



买入（维持）

所属行业：建筑材料/玻璃制造
当前价格(元)：17.02

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

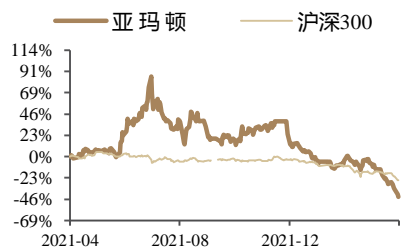
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

杨东谕

邮箱：yangdy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-39.21	-40.70	-40.82
相对涨幅(%)	-29.86	-23.44	-21.12

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《亚玛顿(002623.SZ)：成本上涨和价格下行影响业绩，22年原片注入有望拉升盈利》，2022.3.30
- 《亚玛顿(002623.SZ)：原片资产注入落地，一体化助力差异化竞争》，2022.1.5

亚玛顿(002623.SZ)：22Q1出货淡季不淡，成本高企影响业绩

投资要点

- **事件**：公司发布2022年第一季度报告，实现营业收入7.06亿元，同比增长22.37%；归母净利润1104.02万元，同比减少76.04%；扣非净利润411.45万元，同比减少89.98%；基本每股收益0.06元。
- **22Q1出货高增长，成本+价格压力挤压盈利空间**。21Q1受光伏装机大幅增长和光伏玻璃产能未释放影响，光伏玻璃供需失衡下价格大幅上涨，而21年下半年以来，随着产能快速释放并且光伏装机不及预期，光伏玻璃价格走低，22Q1 3.2mm深加工均价约25.4元/平米，同比21Q1均价41.4元/平米下降39%。在去年同期价格高基数背景下，受出货量大幅增长拉动，公司22Q1营收保持较高增长。22Q1毛利率约4.99%，同比下滑8.72pct，营业成本同比增长34.5%，高于营收增速。一方面由于光伏玻璃价格相较21Q1走低，另一方面占生产成本60%以上的纯碱/石英砂/天然气等原燃材料价格走高，其中22Q1重质纯碱全国均价约2543.9元/吨，同比上涨约61.1%，价格走低和成本上涨双重压力下公司盈利空间受挤压。现金流方面，22Q1公司应收账款和应收票据当季增长1.89亿，对比去年同期约增加5.09x，经营现金流量净额较上年同期减少732.83%，主要受购买原材料转账支付增加/下游承兑汇票支付增加影响。我们认为，经过两轮价格上调，3.2mm光伏玻璃上涨到27.5元/平米，Q2公司盈利有望好转，同时公司去年7/9月份点火投产的凤阳原片窑炉目前已度过爬坡期，产能与深加工匹配，成品率稳定，22年公司产能将进一步释放。
- **原片产能扩建稳步推进，凤阳资产注入有望拉升利润**。除在产3*650t/d原片产线外，集团计划在凤阳硅谷分两期建设4*1000t/d的原片产能，目前已于4月参加安徽光伏玻璃听证会，一期2*1000t/d原片产能预计23年投产，带来中期业绩增量。凤阳硅谷并购计划正有序进行，未来3*650t/d的原片产能注入将大幅提升公司盈利空间。在光伏玻璃业务上，凭借在超薄玻璃领域的技术优势，公司坚定差异化竞争策略，今年2.0mm占整体出货比例有望继续提升。3月下旬以来，华东疫情多点蔓延，公司生产未受影响，物流受限对需求造成一定影响，随着复工复产推进，需求将逐步恢复。
- **电子玻璃技术提升，坚定玻璃生产一体化战略**。公司同日发布公告子公司拟在安徽凤阳投资建设建设年产500万台大尺寸显示光学贴合生产线，项目投资约28.96亿元，其中一期年产能100万台，二/三期项目年产能200万台。21年电子玻璃产销量同比接近翻倍，公司凭借多年技术累积，在电子玻璃/贴合工业等方面取得突破性进展，产品已对大客户销售放量或获得认证。近年来公司逐步出售电站资产，此次电子玻璃新产能建设，公司进一步明确光/电玻璃生产一体化战略。
- **投资建议**：考虑2022年凤阳深加工线继续投产，公司22年出货量预计保持较高增速，由于目前公司尚未完成凤阳原片资产注入，因此原片销售暂时不纳入盈利预测范围。我们维持公司22-24年归母净利润预测为2.57/4.23/5.95亿元，对应EPS分别为1.29/2.12/2.99元，PE估值13.2/8.01/5.70倍，考虑公司在大尺寸超薄领域领先优势和差异化竞争策略，维持“买入”评级。
- **风险提示**：光伏玻璃产能大幅扩张超预期，原燃料价格大幅上涨超预期，公司光伏玻璃原片/深加工产能建设进度不及预期，电子玻璃市场拓展不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	199.06
流通 A 股(百万股):	198.64
52 周内股价区间(元):	17.02-55.93
总市值(百万元):	3,388.04
总资产(百万元):	4,714.39
每股净资产(元):	16.52

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,803	2,032	3,360	4,251	5,101
(+/-)YOY(%)	52.2%	12.7%	65.3%	26.5%	20.0%
净利润(百万元)	138	54	257	423	595
(+/-)YOY(%)	241.9%	-60.8%	375.1%	64.8%	40.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.69	0.27	1.29	2.12	2.99
毛利率(%)	16.0%	8.3%	12.8%	14.8%	16.7%
净资产收益率(%)	5.9%	1.6%	7.0%	9.7%	11.1%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.27	1.29	2.12	2.99
每股净资产	16.46	18.47	21.94	26.90
每股经营现金流	-0.72	1.23	2.07	2.94
每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	62.74	13.20	8.01	5.70
P/B	1.03	0.92	0.78	0.63
P/S	1.67	1.01	0.80	0.66
EV/EBITDA	19.29	11.73	7.63	4.91
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	8.3%	12.8%	14.8%	16.7%
净利润率	2.7%	7.6%	9.9%	11.7%
净资产收益率	1.6%	7.0%	9.7%	11.1%
资产回报率	1.1%	4.4%	6.2%	7.3%
投资回报率	0.3%	3.8%	5.8%	7.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	12.7%	65.3%	26.5%	20.0%
EBIT 增长率	-91.3%	1187.8%	77.0%	51.8%
净利润增长率	-60.8%	375.1%	64.8%	40.6%
偿债能力指标				
资产负债率	32.7%	36.2%	35.4%	33.3%
流动比率	2.3	2.0	2.0	2.1
速动比率	2.1	1.8	1.8	1.8
现金比率	0.6	0.3	0.3	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	89.6	89.6	89.6	89.6
存货周转天数	49.3	49.3	49.3	49.3
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	1.5	2.4	2.8	2.8

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	54	257	423	595
少数股东损益	3	13	21	30
非现金支出	142	134	134	134
非经营收益	-13	-42	-79	-81
营运资金变动	-329	-117	-86	-92
经营活动现金流	-143	244	412	585
资产	-161	-270	-249	-249
投资	-830	-272	0	0
其他	467	60	100	102
投资活动现金流	-523	-481	-149	-147
债权募资	793	0	0	0
股权募资	986	0	0	0
其他	-1,060	-22	-22	-22
融资活动现金流	719	-22	-22	-22
现金净流量	51	-259	241	416

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 26 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,032	3,360	4,251	5,101
营业成本	1,863	2,930	3,621	4,248
毛利率%	8.3%	12.8%	14.8%	16.7%
营业税金及附加	13	21	26	31
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	7	11	14	17
营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	66	109	138	165
管理费用率%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用	70	116	147	176
研发费用率%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT	13	172	305	463
财务费用	23	-10	-12	-30
财务费用率%	1.1%	-0.3%	-0.3%	-0.6%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	36	63	100	102
营业利润	61	276	455	640
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	58	276	455	640
EBITDA	173	306	439	597
所得税	1	7	11	15
有效所得税率%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
少数股东损益	3	13	21	30
归属母公司所有者净利润	54	257	423	595

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	746	487	729	1,144
应收账款及应收票据	665	1,100	1,392	1,670
存货	252	396	489	574
其它流动资产	1,393	1,702	1,726	1,749
流动资产合计	3,056	3,684	4,335	5,137
长期股权投资	31	32	32	32
固定资产	1,373	1,403	1,537	1,796
在建工程	36	286	536	786
无形资产	140	140	140	140
非流动资产合计	1,837	2,120	2,504	3,014
资产总计	4,893	5,804	6,839	8,150
短期借款	424	424	424	424
应付票据及应付账款	808	1,270	1,569	1,841
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	88	125	148	170
流动负债合计	1,320	1,819	2,142	2,435
长期借款	132	132	132	132
其它长期负债	149	149	149	149
非流动负债合计	281	281	281	281
负债总计	1,601	2,100	2,423	2,716
实收资本	199	199	199	199
普通股股东权益	3,277	3,677	4,368	5,355
少数股东权益	15	28	49	78
负债和所有者权益合计	4,893	5,804	6,839	8,150

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

杨东谕 建筑建材行业研究助理，帝国理工学院硕士，主要负责消费建材板块，2021年加入德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。