

亚玛顿 (002623)

推荐

行业：玻璃制造

## 产业链纵横延伸初见成效

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导光板等领域，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：

- ✧ **光伏减反玻璃业务依然是公司业绩支撑点，全年营收突破 9 亿元。**2016 年上半年光伏景气度回升，在“抢装潮”的带动下，光伏减反玻璃出货稳定，受制于上半年原片供应短缺的影响，出货量略有下滑，预计 AR 玻璃全年销售量达到 3200 万平方米，营业收入突破 9 亿元，毛利率为 15%。
- ✧ **超薄双玻组件推进平稳，2016 年外销有望突破 150MW。**公司通过自建光伏电站积极推广超薄双玻组件，性能优势逐步凸显，上半年与中节能签订 80 MW 订单，其二三期工程正在洽谈中，双方合作意向明显，2016 年销量有望突破 150MW，营收接近 5 亿元。
- ✧ **布局消费电子领域，新型导光板初露锋芒。**公司新型 2mm 钢化玻璃导光板已经小批量生产，成品率趋于稳定，相较于传统亚克力材质的导光板，2mm 钢化玻璃导光板具有使用寿命长，导光均匀的特点，其成本比传统导光板低 1/3 左右，目前公司已经与一些电视厂商洽谈合作，预计今年增厚营收 1 亿元左右，毛利率在 20%以上。
- ✧ **光伏电站并网发电突破 150MW，售电贡献超额收益。**为推广超薄双玻组件，公司持续自建电站，预计今年自建电站 100-150MW，目前公司并网发电量突破 150MW，且均处于山东、江苏光照较好的地方，每度电补贴 1 元，我们估计，今年售电收入将超过 5000 万元，为公司带来超额收益。
- ✧ **给予“推荐”评级，建议投资者重点关注。**预计 17-18 年公司净利润为 0.72/1.32 亿元，给予 17 年 50 倍 PE，目标价 41 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	1481	1946	2432
收入同比(%)	27%	36%	31%	25%
归属母公司净利润	55	72	132	182
净利润同比(%)	44%	32%	83%	38%
毛利率(%)	15.9%	15.6%	16.8%	17.8%
ROE(%)	2.5%	3.2%	5.6%	7.2%
每股收益(元)	0.34	0.45	0.82	1.14
P/E	112.25	85.21	46.50	33.67
P/B	2.84	2.76	2.60	2.42
EV/EBITDA	45	42	30	22

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： 41

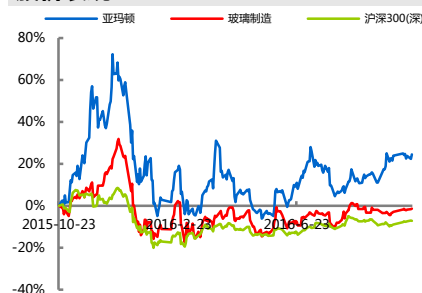
当前股价： 38.18

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)	61
流通市值(亿元)	61
成交量(百万股)	2.96
成交额(百万元)	112.65

### 股价表现



### 相关报告

《亚玛顿-传统业务小幅下滑，超薄双玻组件业绩亮眼》2016-08-25

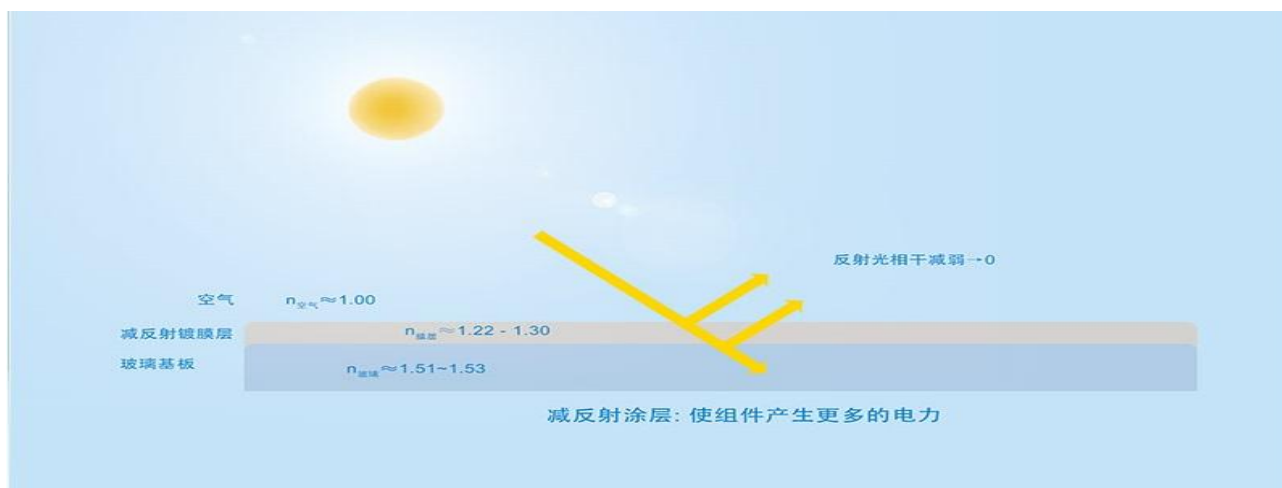
《亚玛顿-超薄双玻组件与消费电子玻璃两翼齐飞，打造新的业绩增长极》

2016-06-07

## 一、光伏减反玻璃依旧是业绩主要支撑点

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 2.5%-3%及以上,总透光率达到 94%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 1 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

公司光伏减反玻璃的生产工艺要经过磨边,清洗,镀膜及钢化等工序,其中钢化是整个生产工艺中的核心,公司是国内唯一一家掌握 2mm 及以下物理钢化玻璃生产技术的企业,具有明显的技术优势。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。

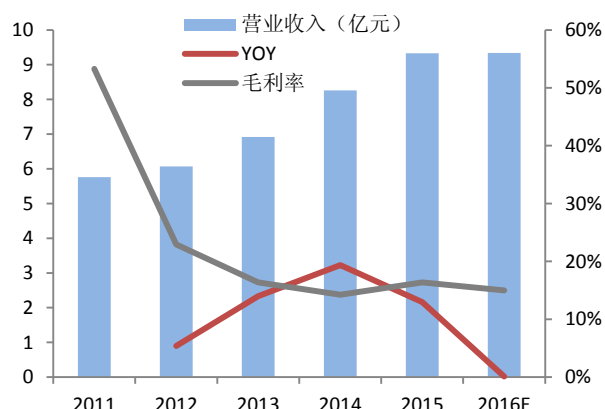
图 2 AR 玻璃生产工艺



资料来源:公司资料、中国中投证券研究总部

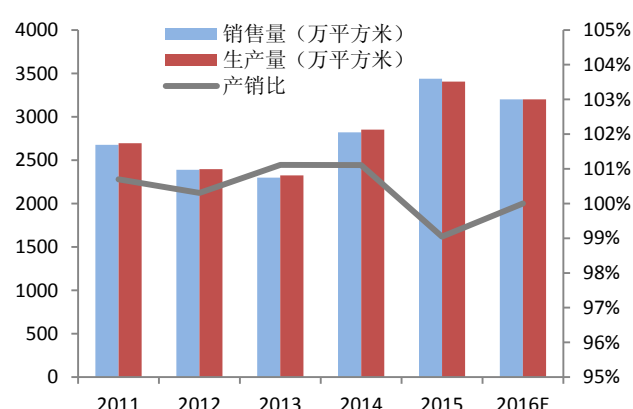
从 2011 年到 2015 年,公司 AR 玻璃营业收入保持 12.8%的复合增速, 2016 年上半年光伏景气度回升,在“抢装潮”的带动下,光伏减反玻璃出货稳定,受制于上半年原片供应短缺的影响,出货量略有下滑,预计 AR 玻璃全年销售量达到 3200 万平方米,营业收入突破 9 亿元,毛利率为 15%,依旧是公司业绩的主要支撑点。

图 3 公司 AR 玻璃营业收入、增速及毛利率



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 公司 AR 玻璃产销量及产销比

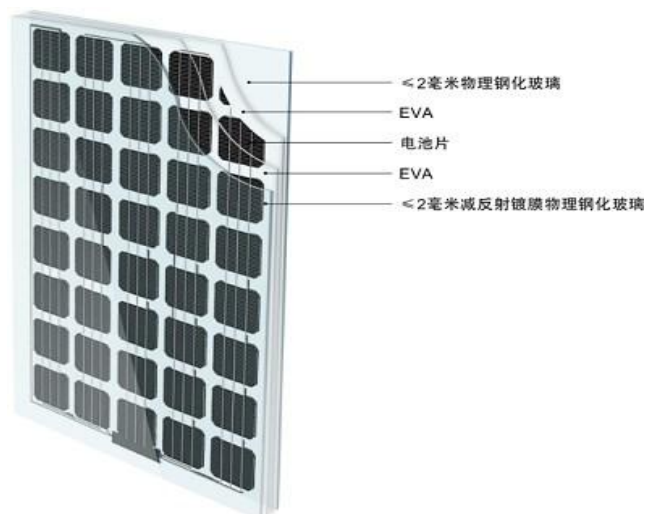


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 二、超薄双玻组件迎来爆发，2016 年销量突破 150MW

**超薄双玻组件前后均使用 $\leq 2\text{mm}$  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。

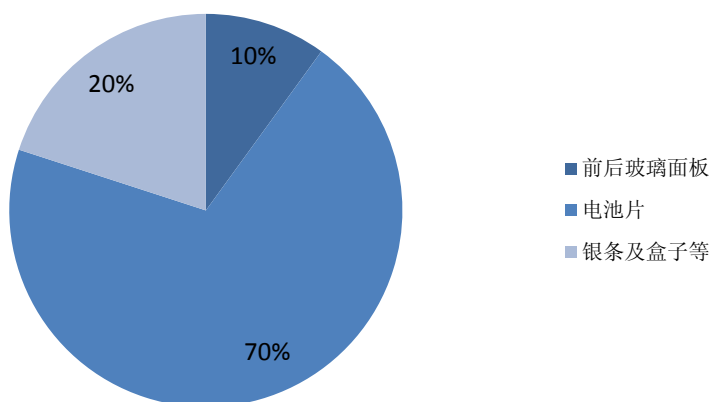
图 5 公司超薄双玻组件示意图



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

超薄双玻组件成本主要由前面的 AR 玻璃及背板玻璃，电池片，银条、胶及外置盒子等构成，其中电池片占据整个组件成本的 70%左右。

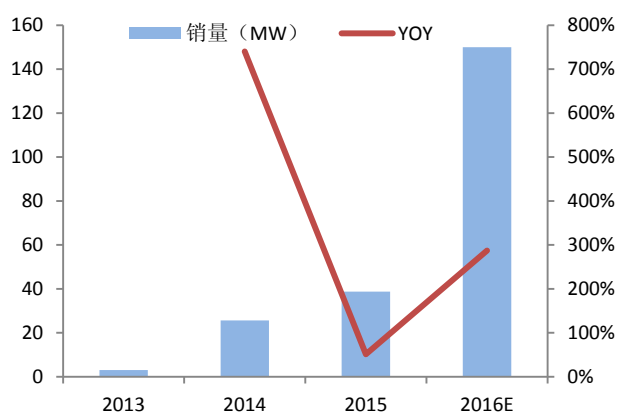
图 6 公司超薄双玻组件成本构成



资料来源：公司资料、中国中投证券研究总部

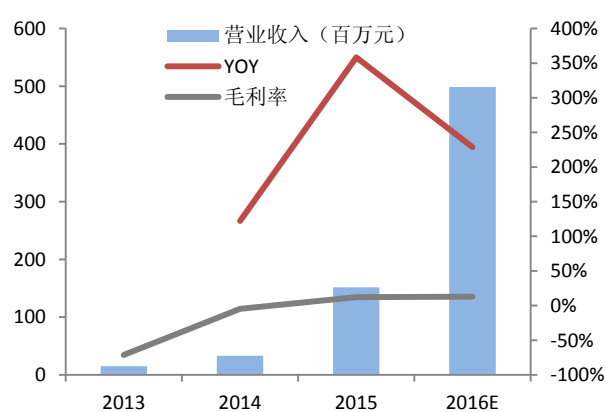
**下游需求端景气度回升，超薄双玻组件潜在市场空间巨大。**国家能源局提出“十三五”末我国累计光伏装机总量将达 1.5 亿千瓦，将达到“十二五”期间的 3 倍多，其中包含 70GW 的分布式光伏电站以及 80GW 的集中式光伏电站。光伏行业逐步回暖，需求端市场打开，公司双玻组件的出货量将因此受益。公司通过自建光伏电站积极推广超薄双玻组件，性能优势逐步凸显，上半年与中节能签订 80 MW 订单，其二三期工程正在洽谈中，双方合作意向明显，2016 年销量有望突破 150MW，营收接近 5 亿元。

图 7 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 8 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

**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，预计今年十月份建设完成。公司提前在海外布局，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。

**16、17 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 1 2015-2017 年超薄双玻组件市场空间测算**

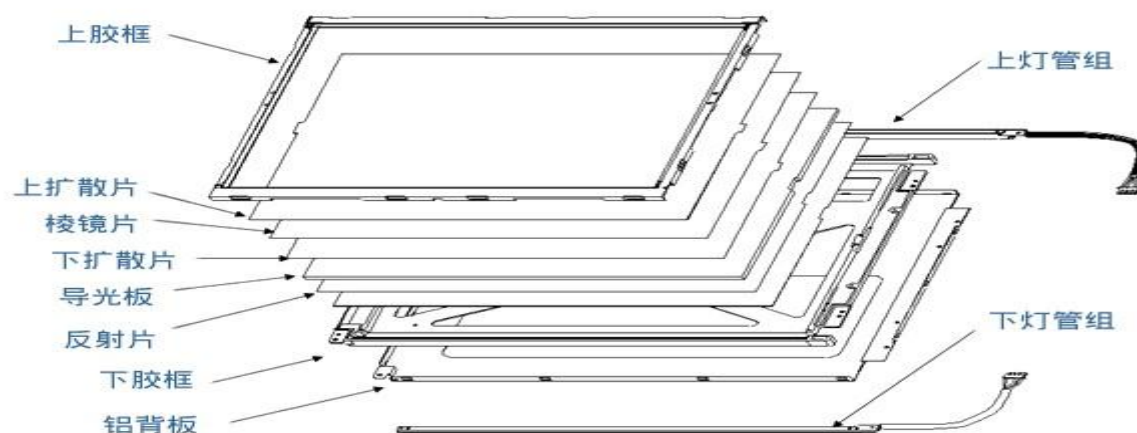
	2015	2016	2017
电池组件新增产量(GW)	43	50	60
电池组件累积存量(GW)	43.18	60	80
电池组件总量(GW)	86.18	110	140
单价 (元/W)	3.5	3.5	3.5
需求产值 (亿元)	3016.3	3850	4900
双玻组件占比		5%	5%
双玻组件规模 (亿元)		192.5	245
超薄≤2mm 双玻组件占双玻组件比例		50%	50%
超薄双玻组件规模(亿元)		96.25	122.5

资料来源：国家能源局、中国中投证券研究总部

### 三、进军消费电子领域，新型导光板渐露锋芒

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 9 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 2 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 3 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		*	



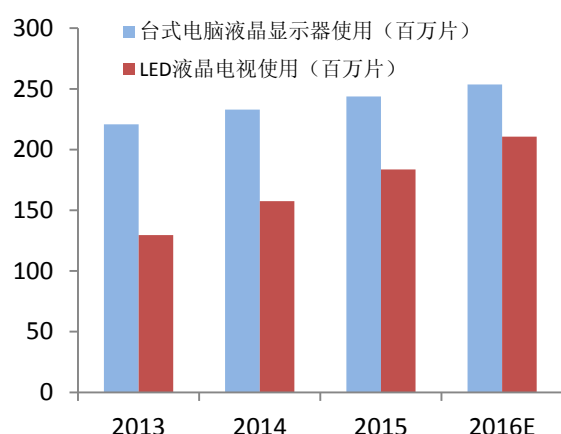
Heesung Elec	韩国	*
New Optics	韩国	*
Seronics	韩国	*
S-Polytech	韩国	*

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

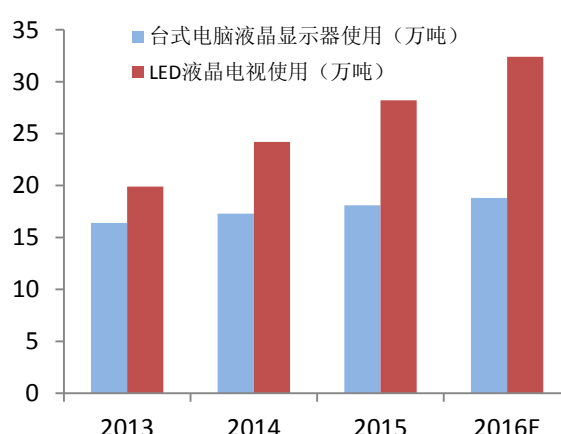
**2015 年全球传统塑胶材质导光板出货 4.27 亿片，亚玛顿新型玻璃导光板有望形成替代。**目前全球导光板主要是以塑胶材质为主，2015 年出货量为 4.27 亿片，换算成重量为 46.3 万吨，其中台式电脑液晶显示器出货量为 2.44 亿片，LED 液晶电视出货量为 1.83 亿片。预计 2016 年全球导光板出货量将达到 4.64 亿片，同比增速为 8.6%，共计 51.2 万吨。

图 10 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 11 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/m<sup>3</sup>；液晶显示器出货量最大的尺寸为 17 英寸，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：728\*418\*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。

**公司迈入导光板领域，进口替代空间巨大。**公司新型 2mm 钢化玻璃导光板已经小批量生产，成品率趋于稳定，其成本比传统导光板低 1/3 左右，产能设计为 100 万片。目前公司与一些电视厂商已洽谈合作，预计今年增厚营收 1 亿元左右，毛利率在 20% 以上。按照目前大尺寸导光板 450 元/片的价格估算，进口替代空间接近 1000 亿。

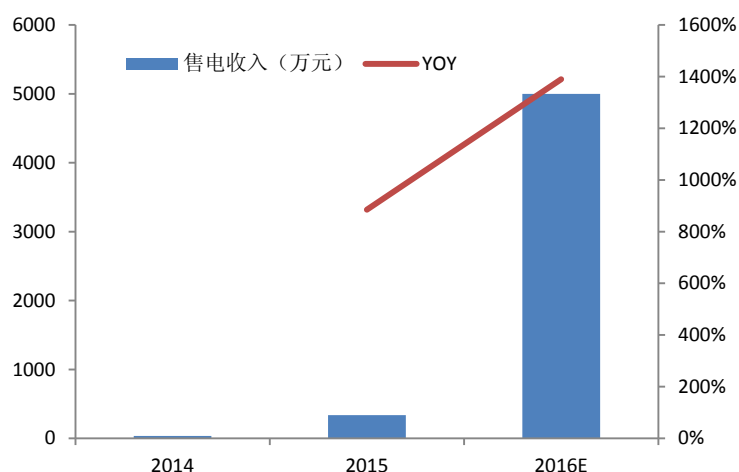
## 四、光伏电站并网发电达 150MW，贡献超额收益

目前公司并网发电达 150MW，今年预计新建 100-150MW 光伏电站，待建设完成后，公司总发电量将突破 200MW，公司并网发电的电站大多数在今年上半年完成，

请务必阅读正文之后的免责条款部分

所以国家补贴仍按 2015 年标准（1 元/度）进行补贴，预计今年售电收入将突破 5000 万元，毛利率 54%左右，持续为公司业绩带来增长。

**图 12 公司光伏电站售电收入及增速**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 五、盈利预测和投资建议

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导光板的商业化放量，我们预计公司 2016-2018 年营业收入将分别为 14.8 亿元，19.46 亿元和 24.32 亿元，归母净利润为 0.72 亿元，1.32 亿元和 1.82 亿元，对应 EPS 为 0.45、0.82 和 1.14 元，估值为 85.21、46.5 和 33.67 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 4 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	933.12	989.11	1088.02
YOY	14.00%	19.42%	12.98%	0%	6.00%	10.00%
超薄双玻组件	14.90	33.10	151.70	495	680	850
YOY		122.15%	358.31%	226.3%	37.00%	25.00%
光伏电站		0.34	3.36	50	66	82.5
YOY			884.89%	1388.1%	32.00%	25.00%
大尺寸显示器玻璃					70.00	133.00
YOY						90%
导光板玻璃				80	138	276
YOY					72.5	100%
其他业务收入		3.66	2.66	2.50	2.50	2.50
合计	706.54	863.05	1090.84	1480.62	1945.61	2432.02



YOY	15.29%	22.91%	26.58%	35.57%	31.40%	25.00%
-----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：中国中投证券研究总部（数据截止 2016 年 10 月 20 日）

## 六 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
<b>流动资产</b>	1175	2538	2927	3342
现金	554	1625	1782	1912
应收账款	272	415	524	665
其它应收款	4	8	10	12
预付账款	22	35	46	55
存货	161	173	235	296
其他	161	283	331	402
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	2669	3869	4182	4512
<b>流动负债</b>	463	589	755	892
短期借款	112	93	99	99
应付账款	71	105	134	164
其他	280	391	523	629
<b>非流动负债</b>	49	1058	1072	1084
长期借款	18	28	41	53
其他	31	1029	1031	1030
<b>负债合计</b>	512	1646	1828	1976
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	576	708	889
归属母公司股东权益	2157	2223	2354	2536
<b>负债和股东权益</b>	2669	3869	4182	4512

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	-40	-38	103	69
净利润	55	72	132	182
折旧摊销	73	77	84	88
财务费用	-11	-36	-61	-65
投资损失	13	6	8	8
营运资金变动	-174	-159	-71	-150
其它	4	0	12	7
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	55	1022	80	77
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	1031	61	65
<b>现金净增加额</b>	-266	1071	156	131

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
<b>营业收入</b>	1092	1481	1946	2432
营业成本	919	1250	1619	1998
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	32	43	57	71
管理费用	83	118	153	191
财务费用	-11	-36	-61	-65
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
<b>营业利润</b>	60	89	161	221
营业外收入	11	0	0	0
营业外支出	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	66	85	156	216
所得税	12	13	24	34
<b>净利润</b>	55	72	132	182
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	55	72	132	182
EBITDA	122	131	184	243
EPS (元)	0.34	0.45	0.82	1.14

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	26.6%	35.6%	31.4%	25.0%
营业利润	65.2%	48.6%	79.5%	37.4%
归属于母公司净利润	44.3%	31.7%	83.2%	38.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.9%	15.6%	16.8%	17.8%
净利率	5.0%	4.9%	6.8%	7.5%
ROE	2.5%	3.2%	5.6%	7.2%
ROIC	2.6%	2.9%	5.3%	8.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.2%	42.6%	43.7%	43.8%
净负债比率	25.32%	7.45%	7.74%	7.77%
流动比率	2.54	4.31	3.88	3.75
速动比率	2.19	4.01	3.56	3.41
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.41	0.45	0.48	0.56
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	13.26	14.22	13.57	13.40
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.45	0.82	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	-0.24	0.65	0.43
每股净资产(最新摊薄)	13.48	13.89	14.71	15.85
<b>估值比率</b>				
P/E	112.25	85.21	46.50	33.67
P/B	2.84	2.76	2.60	2.42
EV/EBITDA	45	42	30	22

## 相关报告

报告日期	报告标题
2016-08-25	《亚玛顿-传统业务小幅下滑，超薄双玻组件业绩亮眼》
2016-06-07	《亚玛顿-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》

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