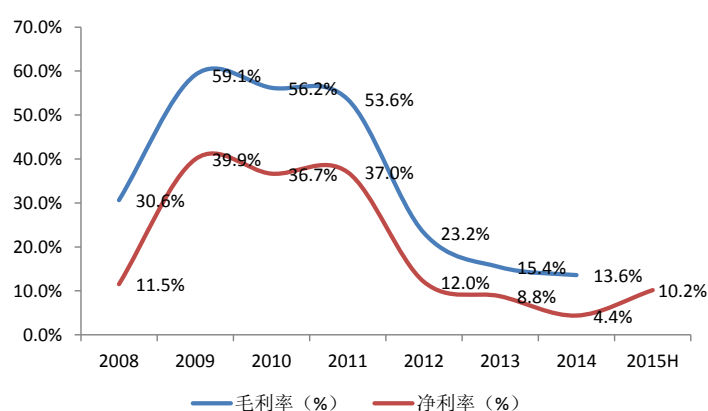


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 1 公司分季度经营情况

	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2
收入 (亿元)	1.96	2.41	2.00	2.01	2.07	2.55	2.13	2.60
环比增速	21.1%	22.4%	-16.8%	0.2%	3.1%	23.4%	-16.7%	22.2%
毛利率	16.5%	16.4%	14.3%	9.2%	9.4%	19.9%	18.8%	
费用率	4.6%	5.5%	5.5%	7.9%	5.6%	5.6%	8.1%	0.0%
归属股东净利润 (亿元)	0.23	0.16	0.16	0.03	0.04	0.14	0.20	0.2845
同比增速	NA	-2%	86%	-79%	-81%	-8%	23%	835%
环比增速	62.4%	-32.3%	2.2%	-81.0%	46.1%	223.0%	36.9%	44.8%
净利率	11.8%	6.5%	8.0%	1.5%	2.1%	5.6%	9.2%	10.9%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 二、新产品集中于超薄玻璃

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 m²)	产能(万 m²)	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 条线在产并转固
2mm 超薄钢化玻璃	6	3600 (万平米)	12000	6 条线均已转固, 目前 1 条在线

资料来源: 公司公告、中国中投证券研究总部

## 三、运营情况

表 4 公司运营情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>营运能力</b>							
存货周转率 (次)	15.9	6.5	12.5	14.3	20.9	14.4	11.1
应收账款周转率 (次)	9.7	6.9	10.3	4.9	2.9	3.3	3.7
<b>资金状况</b>							
资产负债率 (%)	63.1	59.9	36.9	5.2	8.0	9.5	19.0
经营活动现金流 (亿元)	0.1	0.5	1.6	1.2	0.4	0.7	1.0
增长率 (%)		318.0	210.3	-26.5	-68.4	92.4	36.7
<b>资本性支出</b>							
资本性支出 (亿元)	0.5	0.4	1.4	2.1	3.1	2.0	2.5
增长率 (%)		(22.2)	265.8	50.3	50.5	(36.7)	25.3

资料来源: 公司公告、中国中投证券研究总部

## 四、盈利预测

表 5 公司盈利预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>镀膜玻璃</b>				
产量 (万 m <sup>2</sup> )	2,820.00	3,300.00	3,800.00	4,000.00
产量占比 (%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
产销率 (%)	100.0%	99.0%	99.0%	100.0%
销量 (万 m <sup>2</sup> )	2,820	3,267	3,762	4,000
均价 (元/m <sup>2</sup> )	29	29	30	30
收入 (万元)	82,576	96,050	110,979	118,000
增速 (%)	19.39%	16.32%	15.00%	12.00%
成本 (万元)	70,782	78,408	91,040	96,800
单位成本	25	24	24	24
毛利率 (%)	14.28%	18.37%	17.97%	17.97%
毛利 (万元)	11,794	17,642	19,939	21,200

单位毛利（元/平米）	4.2	5.4	5.3	5.3
<b>钢化玻璃</b>				
收入（万元）	20	20	20	350
成本（万元）	20	20	20	350
毛利率（%）	0.00%	0.00%		
毛利（万元）	0.0	0.0		
<b>超薄钢化玻璃</b>				
产量（万平米）	12.00	30.00	100.00	300.00
单价（元/平米）	35.00	30.00	30.00	30.00
收入（万元）	420	900	3,000	9,000
成本（万元）	344	675	2,100	6,300
毛利率（%）	18.00%	25.00%	30.00%	30.00%
<b>双玻组件</b>				
产量（MW）	25.63	100.00	150.00	200.00
单价（元/W）	1.29	4.20	4.20	4.00
收入（万元）	3,304	42,000	63,000	80,000
成本（万元）	3,461	35,280	52,920	67,200
毛利率（%）	-4.76%	16.00%	16.00%	16.00%
<b>电力销售</b>				
产量（KWH）	949,200	60,000,000	120,000,000	250,000,000
单价（元/W）	0.36	0.40	0.40	0.40
收入（万元）	34	2400.00	4800.00	10000.00
成本（万元）	16	1,134	2,304	4,800
毛利率（%）	52.76%	52.76%	52.00%	52.00%
合计收入（万元）	86,354.07	141,369.80	181,799.00	217,350.00
合计成本（万元）	74,623.77	115,516.76	148,384.40	175,450.00
毛利率（%）	13.58%	18.29%	18.38%	19.28%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	1465	1701	1893	2063
现金	735	900	900	900
应收账款	295	424	509	587
其它应收款	6	2	2	2
预付账款	28	23	30	35
存货	80	116	148	175
其他	321	237	304	364
<b>非流动资产</b>	1134	1334	1745	1922
长期投资	90	0	0	0
固定资产	604	847	1238	1487
无形资产	161	161	161	161
其他	280	327	347	275
<b>资产总计</b>	2599	3035	3638	3985
<b>流动负债</b>	461	810	1269	1442
短期借款	90	471	905	1100
应付账款	67	104	134	158
其他	303	235	231	184
<b>非流动负债</b>	32	22	29	29
长期借款	0	0	0	0
其他	32	22	29	29
<b>负债合计</b>	493	832	1298	1471
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	459	556	693	867
归属母公司股东权益	2106	2203	2340	2514
<b>负债和股东权益</b>	2599	3035	3638	3985

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	96	120	93	143
净利润	38	102	137	174
折旧摊销	62	59	90	124
财务费用	-43	5	29	48
投资损失	-0	0	-3	-10
营运资金变动	13	-102	-166	-192
其它	26	55	6	-1
<b>投资活动现金流</b>	-475	-322	-497	-290
资本支出	250	500	500	300
长期投资	-240	-151	0	0
其他	-466	27	3	10
<b>筹资活动现金流</b>	72	366	404	147
短期借款	50	381	433	195
长期借款	-5	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	27	-15	-29	-48
<b>现金净增加额</b>	-305	165	0	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	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	863	1414	1818	2174
营业成本	746	1155	1484	1755
营业税金及附加	2	3	3	2
营业费用	25	34	44	52
管理费用	70	92	116	141
财务费用	-43	5	29	48
资产减值损失	26	13	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	3	10
<b>营业利润</b>	36	112	146	186
营业外收入	11	9	12	15
营业外支出	5	5	3	4
<b>利润总额</b>	43	116	155	197
所得税	5	14	18	23
<b>净利润</b>	38	102	137	174
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	38	102	137	174
EBITDA	55	176	265	357
EPS (元)	0.24	0.64	0.85	1.09

**主要财务比率**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	22.9%	63.8%	28.6%	19.6%
营业利润	-48.0%	206.7%	30.3%	27.6%
归属于母公司净利润	-38.6%	170.2%	33.6%	27.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	13.6%	18.3%	18.4%	19.3%
净利率	4.4%	7.2%	7.5%	8.0%
ROE	1.8%	4.6%	5.8%	6.9%
ROIC	-0.5%	5.7%	6.4%	7.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.0%	27.4%	35.7%	36.9%
净负债比率	19.34%	56.65%	69.67%	74.74%
流动比率	3.18	2.10	1.49	1.43
速动比率	3.00	1.96	1.37	1.31
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.35	0.50	0.54	0.57
应收账款周转率	3	4	4	4
应付账款周转率	12.37	13.48	12.49	12.04
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.64	0.85	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.75	0.58	0.89
每股净资产(最新摊薄)	13.16	13.77	14.62	15.71
<b>估值比率</b>				
P/E	132.11	48.90	36.60	28.70
P/B	2.37	2.27	2.14	1.99
EV/EBITDA	75	23	16	12

## 相关报告

报告日期	报告标题
2015-04-26	《亚玛顿-减反膜企稳回升，电站将带动双玻组件推广，15 年高增长可期》
2015-02-26	《亚玛顿-减反膜销售超预期，电站投资将逐步带动双玻组件》
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

王海青,中投证券研究所建材行业分析师，金融学硕士。5 年证券行业从业经验。

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。

## 免责声明

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

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