

亚玛顿 (002623)
推荐
行业：玻璃制造

超薄双玻组件与消费电子玻璃两翼齐飞，打造新的业绩增长极

亚玛顿作为中国最早进入光伏 AR 玻璃生产的企业，拥有多项核心技术和专利，公司在不断稳固 AR 玻璃业务的龙头地位的同时，通过产业链纵向的延伸和跨产业布局，公司已经成功进入光伏电站，超薄双玻组件以及大尺寸显示屏玻璃等领域，随着新产品的逐渐商业化放量，公司业绩将迎来新的增长极。

投资要点：

- ◆ **超薄双玻组件性能优势凸显，2016 年有望增厚营收 4 亿元。**相对于传统组件，超薄双玻组件使用玻璃背板，具有轻量化、长寿命，减少 PID 隐裂、无蜗牛纹、防火等级高等优点。公司新签 3.14 亿元的超薄双玻组件订单，占 2015 年公司营业收入的 28.75%，预计全年销量将突破 100MW，营收达 4 亿元。
- ◆ **产品转型升级，布局消费电子领域。**公司跨界消费电子领域产品已经开始小批量试样，预计三季度开始量产，2016 年我国彩电零售规模将突破 4700 万台，其中 55 寸以上大屏液晶电视盖板需求约 1400 万张，需求依旧强劲；而目前导光板市场主要被韩日等国所垄断，公司新型玻璃导光板有望分一杯羹，2015 年导光板的需求为 51.2 万吨，产值将近 100 亿，进口替代空间巨大。
- ◆ **传统光伏 AR 玻璃业务保持 10%以上增长，公司业绩主要支撑点。**2015 年 AR 玻璃销售量达到 3437.68 万平方米，营业收入突破 9 亿元，毛利率达到 16.37%，同比增长 2.14 个百分点，AR 玻璃板块依然是公司业绩的主要支撑。
- ◆ **公司现金流良好，截止 2015 年底，公司在手现金 5.54 亿，保证公司业务的稳步发展，同时为公司的内生外延提供足够支撑。**
- ◆ **给予“推荐”评级，建议投资者重点关注。**预计 16-18 年公司净利润为 0.78/1.43/1.79 亿元，考虑公司新产品即将放量，给予 16 年 60 倍 PE，目标价 40 元。
- ◆ **风险提示：光伏行业景气度下降，新产品投放低于预期，电站并网推迟**

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1092	1356	1869	2346
收入同比(%)	27%	24%	38%	26%
归属母公司净利润	55	78	143	179
净利润同比(%)	44%	42%	85%	25%
毛利率(%)	15.9%	15.6%	17.1%	17.4%
ROE(%)	2.5%	3.5%	6.0%	7.0%
每股收益(元)	0.34	0.48	0.89	1.12
P/E	85.48	60.17	32.61	26.03
P/B	2.16	2.09	1.96	1.82
EV/EBITDA	33	32	22	18

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

参与人：闫广

S0960116040040

0755-82026905

yanguang@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 40
当前股价： 32.80
评级调整： 维持
基本资料

总股本(百万股)	160
流通股本(百万股)	159
总市值(亿元)	52
流通市值(亿元)	52
成交量(百万股)	2.19
成交额(百万元)	71.53

股价表现

相关报告

目 录

一、 AR 玻璃行业龙头：去产品单一化，延伸产业链.....	4
1. 亚玛顿：AR 玻璃行业标准起草者.....	4
2. 受益于光伏产业链回暖，AR 玻璃营收保持 10%以上稳定增长.....	4
3. 产业链延伸，新产品、新领域确保内生增速继续保持.....	5
二、 超薄双玻组件推进顺利，有望成为新的业绩支撑点	6
1. 光伏行业景气度回升，未来 5 年光伏装机容量将突破 1.5 亿千瓦.....	6
2. 双玻组件性能优势凸显，营收同比增长 3.5 倍	7
3. 签订 3.14 亿大额订单，超薄双玻组件市场认可度快速提升.....	9
4. 需求端持续向好，2016 年超薄双玻组件市场规模接近 100 亿.....	9
三、 产品改造升级，进军消费电子领域	10
1. 携技术优势，布局大尺寸显示屏玻璃领域	11
2. 下游需求端稳定，液晶电视年出货量保持在 2 亿台以上.....	11
2.1 液晶电视年出货量稳定，65+大屏幕是未来趋势.....	11
2.2 液晶面板市场占有率持续提升，预计 2016 年出货量达 2.63 亿片	12
3. 需求端突破千万级，大尺寸电视盖板玻璃市场空间巨大.....	13
4. 新产品、新蓝海，导光板玻璃打开进口替代市场.....	14
四、 盈利预测和投资建议	16
五、 风险提示.....	18

图目录

图 1 公司发展历程.....	4
图 2 公司 AR 玻璃示意图	4
图 3 公司 AR 玻璃营业收入、增速及毛利率.....	5
图 4 公司 AR 玻璃产销量及产销比	5
图 5 公司主营业务.....	5
图 6 我国光伏新增装机量、增长率及累计装机量.....	6
图 7 全球光伏新增装机量及增长率.....	6
图 8 我国多晶硅产量、增长率及全球多晶硅产量	6
图 9 我国光伏电池组件产量、增长率及全球产量	6
图 10 公司自建电站示范项目	7
图 11 BIPV 示范项目	7
图 12 公司超薄双玻组件示意图	8
图 13 2013-2016 年公司双玻组件销量及增长率	9
图 14 2013-2016 年公司双玻组件销量及毛利率	9
图 15 2013-2015 年公司超薄双玻组件的产量	10
图 16 公司导光板示意图	11
图 17 公司显示器盖板玻璃示意图	11
图 18 2014-2015 大尺寸 TV 份额变化	12
图 19 2015 年消费者的需求情况.....	12
图 20 全球液晶电视面板市场容量	13
图 21 2012-2016 年我国彩电零售规模	13
图 22 导光板结构图	14
图 23 全球导光板出货量 (按数量)	16
图 24 全球导光板出货数量 (按重量)	16

表目录

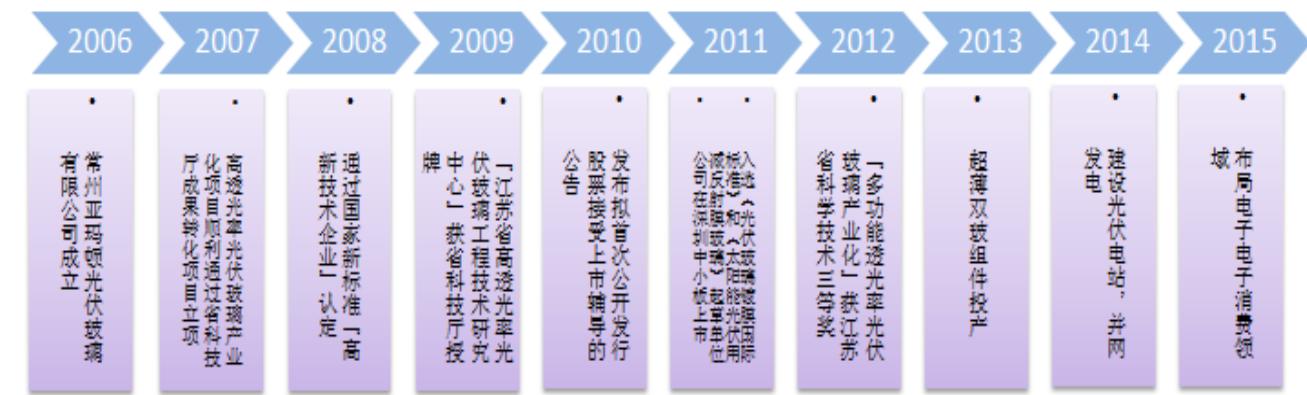
表 1 国家促进光伏产业发展的相关政策	7
表 2 传统光伏组件与超薄双玻组件的对比情况.....	7
表 3 2015-2017 年超薄双玻组件市场空间测算	10
表 4 2014 与 2015 年全球前五大液晶电视品牌出货量排名	11
表 5 2014 与 2015 年全球前六大电视面板厂出货表现	12
表 6 2016-2018 年公司大尺寸显示器盖板收入预测	14
表 7 传统板与亚玛顿导光板的对比情况	15
表 8 全球导光板行业竞争格局	15
表 9 亚玛顿 A 股可比上市公司估值	17
表 10 亚玛顿分产品盈利预测	17

一、AR玻璃行业龙头：去产品单一化，延伸产业链

1. 亚玛顿：AR玻璃行业标准起草者

公司是国内最早进入AR镀膜玻璃领域的企业，现已成长为行业的领军企业。公司有将近十年的从业经验，拥有多项核心技术和专利，包括产品生产工艺设计、生产线设计和制造、产品检验标准等自主研发工作。公司是《太阳能光伏减反射膜玻璃》和《光伏玻璃镀膜》行业标准的起草单位，技术实力强劲。

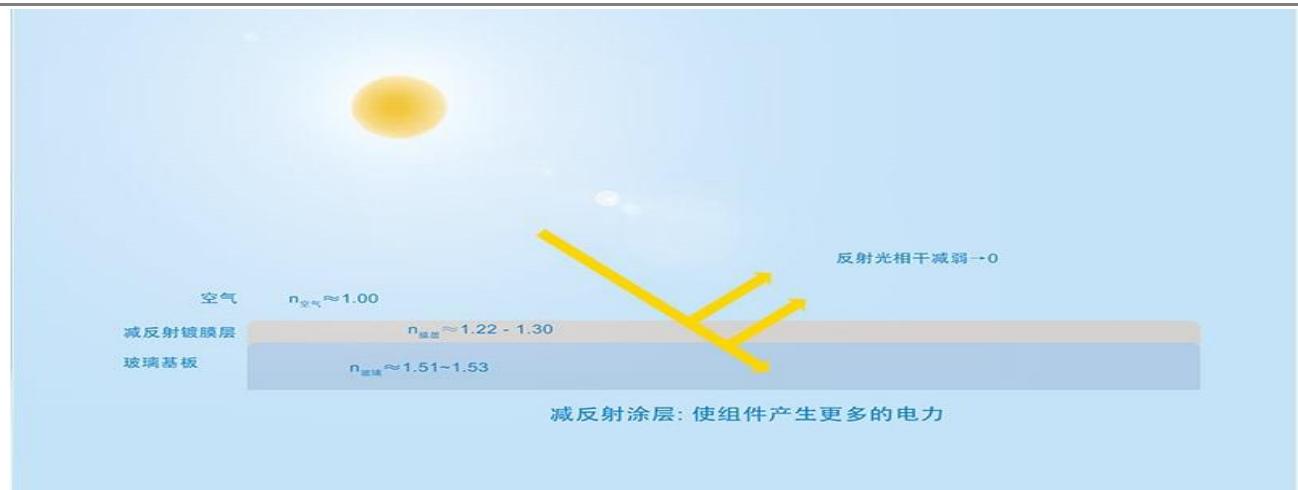
图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

公司在行业内最早研发了镀膜涂层技术，采用自行研发的纳米涂层在玻璃盖板上镀一层减反射薄膜，使光线能尽可能多的到达电池片从而有效提高组件发电功率。其中减反射镀膜涂层能够使宽光谱范围内的玻璃透光率增加3%及以上，使组件的平均功率增益达到3-5瓦，极大提高了组件的发电效率。

图 2 公司 AR 玻璃示意图

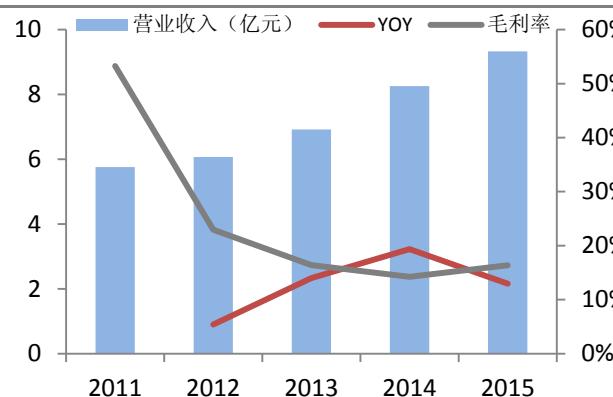


资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

2. 受益于光伏产业链回暖，AR玻璃营收保持10%以上稳定增长

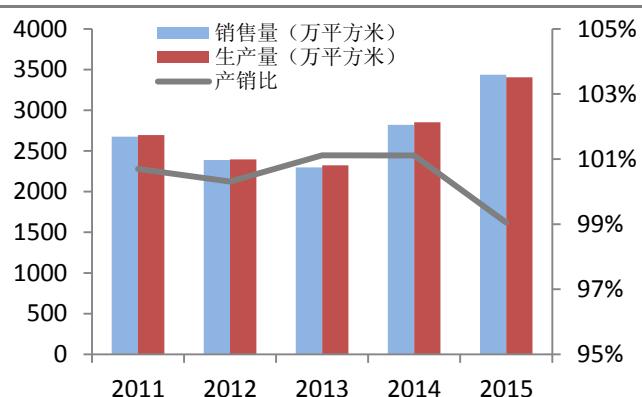
从 2011 年到 2015 年，公司 AR 玻璃营业收入保持 12.8%的复合增速，2015 年营业收入突破 9 亿元，毛利率达到 16.37%，同比增长 2.14 个百分点，AR 玻璃板块依然是公司业绩的主要支撑。2015 年销售量达到 3437.68 万平方米，公司 AR 玻璃的产销比常年维持在 1 左右，2015 年 AR 玻璃生产量在保持 20%增速下，产销比突破 1，达到 0.99，足以见得，公司产品销售势头良好。

图 3 公司 AR 玻璃营业收入、增速及毛利率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 公司 AR 玻璃产销量及产销比



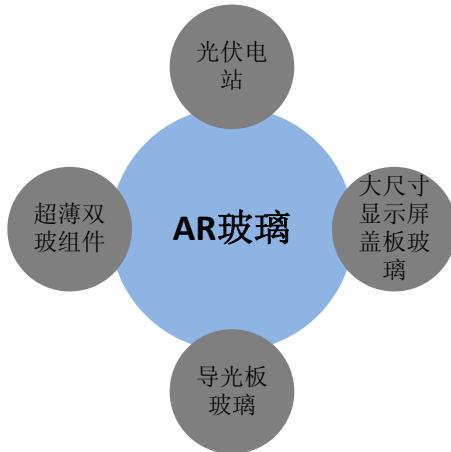
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

截止 2015 年底，公司全资子公司亚玛顿电力以及太阳能基金宁波亚玛顿自建光伏电站总容量约为 42.7MW，2016 年公司计划将自建不少于 200MW 的光伏电站。光伏电站的建设一方面将在未来给公司带来稳定的现金流，有助于提高公司的盈利水平；另一方面，将带动光伏电站上游的 AR 玻璃的出货量，提升业绩收入。

3. 产业链延伸，新产品、新领域确保内生增速继续保持

公司在不断稳固 AR 玻璃业务的龙头地位的同时，通过产业链纵向的延伸和跨产业布局，公司已经成功进入光伏电站，超薄双玻组件以及消费电子玻璃等领域，随着新产品的逐渐商业化放量，公司业绩将迎来新的增长极，公司自建光伏电站是为了双玻组件的示范工程及推广，所以我们报告将重点介绍公司超薄组件和电子消费玻璃。

图 5 公司主营业务



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

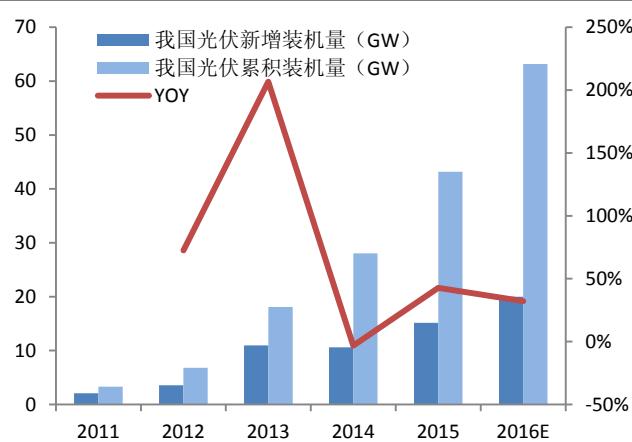
二 超薄双玻组件推进顺利，有望成为新的业绩支撑点

1. 光伏行业景气度回升，未来5年光伏装机容量将突破1.5亿千瓦

随着2013年政府推出分布式光伏上网补贴政策以及前期的供给侧收缩政策，光伏行业边际供需持续改善，整个光伏产业景气度明显回升。2015年我国光伏新增装机量达到15.13GW，同比增长42.7%，累计装机容量达到43.18GW。在硅片及组件方面，多晶硅新增产量16.2万吨，同比增长19.1%，电池组件的产量达到43GW，同比增长20.8%。

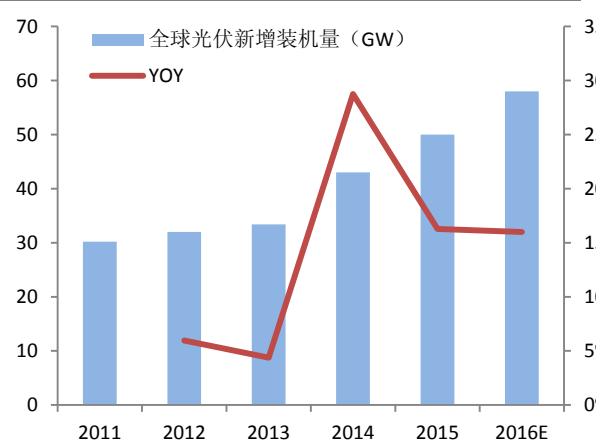
下游需求端景气度回升，超薄双玻组件潜在市场空间巨大。国家能源局提出“十三五”末我国累计光伏装机总量将达1.5亿千瓦，将达到“十二五”期间的3倍多，其中包含70GW的分布式光伏电站以及80GW的集中式光伏电站。光伏行业逐步回暖，需求端市场打开，公司双玻组件的出货量将因此受益。

图6 我国光伏新增装机量、增长率及累计装机量



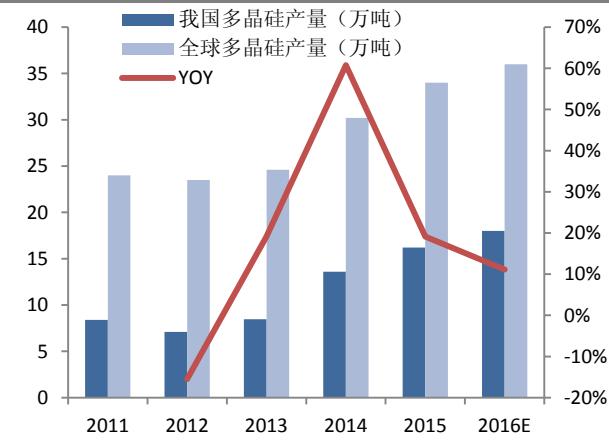
资料来源：中国光伏行业协会、中国中投证券研究总部

图7 全球光伏新增装机量及增长率



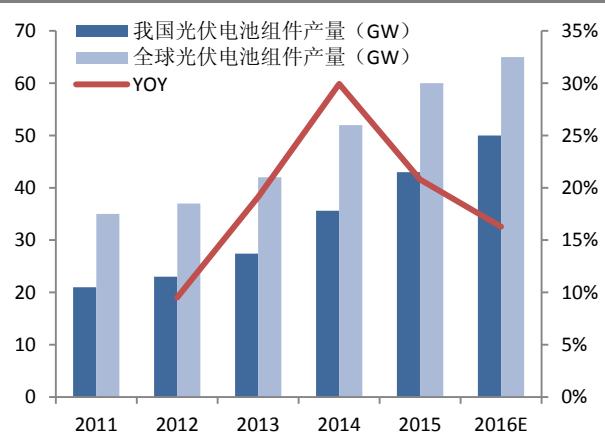
资料来源：中国光伏行业协会、中国中投证券研究总部

图8 我国多晶硅产量、增长率及全球多晶硅产量



资料来源：中国光伏行业协会、中国中投证券研究总部

图9 我国光伏电池组件产量、增长率及全球产量



资料来源：中国光伏行业协会、中国中投证券研究总部

表 1 国家促进光伏产业发展的相关政策

发布单位	内容
国家能源局	光伏“领跑者”计划是国家能源局2015年推出的一种促进先进光伏技术产品应用和产业升级的光伏扶持专项计划，旨在鼓励能效光伏“领跑者”产品的技术研发和推广。
国家能源局	2015年12月29日，国家能源局在2016年全国能源工作会议上提出今年光伏发电新增装机目标在1500万千瓦以上。“稳中求进”的新增装机指标再次印证了提质增效成为年度发展的基调。
国家能源局	2016年2月18日，国家能源局在北京召开《能源技术革命创新行动计划(2016-2030年)》专家座谈会，给能源技术创新提升了新的高度。
国家能源局	2016年3月3日，国家能源局印发《关于建立可再生能源开发利用目标引导制度的指导意见》(简称“《指导意见》”)，提出通过建立明确的可再生能源开发利用目标，到2020年，我国非水电可再生能源电力的消纳比重要达到9%。同时，根据国家能源局的“十三五”规划，“十三五”末我国累计光伏装机将达1.5亿千瓦，是“十二五”期间的3倍多。
政府工作报告	3月5日，国务院总理李克强在今年的政府工作报告中指出，能源生产和消费革命，关乎发展与民生，大力发展战略性新兴产业，要把节能环保产业打造成新兴的支柱产业。

资料来源：国家能源局、政府工作报告、中国中投证券研究总部

2. 双玻组件性能优势凸显，营收同比增长3.5倍

2015年公司超薄双玻组件营业收入为1.52亿元，同比增长358.75%，总销量38.76MW，同比增长51.23%。公司自建双玻组件光伏电站及超薄双玻光伏建筑一体化(BIPV)组件生产示范项目效果明显，性能优势逐步凸显，逐步得到市场认可。

图 10 公司自建电站示范项目

资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

图 11 BIPV 示范项目

资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

相对于传统组件，超薄双玻组件具有轻量化、长寿化，减少PID、无隐裂、无蜗牛纹、防火等级高等优点，可有效降低组件制造成本，提高光伏组件效率。同时该产品适用性更为广泛，可以运用到海边、雪地等环境条件严苛的地方。超薄双玻组件用玻璃替代传统组件的背板材料使得组件背板的透水率几乎为0，同时玻璃相较于传统背板材料有着更强的耐紫外线抗老化能力，能大大延缓组件的衰老过程，延长组件寿命。

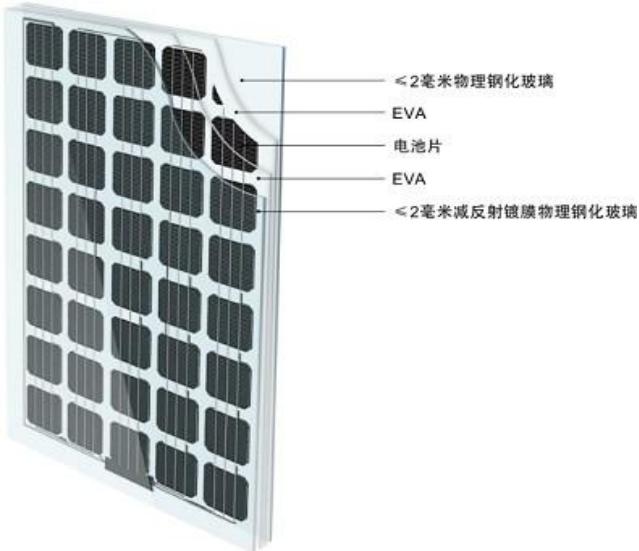
表 2 传统光伏组件与超薄双玻组件的对比情况

对比项目	传统组件	超薄双玻组件
重量	偏重	轻
寿命	25 年	30 年
透光性	低	高
衰减度	0.7%	0.5%
蜗牛纹	有	无
隐裂风险	有	无
防火等级	低	高
适用性	电站、农业大棚、屋顶等常规场所	除日常区域外，还可以应用于海边、雪地以及需要防火耐高温的区域

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司作为全球唯一一家用物理钢化技术规模化生产≤2.0mm 超薄双玻组件的企业，技术优势更加明显。目前，国内外做超薄玻璃的钢化技术主要采用的是化学钢化，即将玻璃浸泡在化学容器里进行化学反应制成，这种钢化方式污染大、成品率低、成本高，相同面积化学钢化成本是物理钢化的1.5倍左右，而亚玛顿已经完全实现物理钢化技术，具有很大的技术成本优势。

图 12 公司超薄双玻组件示意图



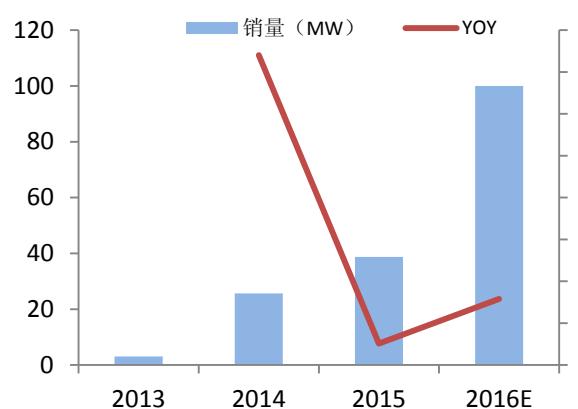
资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

超薄双玻组件前后均使用≤2mm 钢化玻璃，轻量化的特征是分布式光伏电站的最佳选择。公司生产的超薄无框双玻组件是目前世界上最轻薄的晶硅组件，每平米仅重8.5-12千克，可有效承受2400pa风压和5400pa雪压，对大多数仓库，车棚，露台，温室等屋顶结构承重要求不高，可以使得更多的屋顶适用于建设屋顶电站，减少屋顶覆盖材料的重复投资，让更多业主享受到光伏发电带来的益处。

3. 签订 3.14 亿大额订单，超薄双玻组件市场认可度快速提升

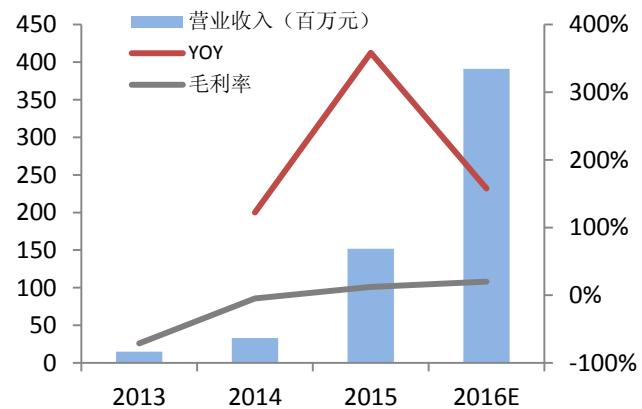
公司签订 3.14 亿的超薄双玻组件订单，占 2015 年营业收入的 28.75%。4 月 30 号，公司发布公告称，公司与中节能太阳能科技有限公司、南京中核能源工程有限公司签订了《中节能 80MW 渔光电站项目组件购销合同》，合同总金额约人民币 3.14 亿元，合同金额占本公司 2015 年经审计的营业收入的 28.75%。本次合同的签订有利于公司超薄双玻组件的市场推广，提高超薄双玻组件的市场份额，引导超薄双玻组件太阳能电站工程的示范效应，对于公司 2016 年度业绩的持续增长将产生积极影响。

图 13 2013-2016 年公司双玻组件销量及增长率



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 14 2013-2016 年公司双玻组件销量及毛利率



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

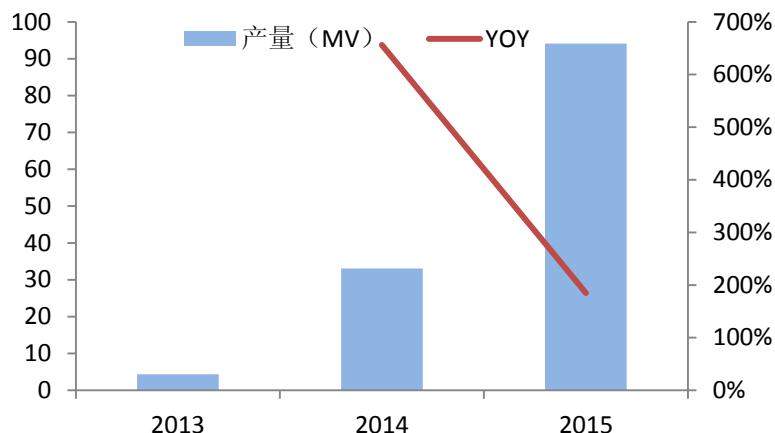
2016 年双玻组件销量将突破 100MW。从 2013 年到 2015 年公司超薄双玻组件销量的复合增长率达到 256.5%，营业收入突破 1.5 亿元。我们保守估计，随着双玻组件的市场认可度逐步提高，2016 年销量将会突破 100MW，毛利率进一步提升，营业收入达到 4 亿元左右，持续为公司提供业绩支撑。

4. 需求端持续向好，2016 年超薄双玻组件市场规模接近 100 亿

在内用与外销的双重刺激下，产能有望进一步释放。目前公司超薄双玻组件的产能为 450MW，且良品率保持在 99% 以上。2015 年超薄双玻组件的生产量为 94.13MW，产能利用率为 20.9%，这是处于比较低的产能。预计今年公司将会自建不少于 200MW 的光伏电站以及外销不少于 100MW 的双玻组件，这将极大的刺激公司释放产能。

公司积极拓展海外市场，以海外工厂的形式在迪拜设立子公司。迪拜地区得天独厚的自然条件及良好的光照条件，加上当地政府对光伏产业也比较支持，项目进展顺利，项目第一期建设 100MW 的超薄双玻组件生产线，预计今年二季度将会进行批量生产。公司提前在海外市场布局，一定程度上避免“双反”对产品推广的阻碍，为公司走向世界迈出了坚实的一步。

图 15 2013-2015 年公司超薄双玻组件的产量



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

随着光伏产业的内生增长及传统组件替代的双重拉动，根据我们测算，预计 2016 年、2017 年超薄双玻组件的市场规模将会达到 96.25 亿及 122.5 亿。我们假设：按照目前组件市场平均每瓦 3-4 元的价格，选择每瓦 3.5 元去计算，双玻组件占整个电池组件市场的 10% 的比例，超薄双玻凭借轻量化及在分布式光伏电站的优势占据双玻组件市场规模的 50%。

表 3 2015-2017 年超薄双玻组件市场空间测算

	2015	2016	2017
电池组件新增产量(GW)	43	50	60
电池组件累积存量(GW)	43.18	60	80
电池组件总量(GW)	86.18	110	140
单价(元/W)	3.5	3.5	3.5
需求产值(亿元)	3016.3	3850	4900
双玻组件占比		5%	5%
双玻组件规模(亿元)		192.5	245
超薄≤2mm 双玻组件占比		50%	50%
超薄双玻组件规模(亿元)	96.25		122.5

资料来源：国家能源局、中国中投证券研究总部

在“领跑者”计划和电价下调带来的抢装双重驱动下，我们预计 2016 年全年光伏装机总量将达到 20GW 以上，需求端持续拉动，对公司光伏产品放量有刺激作用，公司作为全球唯一家用物理钢化技术规模化生产≤2.0mm 超薄双玻组件的企业，技术优势明显，有望占据大部分超薄双玻组件的市场，这将很大程度上增厚公司业绩。

三、产品改造升级，进军消费电子领域

1. 携技术优势，布局大尺寸显示屏玻璃领域

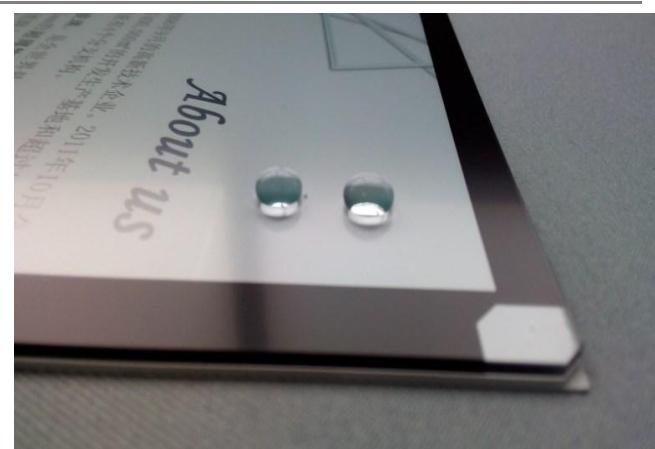
公司作为国内唯一一家能够生产≤2mm 轻质物理强化玻璃的企业，一直致力于往更薄玻璃应用领域的研究，并在薄玻璃上进行其他技术的研发和创新。此次公司成功跨界消费电子领域，体现了公司强大的技术实力，公司主要为超薄大显示屏提供≤2mm 的玻璃导光板和≤1.1mm 的玻璃盖板，导光板主要应用于液晶显示器（LCD）的背光模组，而盖板玻璃主要用于显示器的表面，起到保护作用，二者与液晶显示器的面板尺寸和数量是一一对应的关系，随着液晶显示器数量增加需求也将稳步增长。

图 16 公司导光板示意图



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

图 17 公司显示器盖板玻璃示意图



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

2. 下游需求端稳定，液晶电视年出货量保持在 2 亿台以上

2.1 液晶电视年出货量稳定，65+大屏幕是未来趋势

随着液晶电视的更新换代以及消费升级，从需求端为公司的大尺寸显示器盖板玻璃提供了潜在市场。2015 年全球液晶电视总出货量为 2.15 亿台，同比下滑 0.6%，基本保持稳定的出货量。

表 4 2014 与 2015 年全球前五大液晶电视品牌出货量排名

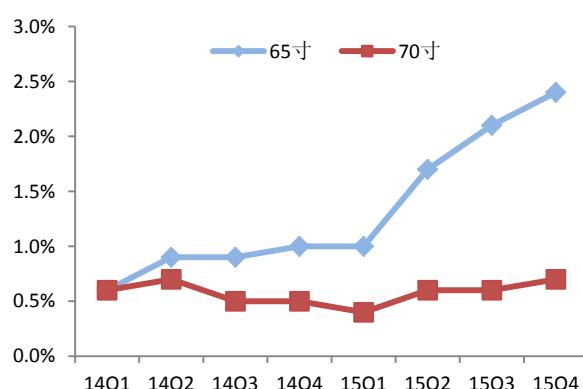
品牌商	2015		2014		YOY
	排名	出货量(百万台)	排名	出货量 (百万台)	
Samsung	1	47.9	1	48.5	-1.2%
LGE	2	29.4	2	31.9	-7.8%
TCL	3	13.1	3	13.1	0.2%
Hisense	4	12.8	4	12.6	1.6%
Sony	5	12.1	5	15	-19.3%
Others		99.7		95.2	4.7%

总出货量(百万台)	215.0	216.3	-0.6%
-------------	-------	-------	-------

资料来源 : WitsView、中国中投证券研究总部

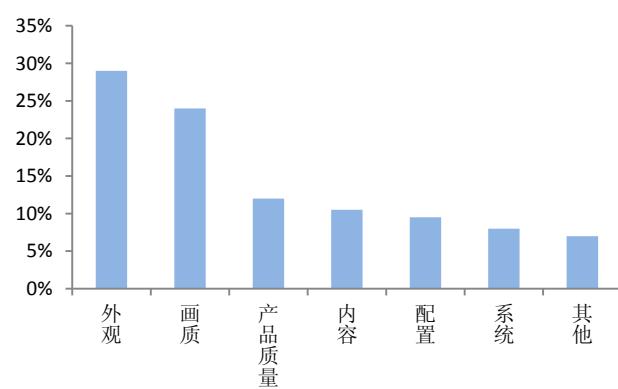
产品消费升级，65+大屏幕是未来趋势。2015 年，消费市场对超大屏电视的需求快速增长，65 寸、70 寸等超大屏幕市场的增势更为显著，在过去的一年里，70 寸的市场份额增长了一倍以上，彩电的大屏化趋势非常明显。其中激光影院电视将进一步激发用户对超大屏电视的需求。除此之外，消费者需求呈现出“高大上”的特点：高品质、大尺寸和上等体验。外观、画质、产品质量、内容、配置、智能系统是消费者购买时考虑的关键要素。

图 18 2014-2015 大尺寸 TV 份额变化



资料来源 : AVC、中国中投证券研究总部

图 19 2015 年消费者的需求情况



资料来源 : 2015 年电视产业发展大数据报告、中国中投证券研究总部

2.2 液晶面板市场占有率达到提升，预计 2016 年出货量达 2.63 亿片

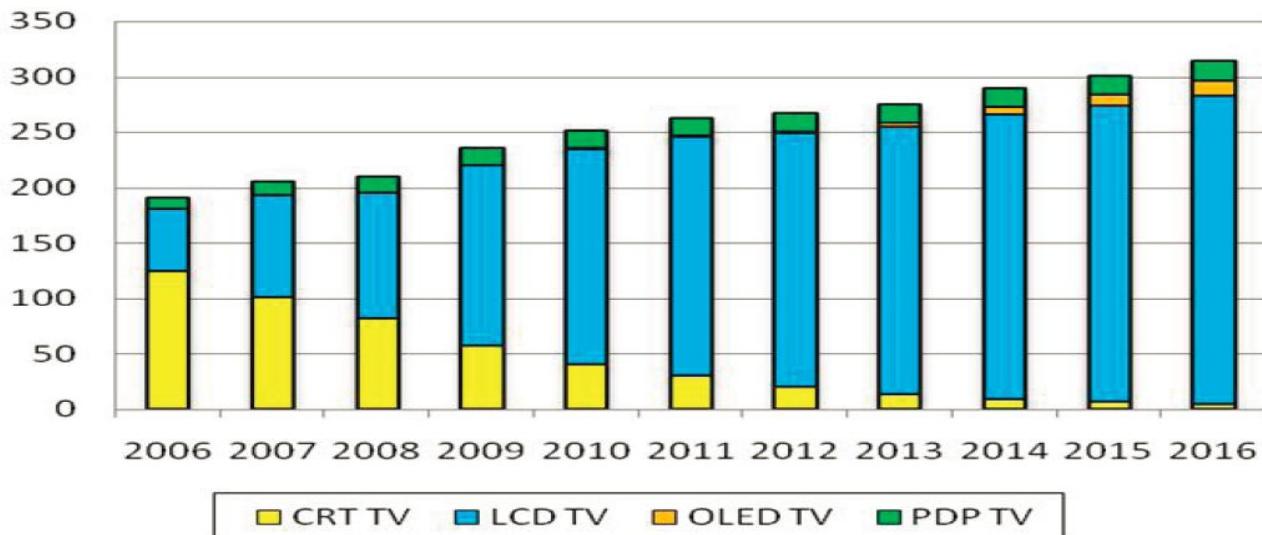
2015 年全球前六大面板厂出货量达到 2.7 亿台，同比增长 8.9%，其中目前已是公司客户的京东方出货 3566 万台，同比增长 148.5%，这无疑对公司的产品销售是个利好。根据 DisplaySearch 的调查数据显示，液晶电视面板的市场占有率稳步提升，达到 85%，出货量保持良好的增长势头，预计 2016 年将达到 262.6 万片，且尺寸呈大型化趋势。

表 5 2014 与 2015 年全球前六大电视面板厂出货表现

面板商	排名	2015 年出货量(百万台)	2014 年出货量(百万台)	YOY
乐金显示器	1	55.3	51.95	6.4%
群创	2	51.73	50.16	3.1%
三星显示器	3	50.9	55.36	-8.0%
京东方	4	35.66	14.35	148.5%
友达	5	27.18	28.78	-5.6%
华星光电	6	25.52	24.66	3.5%
总出货量(百万台)		269.79	247.67	8.9%

资料来源：WitsView、中国中投证券研究总部

图 20 全球液晶电视面板市场容量



资料来源：DisplaySearch、中国中投证券研究总部

3. 需求端突破千万级，大尺寸电视盖板玻璃市场空间巨大

目前公司生产的大尺寸盖板玻璃已经在 55 寸液晶显示屏小批量试样，预计 2016 年第三季度开始批量生产。现在公司的客户主要是京东方，后续有望拓展康宁等大客户，公司多年专注特种玻璃领域拥有深厚的技术积淀，可确保产品良品率维持较高水平。

预计 2016 年我国彩电零售规模就突破 4700 万台，潜在市场空间十分广阔。根据奥维云网（AVC）数据预测，2016 年国内彩电零售量达 4739 万台，同比上涨 1.4%；彩电零售额 1611 亿元，同比上涨 2.5%，其中 55+以上大屏电视将会占到 29%。随着 2016 年二季度公司大尺寸显示器盖板玻璃的量产，下半年有望抓住彩电产品消费升级带来的契机，出货量或因此受益，公司也将迎来新的业绩拐点。

图 21 2012-2016 年我国彩电零售规模



资料来源：奥威云网（AVC）、中国中投证券研究总部

我们粗略估计：2016-2018年55寸以上大屏电视盖板需求约1400万张、1540万张和1694万张，2017-2018年将分别给公司带来9800万元和17500万元的收入，为业绩增长带来新动力。假设：公司可以拿到1%的市场份额，以均价350元的价格去计算，毛利率在20%左右。

表 6 2016-2018年公司大尺寸显示器盖板收入预测

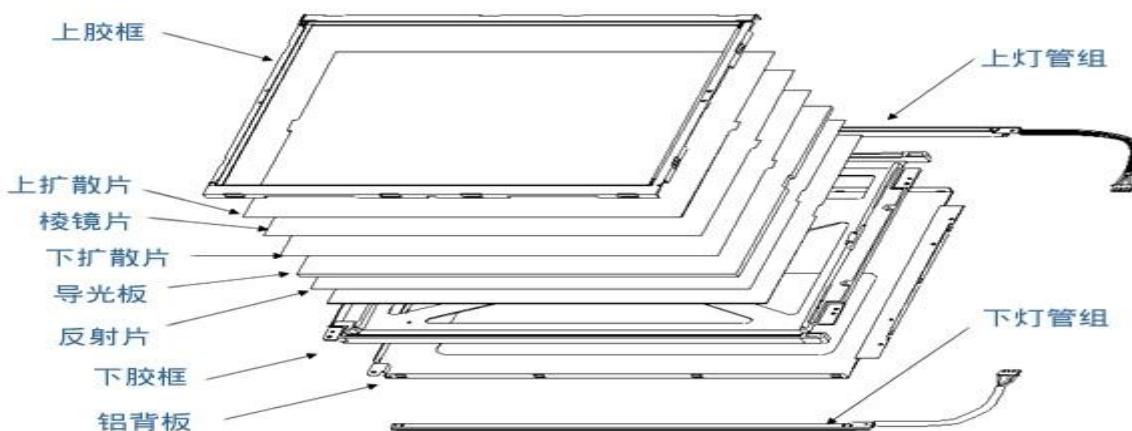
	2016	2017	2018
55寸以上盖板需求(万张)	1400	1540	1694
增速		10%	10%
销量(万张)		28	50
价格(元/张)		350	350
毛利率		20%	20%
营业收入(万元)		9800	17500
营业利润(万元)		1960	3500

资料来源：奥威云网（AVC）、中国中投证券研究总部

4. 新产品、新蓝海，导光板玻璃打开进口替代市场

与传统板相比，亚玛顿导光板光转换率高30%以上，功耗低，产品轻薄，使用寿命较长。导光板是一种光学材料，主要用于液晶显示屏，是将线光源转变为面光源的高科技产品。公司采用超薄物理钢化玻璃为基材，运用LCD显示屏及笔记本电脑的背光模组技术，透过导光点的高光线传导率，经电脑对导光点计算，使导光板光线折射成面光源均光状态制造成型。

图 22 导光板结构图



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

目前导光板主要是 PMMA 等塑胶类材质，亚玛顿研发的玻璃导光板具有良好的导光性，适用于任何光源，光纤转化率高，同等面积发光效率高，功耗低，可根据客户需求进行定制，公司采用德国进口全自动精密玻璃生产线，比传统加工方法快 20 倍。

表 7 传统板与亚玛顿导光板的对比情况

对比项目	传统板	亚玛顿导光板
光转换率	较低	高 30%以上
寿命	6~7 年	8 年以上
功耗	高	低
成本	较高	低
轻薄	较厚	2mm 以下物理钢化超薄玻璃
生产速度	较慢	德国进口全自动精密玻璃生产线，较传统加工方法快 20 倍

资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

导光板行业竞争激烈，市场主要被韩日所垄断。大尺寸液晶显示器用导光板的生产最早由日本垄断，2014 年日本三菱、旭化成、住友化学等三家公司占有导光板市场 80% 以上。但近几年台湾厂商逐渐进入这一领域，奇美、辅祥等厂家已逐步占领了较大的市场份额。日本的厂商逐步退出导光板及扩散板生产行业，专注于上游原材料的研发和销售。

表 8 全球导光板行业竞争格局

公司名称	国家/地区	PMMA 原料	挤出工艺	浇注工艺
三菱丽阳	日本	*		*
奇美实业	台湾	*	*	
辅祥实业	台湾	*	*	
丰盛光电	中国		*	
住友化学	日本	*		
旭化成	日本	*	*	
可乐丽	日本	*		
LG MMA	韩国	*		
Daesan MMA	韩国	*		
DKC	韩国		*	

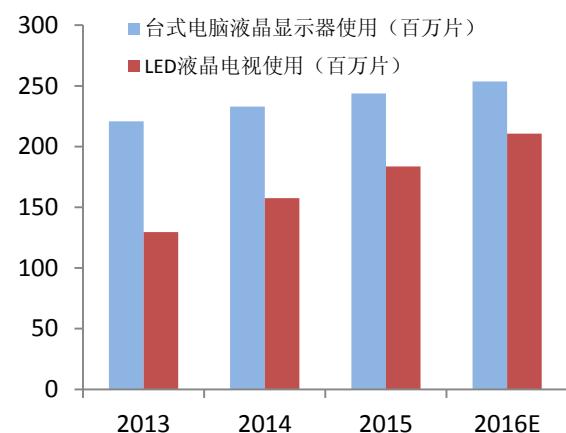
Heesung Elec	韩国	*
New Optics	韩国	*
Seronics	韩国	*
S-Polytech	韩国	*

注 : * 表示公司目前从事的 PMMA 原料生产或是导光板生产

资料来源 : Display Bank、中国中投证券研究总部

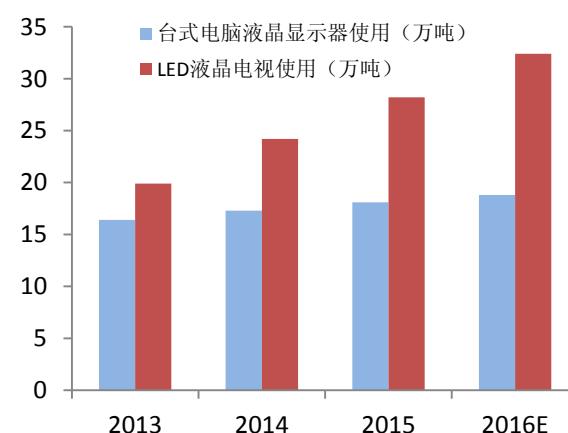
2015 年全球传统塑胶材质导光板出货 4.27 亿片 , 亚玛顿新型玻璃导光板有望形成替代。 目前全球导光板主要是以塑胶材质为主 , 2015 年出货量为 4.27 亿片 , 换算成重量为 46.3 万吨 , 其中台式电脑液晶显示器出货量为 2.44 亿片 , LED 液晶电视出货量为 1.83 亿片。预计 2016 年全球导光板出货量将达到 4.64 亿片 , 同比增速为 8.6% , 共计 51.2 万吨。

图 23 全球导光板出货量 (按数量)



资料来源 : DisplaySearch、中国中投证券研究总部

图 24 全球导光板出货数量 (按重量)



资料来源 : DisplaySearch、中国中投证券研究总部

注 : 导光板的平均密度是 1.2 吨 /m³; 液晶显示器出货量最大的尺寸为 17 尺寸 , 其导光板的尺寸为 : 350*280*6 , 考虑切割利用率 95% 核算每片导光板重量为 0.7427KG , 全球出货吨数按平均 17 英寸估算。 LED 液晶电视出货量最大的是 32 英寸 , 其导光板的尺寸 : 7288418*4 , 考虑切割利用率 95% 核算每片导光板重量为 1.5375KG , 全球出货吨数按平均 32 英寸估算。

公司成功跨入导光板领域 , 进口替代空间巨大。 目前国内市场专业从事导光板生产的企业并不多 , 主要被韩日和台湾企业垄断市场 , 按市场价格 17000 元 / 吨计算 , 2016 年导光板的市场空间将达到 87.04 亿元 , 此次公司生产的 ≤2mm 物理钢化玻璃导光板携性能优势成功进入该领域 , 进口替代的潜在空间十分巨大。

四、盈利预测和投资建议

根据上文提到的 , 预计 2016 年我国光伏新装机总量为 20GW , 整个 “ 十三五 ” 期间累计装机总量为 1.5 亿千瓦。下游光伏电站的快速增长 , 将直接拉动公司 AR 玻璃的

出货量，公司将持续受益。我们从 wind 提取了 A 股光伏产业链中的六家上市公司数据，2016、2017 年 EPS 中位数为 0.39 和 0.56，对应的 PE 分别为 37.05 倍和 24.96 倍。

表 9 亚玛顿 A 股可比上市公司估值

代码	名称	收盘价	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2015PE	2016PE	2017PE
002506.SZ	协鑫集成	6.78	0.13	0.18	0.24	53.60	38.15	27.88
002129.SZ	中环股份	8.29	0.08	0.17	0.26	108.51	49.49	31.54
601012.SH	隆基股份	12.49	0.29	0.55	0.78	42.58	22.90	15.94
300296.SZ	利亚德	32.22	0.44	0.75	1.20	73.55	42.74	26.73
601908.SH	京运通	6.47	0.11	0.23	0.33	57.41	27.66	19.35
002180.SZ	艾派克	48.01	0.49	0.91	1.25	97.15	52.90	38.27
中位数			0.21	0.39	0.52	65.48	40.45	27.81

资料来源：Wind、中国中投证券研究总部（收盘价截止于 2016 年 6 月 5 日）

随着太阳能光伏产业链的持续回暖，超薄双玻组件和大尺寸显示器盖板玻璃的商业化放量，我们预计公司 2016-2018 年营业收入将分别为 13.56 亿元、18.69 亿元和 23.46 亿元，归母净利润为 0.78 亿元、1.43 亿元和 1.79 亿元，对应 EPS 为 0.48、0.89 和 1.12 元，估值为 60.17、32.61 和 26.03 倍，考虑到公司产品升级以及新产品的放量，未来三年公司业绩有望保持快速增长，请投资者重点关注，给予“推荐”评级。

表 10 亚玛顿分产品盈利预测

营业收入 (百万元)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
光伏 AR 玻璃	691.64	825.95	933.12	951.78	1,037.44	1,161.94
YOY	14.00%	19.42%	12.98%	2.00%	9.00%	12.00%
超薄双玻组件	14.90	33.10	151.70	391.00	625.6	860.20
YOY		122.15%	358.31%	157.75%	60.00%	38.00%
光伏电站		0.34	3.36	10.89	18.52	27.77
YOY			884.89%	224.00%	70.08%	50.00%
大尺寸显示器玻璃					98.00	175.00
YOY						78.57%
导光板玻璃					87.00	118.95
YOY						36.72%
其他业务收入		3.66	2.66	2.50	2.50	2.50

合计	706.54	863.05	1090.84	1356.17	1869.06	2346.36
YOY	15.29%	22.91%	26.58%	24.18%	37.82%	25.54%

资料来源：中国中投证券研究总部（数据截止 2016 年 6 月 5 日）

五、风险提示

1. 光伏产业链景气度下降

新增光伏装机总量低于预期，影响公司 AR 玻璃及超薄双玻组件的出货量；原片厂自主研发 AR 玻璃，市场竞争加剧，产品毛利率下降。

2. 新产品投放进度低于预期

公司大尺寸液晶电视显示器盖板玻璃及玻璃导光板量产投放市场的时间晚于预期，市场推进效果低不佳。

3. 光伏电站并网上线推迟

光伏电站发电并网政策发生重大变化，并网价格持续下降，降低公司业绩；电站并网上线时间晚于预期。

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1175	2509	2923	3339
现金	554	1667	1822	1956
应收账款	272	380	503	641
其它应收款	4	7	9	11
预付账款	22	32	44	54
存货	161	158	225	287
其他	161	264	320	390
非流动资产	1494	1330	1254	1170
长期投资	144	102	114	115
固定资产	798	843	826	777
无形资产	192	189	185	182
其他	361	197	129	96
资产总计	2669	3840	4178	4509
流动负债	463	547	728	868
短期借款	112	93	99	99
应付账款	71	96	128	159
其他	280	359	501	610
非流动负债	49	1058	1072	1084
长期借款	18	28	41	53
其他	31	1029	1031	1030
负债合计	512	1605	1800	1952
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	509	588	731	910
归属母公司股东权益	2157	2235	2378	2557
负债和股东权益	2669	3840	4178	4509

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-40	-3	99	71
净利润	55	78	143	179
折旧摊销	73	77	84	88
财务费用	-11	-37	-62	-67
投资损失	13	6	8	8
营运资金变动	-174	-126	-86	-143
其它	4	-2	13	7
投资活动现金流	-283	87	-27	-16
资本支出	368	0	0	0
长期投资	80	-103	12	1
其他	165	-16	-15	-15
筹资活动现金流	55	1030	81	79
短期借款	21	-19	6	0
长期借款	18	10	13	12
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	15	1038	62	67
现金净增加额	-266	1114	154	135

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	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1092	1356	1869	2346
营业成本	919	1145	1550	1938
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	32	39	54	68
管理费用	83	108	147	184
财务费用	-11	-37	-62	-67
资产减值损失	-6	7	6	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-13	-6	-8	-8
营业利润	60	85	163	206
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	66	91	169	213
所得税	12	14	26	33
净利润	55	78	143	179
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	55	78	143	179
EBITDA	122	126	185	227
EPS (元)	0.34	0.48	0.89	1.12
主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	26.6%	24.2%	37.8%	25.5%
营业利润	65.2%	41.1%	91.7%	26.7%
归属于母公司净利润	44.3%	42.1%	84.5%	25.3%
获利能力				
毛利率	15.9%	15.6%	17.1%	17.4%
净利率	5.0%	5.7%	7.7%	7.6%
ROE	2.5%	3.5%	6.0%	7.0%
ROIC	2.6%	2.6%	5.4%	7.3%
偿债能力				
资产负债率	19.2%	41.8%	43.1%	43.3%
净负债比率	25.32%	7.64%	7.86%	7.86%
流动比率	2.54	4.58	4.02	3.85
速动比率	2.19	4.29	3.70	3.51
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.42	0.47	0.54
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	13.26	13.71	13.83	13.48
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.48	0.89	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	-0.02	0.62	0.45
每股净资产(最新摊薄)	13.48	13.97	14.86	15.98
估值比率				
P/E	85.48	60.17	32.61	26.03
P/B	2.16	2.09	1.96	1.82
EV/EBITDA	33	32	22	18

相关报告

报告日期 报告标题

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,中国中投证券研究总部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。

闫广,中国中投证券研究总部建材行业研究员,毕业于香港中文大学,金融工程硕士

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,但我们将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