



买入 (维持)

所属行业: 建筑材料/玻璃制造
当前价格(元): 48.00

证券分析师

闫广

资格编号: S0120521060002

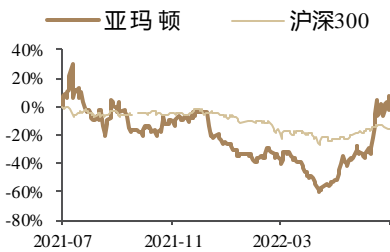
邮箱: yanguang@tebon.com.cn

研究助理

杨东瑜

邮箱: yangdy@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	60.19	114.99	102.13
相对涨幅(%)	57.82	106.62	99.02

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《亚玛顿(002623.SZ): 签订天合超薄玻璃大单, 差异化竞争出成效》, 2022.6.27
- 《亚玛顿(002623.SZ): 发布收购凤阳硅谷资产及定增草案, 一体化优势助力盈利改善》, 2022.6.13
- 《亚玛顿(002623.SZ): 22Q1 出货淡季不淡, 成本高企影响业绩》, 2022.4.27
- 《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): 业绩符合预期, 超薄玻璃走出差异优势

投资要点

- **事件:** 公司发布半年度业绩预告, 2022H1 公司实现归母净利润 4800-5500 万元, 同比增长 106.19%-136.26%, 扣非净利润实现 3300-4000 万元, 同比上年增长 214.89%-281.68%。其中 22Q2 实现归母净利润约 3696-4396 万元, 同比增长 262.1%-292.8%; 扣非净利润实现 2889-3589 万元, 同比增长 194.5%-217.3%。
- **22H1 新建窑炉产能释放, 盈利空间大幅改善。** 2021 年三季度公司两座新建原片窑炉投产, 度过产能爬坡期后, 2022 年公司原片自供比例大幅提升, 解决原片供应问题后公司深加工线产能利用率和盈利空间均得到改善。2022 年上半年, 光伏装机量持续超预期, 根据国家能源局数据, 2022 年 5 月光伏新增装机 6.8GW, 同比增长 140%。在下游组件需求带动下, 公司一二季度出货量高增, 价格端, 3/4/5 月光伏玻璃多次涨价, 环比年初 2.0mm 镀膜玻璃上涨 2.72 元/平方, 3.2mm 上涨 3.5 元/平方, 环比一季度末上涨近 10%; 成本端, 22Q2 纯碱(全国重质)价格环比上涨 10.4%, 天然气(全国液化 LNG)环比上涨 12%, 光伏玻璃涨价有效将原材料纯碱、石英砂等价格压力传导至下游, 22Q2 光伏玻璃量价齐升下, 公司二季度业绩实现同比大幅增长。
- **签订 1.6mm 玻璃供应大额合同, 正向验证差异化竞争路线。** 与天合签订订单年均供应量约 9600 万平方米, 定价参考 2.0mm 光伏玻璃, 按照目前 2.0mm 价格订单额约 71.4 亿元。目前凤阳硅谷原片年产能约为 1.2-1.5 亿平米(1.6mm 折算), 公司整体深加工产能为 1.5-1.8 亿平米, 根据公司 22 年生产计划, 2.0+1.6mm 超薄光伏玻璃销量占 70% 以上。除天合外, 下游其他组件厂同样与公司在 1.6mm 领域开展合作, 作为行业实现批量供应 1.6mm 的企业, 公司超薄玻璃推广成功。根据 6 月 10 日公司发布收购草案, 标的凤阳硅谷业绩承诺为 2022 年度、2023 年度及 2024 年度扣非净利润不低于 1.51 亿元、2.15 亿元、2.7 亿元, 若按照 25 亿的收购价计算, 对应 22 年对赌业绩约 16.6 倍, 低于当前亚玛顿、福莱特、洛阳玻璃的平均估值。如交易 2022 年底未完成, 业绩承诺将顺延。2022 年凤阳硅谷有望正式并表, 公司业务范围正式涵盖光伏玻璃原片+深加工全产业链, 原片资产注入后公司盈利能力有望显著提升。
- **海内外景气度持续向上, 中长期需求有支撑。** 7 月初, 受上游原材料硅料价格上涨影响, 下游一些组件厂停产减产情况, 此次硅料价格上涨系部分硅料厂停产检修影响短期供给, 而三四季度硅料产能迎来一波释放, 供需格局有望改善, 因此我们认为光伏玻璃下游需求下半年将继续保持较高水平; 同时此次组件厂停产, 大厂多通过锁定长单形式保证自身硅料供应, 而公司下游主要客户为隆基/天合/晶澳等组件大厂, 影响相对较小。凤阳硅谷 4 座日熔量 1000 吨的窑炉将分两期建设, 项目已取得凤阳当地能评和环评批复, 并于 4 月参加安徽工信厅组织的光伏玻璃听证会, 其中一期有望明年建成投产, 产能限制将进一步解除。随着分布式光伏建设规模不断提升, 双玻组件应用场景增加, 公司较早进入 BIPV 领域, 是特斯拉 Solar Roof 系列供应商, 并与隆基/天合在 BIPV 领域长期合作, 将受益于海内外建筑/户用光伏屋顶建设景气度提升。
- **投资建议:** 考虑一二季度出货高增长, 22 年公司光伏玻璃销量预计保持较高增速。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 37.24/22.6/16.07 倍, 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，公司光伏玻璃募项目产能建设进度不及预期，电子玻璃市场拓展不及预期，疫情影响后续生产建设或运输物流活动。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	199.06		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	198.64	营业收入(百万元)	1,803	2,032	3,360	4,251	5,101
52 周内股价区间(元):	16.97-55.77	(+/-)YOY(%)	52.2%	12.7%	65.3%	26.5%	20.0%
总市值(百万元):	8,858.28	净利润(百万元)	138	54	257	423	595
总资产(百万元):	4,714.39	(+/-)YOY(%)	241.9%	-60.8%	375.1%	64.8%	40.6%
每股净资产(元):	16.52	全面摊薄 EPS(元)	0.69	0.27	1.29	2.12	2.99
资料来源: 公司公告		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	176.95	37.24	22.60	16.07
P/B	2.92	2.60	2.19	1.78
P/S	4.70	2.84	2.25	1.87
EV/EBITDA	55.02	31.88	21.69	15.25
股息率%	0.1%	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 7 月 15 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

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； 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。	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； 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。	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。
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； 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。