

亚玛顿 (002623)

证券研究报告

2022年04月27日

营收增速较快，盈利能力阶段性承压

事件

①亚玛顿公布22年一季报，公司22Q1实现收入7.1亿元，yoy+22.4%；归母净利润1104万元，yoy-76%；扣非后归母净利润411万元，yoy-90%。

②公司公告分三期建设年产500万台大尺寸显示光学贴合生产线，分别100/200/200万台，建设周期三年，后续仍有500万台产能在规划中。

营收增长态势较好，光伏玻璃Q1产销两旺

根据21FY光伏玻璃收入占比86%，以及卓创资讯22Q1公司3.2/2.0mm玻璃均价分别为22.5、17.3元/平方米（不含税），假设3.2/2.0mm玻璃占比分别为30%、70%，我们测算22Q1光伏玻璃营收6.1亿元，对应销量约3236万平米。据卓创资讯，22Q1公司2.0mm光伏玻璃均价环比-7.8%、同比-43%，但仍然实现总体收入22.4%的增长，我们认为主要系公司深加工产能不断爬坡，导致产销量快速增长。

22Q1盈利能力承压，Q2有望好转

22Q1公司毛利率4.99%，同比下降8.7pct，我们预计主要原因有三：

1)光伏玻璃价格大幅下降，公司3.2/2.0mm玻璃分别同比下降40%、43%；2)Q1特斯拉光伏瓦受新疆硅料影响，可能出货相对较少；3)组件及电子玻璃业务拖累公司盈利。3月下旬以来，光伏玻璃价格有所提升，Q2业绩有望回暖。

22Q1公司期间费用率4.5%，同比下降1pct，主要系研发费用率下降0.85pct所致，公司实现净利率1.65%，同比降低5pct。22Q1公司CFO-1.3亿元，去年同期2062万元，主要系公司原材料购买以直接转账方式支付所致，付现比67%，同比上升21pct。

看好未来BIPV业务放量，维持“买入”评级

21年公司业绩仍然有所受制于原片供应及价格，但随着母公司三座原片窑炉的全面投产及产能爬坡，Q4局面有望明显改善。8月28日，公司公告与西安隆基新能源有限公司签署《合作框架协议》，拟在光伏建筑一体化领域展开深度合作，公司后续新建的厂房屋顶及幕墙交由西安隆基负责开发建设建筑光伏一体化项目，同时共同开发1.6mm BIPV用超薄轻质防眩光玻璃，西安隆基承诺2022-2027年BIPV产品所用光伏玻璃优先采购公司产品，同时公司为特斯拉合格供应商，后续业绩弹性可期。此外，若母公司原片产能注入公司，公司原片-深加工一体化能力有望得到大幅加强，盈利能力预计将大幅提升。我们预计，公司22-24年归母净利润1.67/2.96/4.36亿元，维持“买入”评级。

风险提示：光伏装机不及预期、公司扩产不及预期、原材料涨价超预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,802.86	2,031.98	3,073.83	4,707.83	4,749.83
增长率(%)	52.22	12.71	51.27	53.16	0.89
EBITDA(百万元)	439.30	260.30	360.77	502.90	668.91
净利润(百万元)	137.75	54.00	167.16	296.11	436.36
增长率(%)	(241.93)	(60.80)	209.56	77.14	47.36
EPS(元/股)	0.69	0.27	0.84	1.49	2.19
市盈率(P/E)	24.60	62.74	20.27	11.44	7.76
市净率(P/B)	1.44	1.03	0.97	0.90	0.80
市销率(P/S)	1.88	1.67	1.10	0.72	0.71
EV/EBITDA	14.88	21.07	7.35	4.00	2.06

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电力设备/光伏设备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.02元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	199.06
流通A股股本(百万股)	198.64
A股总市值(百万元)	3,388.04
流通A股市值(百万元)	3,380.79
每股净资产(元)	16.52
资产负债率(%)	29.91
一年内最高/最低(元)	57.60/16.97

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

熊可为 联系人
xiongkewei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《亚玛顿-年报点评报告:21FY业绩多重承压，22年有望拨云见日》
2022-03-30
- 《亚玛顿-公司点评:原片资产注入迎落地，盈利能力有望更上一层楼》
2021-12-24
- 《亚玛顿-季报点评:Q3环比扭亏为盈，Q4盈利能力有望持续改善》
2021-10-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	836.47	745.94	0.00	490.80	1,079.24	营业收入	1,802.86	2,031.98	3,073.83	4,707.83	4,749.83
应收票据及应收账款	645.11	665.19	1,663.23	2,214.57	1,276.40	营业成本	1,515.14	1,863.13	2,665.63	3,946.57	3,934.30
预付账款	58.51	29.34	148.63	144.40	116.23	营业税金及附加	13.35	12.54	21.52	32.95	33.25
存货	129.72	251.57	232.07	567.84	178.33	营业费用	6.25	6.89	9.84	14.59	14.25
其他	584.75	1,363.89	1,746.41	1,520.46	1,665.94	管理费用	62.61	65.80	98.36	145.94	142.49
流动资产合计	2,254.56	3,055.92	3,790.34	4,938.07	4,316.14	研发费用	51.68	70.25	98.36	141.23	133.00
长期股权投资	28.92	31.06	31.06	31.06	31.06	财务费用	66.22	22.86	13.85	3.21	(6.09)
固定资产	1,257.33	1,373.30	1,231.25	1,089.20	947.15	资产减值损失	(4.28)	17.22	0.00	0.00	0.00
在建工程	69.52	36.16	36.16	36.16	36.16	公允价值变动收益	0.00	0.00	(5.72)	(100.00)	0.00
无形资产	140.42	140.04	135.72	131.40	127.08	投资净收益	61.58	35.92	40.00	30.00	30.00
其他	291.62	256.34	207.56	210.96	231.27	其他	(131.35)	(123.60)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,787.80	1,836.91	1,641.75	1,498.78	1,372.72	营业利润	161.67	60.98	200.55	353.32	528.63
资产总计	4,053.84	4,892.85	5,432.09	6,436.85	5,688.86	营业外收入	7.85	1.80	3.07	4.71	4.75
短期借款	629.33	423.97	244.62	0.00	0.00	营业外支出	0.66	4.67	1.00	1.00	1.01
应付票据及应付账款	701.62	807.51	1,090.18	2,085.24	965.12	利润总额	168.87	58.10	202.63	357.03	532.37
其他	117.92	60.25	339.25	329.16	264.15	所得税	28.49	1.41	32.42	57.12	85.18
流动负债合计	1,448.87	1,291.72	1,674.05	2,414.39	1,229.27	净利润	140.38	56.70	170.21	299.90	447.19
长期借款	0.00	132.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	2.63	2.70	3.05	3.80	10.83
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	137.75	54.00	167.16	296.11	436.36
其他	187.80	149.24	249.12	222.26	202.11	每股收益(元)	0.69	0.27	0.84	1.49	2.19
非流动负债合计	187.80	281.24	249.12	222.26	202.11						
负债合计	1,696.30	1,601.02	1,923.17	2,636.65	1,431.37	主要财务比率					
少数股东权益	12.04	14.74	17.79	21.58	32.42		2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	160.00	199.06	199.06	199.06	199.06	成长能力					
资本公积	1,485.17	2,432.01	2,447.38	2,435.85	2,436.81	营业收入	52.22%	12.71%	51.27%	53.16%	0.89%
留存收益	607.56	661.56	828.72	1,124.83	1,561.19	营业利润	-245.29%	-62.28%	228.89%	76.17%	49.62%
其他	92.76	(15.55)	15.97	18.86	28.01	归属于母公司净利润	-241.93%	-60.80%	209.56%	77.14%	47.36%
股东权益合计	2,357.54	3,291.83	3,508.92	3,800.19	4,257.49	获利能力					
负债和股东权益总计	4,053.84	4,892.85	5,432.09	6,436.85	5,688.86	毛利率	15.96%	8.31%	13.28%	16.17%	17.17%
						净利率	7.64%	2.66%	5.44%	6.29%	9.19%
						ROE	5.87%	1.65%	4.79%	7.84%	10.33%
						ROIC	7.91%	4.43%	9.19%	10.87%	18.29%
						偿债能力					
						资产负债率	41.84%	32.72%	35.40%	40.96%	25.16%
						净负债率	-6.54%	-5.14%	10.08%	-10.24%	-23.68%
						流动比率	1.50	2.32	2.26	2.05	3.51
						速动比率	1.42	2.12	2.13	1.81	3.37
						营运能力					
						应收账款周转率	2.80	3.10	2.64	2.43	2.72
						存货周转率	14.01	10.66	12.71	11.77	12.73
						总资产周转率	0.46	0.45	0.60	0.79	0.78
						每股指标(元)					
						每股收益	0.69	0.27	0.84	1.49	2.19
						每股经营现金流	1.21	-0.72	-2.97	2.58	2.88
						每股净资产	11.78	16.46	17.54	18.98	21.22
						估值比率					
						市盈率	24.60	62.74	20.27	11.44	7.76
						市净率	1.44	1.03	0.97	0.90	0.80
						EV/EBITDA	14.88	21.07	7.35	4.00	2.06
						EV/EBIT	23.53	45.73	12.37	5.64	2.64

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	140.38	56.70	167.16	296.11	436.36
折旧摊销	168.86	150.11	146.37	146.37	146.37
财务费用	51.21	26.05	13.85	3.21	(6.09)
投资损失	(61.58)	(35.92)	(40.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(258.04)	(600.29)	(876.75)	193.71	16.28
其它	200.67	259.87	(2.67)	(96.20)	10.83
经营活动现金流	241.51	(143.48)	(592.04)	513.20	573.75
资本支出	(310.74)	263.32	(99.88)	26.86	20.16
长期投资	10.05	2.14	0.00	0.00	0.00
其他	386.13	(788.64)	135.95	214.66	8.88
投资活动现金流	85.44	(523.19)	36.07	241.52	29.04
债权融资	(158.51)	(128.33)	(236.86)	(255.29)	(24.46)
股权融资	110.49	877.59	46.88	(8.63)	10.11
其他	13.82	(29.79)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(34.20)	719.47	(189.97)	(263.92)	(14.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	292.74	52.81	(745.94)	490.80	588.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com