

2022年08月09日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

亚玛顿 (002623) : 超薄玻璃领军者，迎BIPV大浪潮

推荐 (首次覆盖)

投资要点

分析师：黄俊伟

执业证书编号：S1050522060002

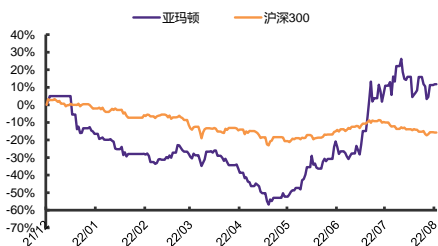
邮箱：huangjw@cfsc.com.cn

基本数据

2022-8-9

当前股价 (元)	43.93
总市值 (亿元)	87.4
总股本 (百万股)	199.1
流通股本 (百万股)	198.6
52周价格范围 (元)	16.6-50.2
日均成交额 (百万元)	226.1

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

超薄玻璃领军者，良率与性能优势明显

亚玛顿深耕光伏玻璃深加工领域16载，是国内少数能够量产1.6mm光伏玻璃的企业。公司2021年太阳能玻璃营收17.4亿元，占比达85.8%。公司的超薄玻璃核心竞争力突出，在BIPV等应用领域享有优势，其优势主要包括：1) 原片良率处于领先水平：在原片端凤阳硅谷从设计、建造到设备选用即都为超薄玻璃量身定制，1.6mm的成品率超过行业平均水平，2.0mm原片端的成品率能够达到90%，与气浮式钢化炉在深加工端的成本优势相辅相成；2) 公司在超薄玻璃的长期的技术积累有利于满足客户多样化的需求，提高客户满意度。得益于气浮式钢化技术，公司生产的超薄光伏玻璃的平整度与强度均达到了较高水平，具备差异化优势；3) 性能优势明显，市场认可度较高。光伏玻璃越薄，透光率越高，其光电转化效率也越高，并且1.6mm超薄玻璃拥有轻量化的优势，安装成本低，能够高度适配BIPV要求。此外，公司在镀膜方面拥有多年的技术积累，能够为1.6mm光伏玻璃采用了增效率更高的材料，进一步增加了其透光性。目前公司1.6mm光伏玻璃整体性能及各项参数领先行业整体，已经获得隆基这一国内BIPV领域巨头的技术认证且开始批量供货。2022年6月底，公司与天合签订了74.25亿的1.6mm超薄光伏玻璃的长期合作订单，体现了其较高的市场认可度。

BIPV热潮促超薄玻璃进入高速增长阶段

公司未来面临巨大的市场空间，超薄玻璃深加工产能爆发条件已具备。1) 全球光伏装机需求迅速增加。在节能减排的巨大压力下，全球90%的国家都在制定相应的减排计划，我国也在2021年发布了《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，未来新能源光伏行业将迎来重大发展机遇。根据中国光伏行业协会测算，2025年全球光伏新增装机量将达到270-330GW；2) 国内BIPV市场空间巨大。2021年6月，国家能源局下发《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》，光伏建筑一体化市场发展有望随政策释放提速，公司业绩或随BIPV渗透率上升快速增长。根据隆基投资近期发布的数据，预计2025年光伏建筑市场空间总量4236亿元，总体渗透率将快速接近20%，2025年BIPV将产生总计866亿以上市场空间。公司的超薄光伏玻璃在BIPV等应用场景享有显著优势，未来面临巨大的发展机遇；3) 公司提高深加工产能条件已经成熟。公司正在进行大尺寸、高功率超薄光伏玻璃智能化深加工技改项目，以图在相对短期内快速提升自身的深

加工产能，从而满足公司对迅速增加的超薄玻璃深加工产能需求，有利于公司抓住全球光伏玻璃需求迅速上升的历史机遇。

■ 原片短板补齐，未来公司盈利能力有望增强

亚玛顿在凤阳投资的三座650t/d窑炉2021年底已经全部投产，并在今年一月经拍卖取得凤阳县大庙镇远东1号矿宕口高架头结余矿石约262.48万吨矿石；同时，公司与南玻成立的合资公司已经取得凤阳一座石英岩矿采矿权，从而进一步降低石英砂材料的采购成本。至此亚玛顿的原材料原片短板得到补齐，“原片+深加工”体系初步成型，基本解决外购原片模式对盈利能力的掣肘，未来毛利率有望大幅提升。今年上半年，随着凤阳产量和成品率的逐渐提高，生产单位成本呈逐步下降的趋势，公司的盈利能力得以提高。7月15日亚玛顿发布2022年半年度业绩预告，预计归属上市公司股东的净利润达到4800万元-5500万元，同比上升106.19%-136.26%。二季度公司常州深加工产线由于外购原片导致产能利用率不足，单位收益较低，而凤阳产线得益于一体化生产模式，产能利用率较高，因此公司整体收益率低于凤阳硅谷。随着公司未来一体化程度的加深，未来整体单位收益有望进一步提升。公司于2022年5月13日发布回购公告，拟使用自有资金回购公司股票总金额不低于0.9亿元，不超过1.8亿元，回购价格不超过29.94元/股，截止6月30日已累计回购4400万元。此次回购股票将用于股权激励或员工持股计划，彰显公司对中长期发展充满信心。

■ 盈利预测

不考虑公司增发对于业绩和股本的影响，我们预测公司2022-2024年归母净利润分别为1.88、2.89、4.34亿元，EPS分别为0.94、1.45和2.18元，当前股价对应PE分别为46.5、30.2和20.1倍，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

1) 光伏电站装机量不及预期；2) BIPV推进不及预期；3) 原材料成本上涨；4) 公司技术领先优势不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	2,032	3,124	4,186	5,491
增长率（%）	12.7%	53.7%	34.0%	31.2%
归母净利润（百万元）	54	188	289	434
增长率（%）	-60.8%	248.3%	53.9%	50.0%
摊薄每股收益（元）	0.27	0.94	1.45	2.18
ROE（%）	1.6%	5.5%	8.0%	11.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	2,032	3,124	4,186	5,491
现金及现金等价物	746	231	815	1,202	营业成本	1,855	2,659	3,536	4,578
应收款	693	1,541	1,376	1,504	营业税金及附加	13	19	26	34
存货	252	367	488	632	销售费用	7	11	14	19
其他流动资产	1,366	1,613	1,853	2,149	管理费用	66	101	136	178
流动资产合计	3,056	3,752	4,533	5,487	财务费用	23	25	31	37
非流动资产：					研发费用	70	108	126	159
金融类资产	906	906	906	906	费用合计	166	245	306	393
固定资产	1,373	1,362	1,351	1,341	资产减值损失	18	0	0	0
在建工程	36	86	136	186	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	140	133	126	120	投资收益	36	5	5	5
长期股权投资	31	31	31	31	营业利润	61	222	340	508
其他非流动资产	256	256	256	256	加：营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	1,837	1,868	1,901	1,935	减：营业外支出	5	5	5	5
资产总计	4,893	5,620	6,434	7,422	利润总额	58	219	337	505
流动负债：					所得税费用	1	22	34	51
短期借款	424	524	624	674	净利润	57	197	303	455
应付账款、票据	808	1,248	1,659	2,148	少数股东损益	3	9	14	20
其他流动负债	60	60	60	60	归母净利润	54	188	289	434
流动负债合计	1,320	1,875	2,401	2,958					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	132	182	282	432	成长性				
其他非流动负债	149	149	149	149	营业收入增长率	12.7%	53.7%	34.0%	31.2%
非流动负债合计	281	331	431	581	归母净利润增长率	-60.8%	248.3%	53.9%	50.0%
负债合计	1,601	2,206	2,832	3,539	盈利能力				
所有者权益					毛利率	8.7%	14.9%	15.5%	16.6%
股本	199	199	199	199	四项费用/营收	8.2%	7.8%	7.3%	7.2%
股东权益	3,292	3,414	3,601	3,882	净利率	2.8%	6.3%	7.2%	8.3%
负债和所有者权益	4,893	5,620	6,434	7,422	ROE	1.6%	5.5%	8.0%	11.2%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	32.7%	39.3%	44.0%	47.7%
净利润	57	197	303	455	营运能力				
少数股东权益	3	9	14	20	总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.7
折旧摊销	140	99	97	96	应收账款周转率	2.9	2.0	3.0	3.7
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	7.4	7.3	7.3	7.3
营运资金变动	-343	-755	229	-60	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	-143	-450	643	511	EPS	0.27	0.94	1.45	2.18
投资活动现金净流量	-523	-38	-39	-40	P/E	161.9	46.5	30.2	20.1
筹资活动现金净流量	152	75	84	26	P/S	4.3	2.8	2.1	1.6
现金流量净额	-515	-414	688	497	P/B	2.7	2.6	2.5	2.3

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 建筑建材组简介

黄俊伟：建筑建材首席分析师，同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。