



2022-08-17

公司点评报告

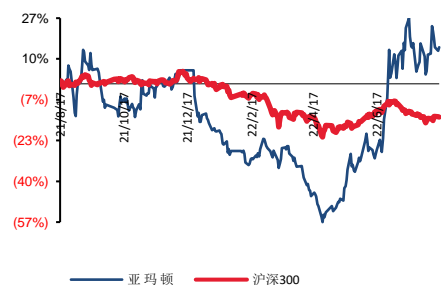
买入/调高

亚玛顿(002623)

电力设备 光伏设备

垂直一体化修复盈利，超薄玻璃引领 BIPV 市场

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通(百万股) | 199/199 |
| 总市值/流通(百万元) | 8,946/8,927 |
| 12 个月最高/最低(元) | 49.60/17.02 |

相关研究报告:

证券分析师: 刘强

电话:

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522080001

事件:公司 2022 半年报公布,2022 年上半年,公司实现营收 14.69 亿元,同比+67.63%;归母净利润 0.43 亿元,同比+84.65%;扣非归母净利润 0.28 亿元,同比+163.42%。二季度,公司实现营收 7.64 亿元,同比+154.64%、环比+8.22%;归母净利润 0.32 亿元,同比+240.14%、环比+189.36%;扣非归母净利润 0.24 亿元,同比+176.81%、环比+470.97%。

光伏玻璃盈利逐季修复,组件、电子玻璃等业务困境反转。2022 年上半年,公司期间费用率为 5.09%,同比下降 2.84pct,运营效率持续提高。**公司盈利进入反转期:**1) 太阳能玻璃收入 13.55 亿元,同比+79.26%,净利润 0.34 亿元;与天合光能签订 3.375 亿平方米订单,稳定盈利增长,美国市场逐季好转带动特斯拉太阳能产品加速放量,亚玛顿作为玻璃供应商有望充分受益。2) 电子玻璃收入 0.51 亿元,同比增长 29.96%,净利润-0.11 亿元;随着下游客户认证以及接受度提高,有望通过量产化突破盈亏平衡最终盈利。3) 组件收入 0.18 亿元,净利润-0.12 亿元;受到上游硅料以及辅材等涨价影响,上半年组件承压严重,随着组件、辅材价格松动以及海内外签订项目落地,盈利有望修复。

垂直一体化修复盈利,超薄玻璃引领 BIPV 市场。1) **产业链布局方面:**公司公告并购凤阳硅谷,同时积极布局石英砂矿,打造垂直一体化。当前原片/深加工产能能够覆盖约 1.2/1.5 亿平方米一体化产能,随着扩产完成经过简单测算,2025 年前有望突破 3-3.5 亿一体化产能,年度复合增长达 32%。2) **产品方面:**公司深耕超薄光伏玻璃领域,目前 1.6mm 玻璃已经开启量产,有望凭借超薄玻璃引领 BIPV 市场。根据测算,在原片自供情况下,1.6mm 玻璃有望带来 15%以上的降本空间,同时应用场景以及性能上提供较强溢价,产品结构优化带来进一步的盈利修复。

投资建议:公司深耕光伏玻璃,看好其中长期成长空间。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 32.39 亿元、41.37 亿元、52.34 亿元;归母净利润分别为 1.68 亿元、3.33 亿元、4.81 亿元,对应 EPS 分别为 0.85 元、1.67 元、2.42 元,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:公司项目推进不及预期、行业竞争格局加剧、海外市场政策变动

■ 盈利预测和财务指标:

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|---------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2032 | 3239 | 4137 | 5234 |
| (+/-%) | 12.70 | 59.40 | 27.72 | 26.52 |
| 净利润(百万元) | 54 | 168 | 333 | 481 |
| (+/-%) | (60.80) | 211.94 | 97.67 | 44.40 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.27 | 0.85 | 1.67 | 2.42 |
| 市盈率(PE) | 166.44 | 53.11 | 26.87 | 18.61 |

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) | | | | | | 利润表(百万) | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|---------|----------|----------|---------|--------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 836 | 746 | 706 | 1215 | 1077 | 营业收入 | 1803 | 2032 | 3239 | 4137 | 5234 |
| 应收和预付款项 | 530 | 528 | 1023 | 1211 | 1540 | 营业成本 | 1515 | 1863 | 2834 | 3486 | 4363 |
| 存货 | 130 | 252 | 331 | 410 | 525 | 营业税金及附加 | 13 | 13 | 21 | 27 | 34 |
| 其他流动资产 | 770 | 1530 | 1545 | 1684 | 1813 | 销售费用 | 6 | 7 | 11 | 14 | 18 |
| 流动资产合计 | 2266 | 3056 | 3605 | 4520 | 4954 | 管理费用 | 63 | 66 | 107 | 136 | 173 |
| 长期股权投资 | 29 | 31 | 31 | 31 | 31 | 财务费用 | 66 | 23 | 18 | 20 | 5 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 980 | 1373 | 1373 | 1373 | 1373 | 投资收益 | 62 | 36 | 32 | 41 | 52 |
| 在建工程 | 70 | 36 | 27 | 18 | 4 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产开发支出 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 | 营业利润 | 162 | 61 | 191 | 375 | 538 |
| 长期待摊费用 | 7 | 21 | 21 | 21 | 21 | 其他非经营损益 | 7 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 597 | 235 | 235 | 235 | 235 | 利润总额 | 169 | 58 | 191 | 375 | 538 |
| 资产总计 | 4089 | 4893 | 5433 | 6338 | 6759 | 所得税 | 28 | 1 | 18 | 31 | 42 |
| 短期借款 | 629 | 424 | 248 | 496 | 0 | 净利润 | 140 | 57 | 173 | 344 | 497 |
| 应付和预收款项 | 343 | 381 | 652 | 770 | 965 | 少数股东损益 | 3 | 3 | 4 | 11 | 16 |
| 长期借款 | 0 | 132 | 132 | 132 | 132 | 归母股东净利润 | 138 | 54 | 168 | 333 | 481 |
| 其他负债 | 759 | 664 | 937 | 1132 | 1357 | 预测指标 | | | | | |
| 负债合计 | 1731 | 1601 | 1969 | 2530 | 2454 | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 股本 | 160 | 199 | 199 | 199 | 199 | 毛利率 | 15.96% | 8.31% | 12.49% | 15.73% | 16.63% |
| 资本公积 | 1485 | 2432 | 2432 | 2432 | 2432 | 销售净利率 | 7.64% | 2.66% | 5.20% | 8.05% | 9.19% |
| 留存收益 | 608 | 662 | 830 | 1163 | 1644 | 销售收入增长率 | 52.22% | 12.71% | 59.39% | 27.73% | 26.52% |
| 归母公司股东权益 | 2345 | 3277 | 3446 | 3778 | 4259 | EBIT 增长率 | 857.57% | (91.31%) | 1089.71% | 111.47% | 40.62% |
| 少数股东权益 | 12 | 15 | 19 | 30 | 45 | 净利润增长率 | 241.93% | (60.80%) | 211.94% | 97.67% | 44.40% |
| 股东权益合计 | 2358 | 3292 | 3464 | 3808 | 4305 | ROE | 5.87% | 1.65% | 4.89% | 8.81% | 11.29% |
| 负债和股东权益 | 4089 | 4893 | 5433 | 6338 | 6759 | ROA | 3.37% | 1.10% | 3.10% | 5.25% | 7.11% |
| 现金流量表(百万) | | | | | | ROIC | 6.59% | 0.58% | 6.30% | 13.02% | 17.41% |
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | EPS (X) | 0.86 | 0.27 | 0.85 | 1.67 | 2.42 |
| 经营性现金流 | 248 | (135) | 124 | 240 | 315 | PE (X) | 51.15 | 166.44 | 53.11 | 26.87 | 18.61 |
| 投资性现金流 | 85 | (523) | 42 | 52 | 67 | PB (X) | 3.00 | 2.07 | 2.60 | 2.37 | 2.10 |
| 融资性现金流 | (34) | 719 | (205) | 217 | (520) | PS (X) | 3.90 | 3.34 | 2.76 | 2.16 | 1.71 |
| 现金增加额 | 299 | 61 | (40) | 508 | (138) | EV/EBITDA (X) | 21.85 | 41.11 | 55.03 | 25.25 | 17.20 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|--------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuyinga@tpyzq.com |
| 华北销售 | 董英杰 | 15232179795 | dongyj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 常新宇 | 13269957563 | changxy@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 胡亦真 | 17267491601 | huyz@tpyzq.com |
| 华东销售 | 周许奕 | 13611858673 | zhouxuyi@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总 | 查方龙 | 18565481133 | zhafll@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |
| 华南销售 | 李艳文 | 13728975701 | liyw@tpyzq.com |
| 华南销售 | 陈宇 | 17742876221 | cheny@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。