

# 亚玛顿 (002623)

证券研究报告

2022年08月16日

## 光伏玻璃回暖，22Q2 盈利能力大幅提升

**事件：**①公司公布半年报，22H1 实现收入/归母净利润 14.69/0.43 亿元，同比+67.63%/+84.65%，实现扣非归母净利润 0.28 亿元，同比上升 163.42%。其中 Q2 单季度实现收入 7.64 亿元，同比+154.64%，归母净利润 0.32 亿元，同比扭亏。②公告设立亚玛顿高清显示子公司，完成光电显示领域垂直产业一体化布局。

### 组件拖累整体业绩，光伏玻璃业务向好

分业务看，22H1 光伏玻璃、组件、电力、电子玻璃营收分别为 13.55、0.19、0.28、0.51 亿元，yoy+79.26%/-56.64%/+17.35%/+29.96%；毛利率分别为 7.66%/-66%/37.48%/-15.59%，同比-1.37/-49.95/+2.68/-12.44 pct。公司不具备组件制造垂直一体化的优势，成本竞争优势较弱，因此营收、毛利率降幅均较大。

光伏玻璃方面，根据 Q1 的测算，我们预计 Q2 光伏玻璃营收 7.45 亿元，根据卓创数据，我们测算 22Q2 公司光伏玻璃均价 20.8 元/平米（不含税），对应销量 3577 万平（22H1 累计销量 6813 万平），Q2 盈利预计环比有所回暖。综上，22Q2 公司实现毛利率 9.38%，环比上升 4.39pct。全年来看，公司仍计划全年出货保底 1.2 亿平方米，产品结构预计 ≤2.0 毫米光伏玻璃的出货占比 70%，传统光伏玻璃的出货量占比为 30%。

### 期间费用率大幅下降，Q2 盈利能力环比回升

22H1 公司期间费用率 5%，同比下降 2.8pct，主要系管理费用率下降 1.17pct 所致，公司实现净利率 3%，同比上升 0.2pct。其中，Q2 净利率 4.31%，环比提升 2.66pct。22Q2 公司 CFO 0.76 亿元，结束过去三个季度为负的状况。

### 超薄光伏玻璃签长单，优势转化盈利可期

公司此前与天合签订 3.375 亿平米 1.6mm 玻璃长单，从订单情况看，预计公司后续 1.6mm 规格出货有望稳定，粗略测算明年 1.6mm 出货占比将达到 50%，随出货结构改变盈利水平预计仍有较大提升空间。原片端，凤阳硅谷后续四座 1000 吨日熔量窑炉将分期两期实施建设，一期 2 座目前已在进行基础建设，计划 2023 年底投产；二期 2 座 1000t/d 窑炉计划 2024 年底或 2025 年上半年投产，未来 7 座窑炉的产能将达到 3-3.5 亿平方米。

**盈利预测：**公司为特斯拉合格太阳能瓦片供应商，solar roof 预计在 Q4 继续安装太阳能屋顶，同时正在开发 3.5 版本，公司后续屋顶订单有望恢复。考虑到上半年组件业务和电子玻璃亏损，我们下调 22 年盈利预测 1.3 亿元（前值 1.8 亿元），考虑到后续特斯拉有望带来更高业绩弹性，上调公司 23-24 年归母净利润 3.2/4.7 亿元（前值 3.1/4.5 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	2,791.83	4,197.83	5,591.83
增长率(%)	52.22	12.71	37.39	50.36	33.21
EBITDA(百万元)	439.30	260.30	334.21	575.66	770.76
归属母公司净利润(百万元)	137.75	54.00	128.93	320.04	473.36
增长率(%)	(241.93)	(60.80)	138.76	148.23	47.91
EPS(元/股)	0.69	0.27	0.65	1.61	2.38
市盈率(P/E)	64.96	165.70	69.40	27.96	18.90
市净率(P/B)	3.81	2.73	2.61	2.40	2.14
市销率(P/S)	4.96	4.40	3.21	2.13	1.60
EV/EBITDA	14.88	21.07	24.76	13.30	10.02

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	44.37 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)	8,832.40
流通 A 股市值(百万元)	8,813.48
每股净资产(元)	16.42
资产负债率(%)	30.96
一年内最高/最低(元)	50.20/16.60

### 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：聚源数据

### 相关报告

- 《亚玛顿-公司点评:携手天合光能，差异化战略迎收获期》2022-06-27
- 《亚玛顿-季报点评:营收增速较快，盈利能力阶段性承压》2022-04-27
- 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	836.47	745.94	1,032.98	1,553.20	2,068.98
应收票据及应收账款	645.11	665.19	1,449.62	2,008.10	2,101.71
预付账款	58.51	29.34	133.90	129.42	179.41
存货	129.72	251.57	210.27	515.14	379.87
其他	584.75	1,363.89	1,692.17	1,568.77	2,016.64
<b>流动资产合计</b>	<b>2,254.56</b>	<b>3,055.92</b>	<b>4,518.94</b>	<b>5,774.62</b>	<b>6,746.61</b>
长期股权投资	28.92	31.06	31.06	31.06	31.06
固定资产	1,257.33	1,373.30	1,339.25	1,221.20	1,090.15
在建工程	69.52	36.16	61.16	86.16	106.16
无形资产	140.42	140.04	135.72	131.40	127.08
其他	291.62	256.34	192.19	207.12	226.47
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,787.80</b>	<b>1,836.91</b>	<b>1,759.39</b>	<b>1,676.93</b>	<b>1,580.92</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,053.84</b>	<b>4,892.85</b>	<b>6,278.32</b>	<b>7,451.56</b>	<b>8,327.53</b>
短期借款	629.33	423.97	1,026.32	1,097.20	1,619.12
应付票据及应付账款	701.62	807.51	933.12	1,920.30	1,694.15
其他	117.92	60.25	315.98	307.82	355.80
<b>流动负债合计</b>	<b>1,448.87</b>	<b>1,291.72</b>	<b>2,275.42</b>	<b>3,325.32</b>	<b>3,669.06</b>
长期借款	0.00	132.00	302.55	145.84	247.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	187.80	149.24	249.12	222.26	202.11
<b>非流动负债合计</b>	<b>187.80</b>	<b>281.24</b>	<b>551.67</b>	<b>368.10</b>	<b>449.90</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,696.30</b>	<b>1,601.02</b>	<b>2,827.09</b>	<b>3,693.43</b>	<b>4,118.96</b>
少数股东权益	12.04	14.74	20.83	26.91	35.74
股本	160.00	199.06	199.06	199.06	199.06
资本公积	1,485.17	2,432.01	2,432.01	2,432.01	2,432.01
留存收益	607.56	661.56	783.36	1,081.28	1,513.74
其他	92.76	(15.55)	15.97	18.86	28.01
<b>股东权益合计</b>	<b>2,357.54</b>	<b>3,291.83</b>	<b>3,451.24</b>	<b>3,758.13</b>	<b>4,208.57</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,053.84</b>	<b>4,892.85</b>	<b>6,278.32</b>	<b>7,451.56</b>	<b>8,327.53</b>

  

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	140.38	56.70	128.93	320.04	473.36
折旧摊销	168.86	150.11	158.37	162.37	165.37
财务费用	51.21	26.05	32.52	43.75	50.99
投资损失	(61.58)	(35.92)	(10.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(258.04)	(600.29)	(746.97)	209.23	(643.35)
其它	200.67	259.87	6.44	6.53	9.66
<b>经营活动现金流</b>	<b>241.51</b>	<b>(143.48)</b>	<b>(430.71)</b>	<b>711.92</b>	<b>26.03</b>
资本支出	(310.74)	263.32	45.12	91.86	70.16
长期投资	10.05	2.14	0.00	0.00	0.00
其他	386.13	(788.64)	(180.12)	(126.86)	(90.16)
<b>投资活动现金流</b>	<b>85.44</b>	<b>(523.19)</b>	<b>(135.00)</b>	<b>(35.00)</b>	<b>(20.00)</b>
债权融资	(158.51)	(128.33)	828.72	(137.03)	542.34
股权融资	110.49	865.65	24.03	(19.68)	(32.59)
其他	13.82	(17.85)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(34.20)</b>	<b>719.47</b>	<b>852.75</b>	<b>(156.70)</b>	<b>509.75</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>292.74</b>	<b>52.81</b>	<b>287.04</b>	<b>520.22</b>	<b>515.78</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,802.86</b>	<b>2,031.98</b>	<b>2,791.83</b>	<b>4,197.83</b>	<b>5,591.83</b>
营业成本	1,515.14	1,863.13	2,445.02	3,546.38	4,661.86
营业税金及附加	13.35	12.54	19.54	29.38	39.14
销售费用	6.25	6.89	8.38	12.59	19.57
管理费用	62.61	65.80	83.75	125.93	167.75
研发费用	51.68	70.25	69.80	100.75	128.61
财务费用	66.22	22.86	32.52	43.75	50.99
资产/信用减值损失	(4.28)	17.22	(0.50)	(0.50)	(0.50)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	61.58	35.92	10.00	30.00	30.00
其他	(131.35)	(123.60)	(17.04)	(17.04)	(17.04)
<b>营业利润</b>	<b>161.67</b>	<b>60.98</b>	<b>159.37</b>	<b>385.58</b>	<b>570.45</b>
营业外收入	7.85	1.80	2.79	4.20	5.59
营业外支出	0.66	4.67	1.00	1.00	1.01
<b>利润总额</b>	<b>168.87</b>	<b>58.10</b>	<b>161.16</b>	<b>388.77</b>	<b>575.03</b>
所得税	28.49	1.41	25.79	62.20	92.00
<b>净利润</b>	<b>140.38</b>	<b>56.70</b>	<b>135.37</b>	<b>326.57</b>	<b>483.02</b>
少数股东损益	2.63	2.70	6.44	6.53	9.66
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>137.75</b>	<b>54.00</b>	<b>128.93</b>	<b>320.04</b>	<b>473.36</b>
每股收益(元)	0.69	0.27	0.65	1.61	2.38

  

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	52.22%	12.71%	37.39%	50.36%	33.21%
营业利润	-245.29%	-62.28%	161.35%	141.94%	47.95%
归属于母公司净利润	-241.93%	-60.80%	138.76%	148.23%	47.91%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.96%	8.31%	12.42%	15.52%	16.63%
净利率	7.64%	2.66%	4.62%	7.62%	8.47%
ROE	5.87%	1.65%	3.76%	8.58%	11.34%
ROIC	7.91%	4.43%	8.22%	13.07%	21.42%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.84%	32.72%	45.03%	49.57%	49.46%
净负债率	-6.54%	-5.14%	11.74%	-5.54%	-3.11%
流动比率	1.50	2.32	1.99	1.74	1.84
速动比率	1.42	2.12	1.89	1.58	1.74
<b>营运能力</b>					
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	12.09	11.57	12.50
总资产周转率	0.46	0.45	0.50	0.61	0.71
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.69	0.27	0.65	1.61	2.38
每股经营现金流	1.21	-0.72	-2.16	3.58	0.13
每股净资产	11.78	16.46	17.23	18.74	20.96
<b>估值比率</b>					
市盈率	64.96	165.70	69.40	27.96	18.90
市净率	3.81	2.73	2.61	2.40	2.14
EV/EBITDA	14.88	21.07	24.76	13.30	10.02
EV/EBIT	23.53	45.73	47.06	18.52	12.75

### 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