

买入 (维持)

亚玛顿

002623

限电影响 Q3 业绩，超薄玻璃大有可为

2022年10月26日

## 市场数据

市场数据日期	2022-10-25
收盘价(元)	30.27
总股本(百万股)	199.06
流通股本(百万股)	198.64
总市值(百万元)	6025.62
流通市值(百万元)	6012.72
净资产(百万元)	3282.21
总资产(百万元)	4846.71
每股净资产(元)	16.49

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证建材】亚玛顿 2022 年中报点评: H1 业绩大幅增长, 成本有望持续改善》2022-08-15

《【兴证建材】亚玛顿 2022 一季报点评: Q1 产销大幅增长, 价格与成本拖累业绩》2022-05-20

《【兴证电新】亚玛顿 2020 年报点评: 宽版、薄玻璃产能大量释放, BIPV 瓦片需求有望爆发》2021-04-12

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

S0190522100003

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2032	2797	3517	4553
同比增长	12.7%	37.6%	25.8%	29.4%
归母净利润(百万元)	54	118	298	425
同比增长	-60.8%	119.3%	151.4%	42.9%
毛利率	8.3%	10.8%	16.2%	17.4%
净利率	2.8%	4.4%	8.8%	9.7%
净资产收益率	1.6%	3.5%	8.2%	10.7%
每股收益(元)	0.27	0.59	1.50	2.14
每股经营现金流(元)	-0.72	-0.40	1.57	1.73

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **公司披露 2022 三季度报。**实现营收 22.85 亿元, 同比+61.66%, 实现归母净利润 5917 万元, 同比+46.20%, 扣非后归母净利润 3924 万元, 同比+182.15%。其中, 三季度实现营收 8.16 亿元, 同比+51.93%, 归母净利 0.16 亿元, 同比-5.86%, 扣非后归母净利 0.12 亿元, 同比+239.44%。前三季度销售净利率 2.69%, 同比-0.23 个百分点, Q3 净利率 2.07%, 同比-0.99 个百分点。
- **公司 2022 年前三季度期间费用占比为 5.15%, 较去年同期-1.74 个百分点。**1) 销售费用率 0.15%, 同比-0.33 个百分点; 2) 管理费用率 1.89%, 同比-1.13 个百分点; 3) 财务费用率 0.36%, 同比-0.02 个百分点; 4) 研发费用率 2.74%, 同比-0.26 个百分点。
- **公司期末资产负债率 31.93%, 上年为 30.92%。**短期借款 4.06 亿元 (21 年同期 4.56 亿元), 长期借款 1.23 亿元 (21 年同期 1.32 亿元)。
- **公司 2022 年前三季度经营性现金流净额为-0.68 亿元, 较去年同期-1.85 亿元; 每股经营性现金流净额为-0.34 元/股, 同比-0.93 元/股。**从收、付现比的角度来看, 公司 2022 年前三季度收、付现比分别为 56.63%、64.09%, 分别较上年同期变动-15.52、-4.86 个百分点。
- **现金流方面,**经营活动产生的现金流量净额-0.68 亿元, 同比-157.77%; 投资活动产生的现金流量净额 1.70 亿元, 同比 121.82%; 筹资活动产生的现金流量净额-0.96 亿元, 同比-112.85%。
- **盈利预测:** 假设原片资产于 2023 年并表, 我们调整盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润 1.18、2.98、4.25 亿元, 根据 10 月 25 日股价对应 PE 分别为 50.9X、20.2X、14.2X, 维持“买入”评级。

风险提示: 市场份额提升不及预期; 原材料价格大幅上涨; 新业务拓展不及预期; 竞争格局恶化。

## 报告正文

## 事件

- 公司披露 2022 三季度报。实现营收 22.85 亿元，同比+61.66%，实现归母净利润 5917 万元，同比+46.20%，扣非后归母净利润 3924 万元，同比+182.15%。其中，三季度实现营收 8.16 亿元，同比+51.93%，归母净利润 0.16 亿元，同比-5.86%，扣非后归母净利润 0.12 亿元，同比+239.44%，业绩环比回落预计主要系三季度内限电影响。前三季度销售净利率 2.69%，同比-0.23 个百分点，Q3 净利率 2.07%，同比-0.99 个百分点。

## 点评

- 公司披露 2022 三季度报。实现营收 22.85 亿元，同比+61.66%，主要原因系报告期公司光伏减反玻璃销量较上年同期有较大幅度地提升。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 7.06 亿元、7.64 亿元、8.16 亿元，分别较去年同期变动+22.37%、+154.64%、+51.93%。
- 2021 年公司实现综合毛利率 7.56%，较去年下降 0.71pct。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 4.99%、9.38%、8.09%，分别较去年同期变动-8.72、11.02、3.86pct。
- 公司 2022 年前三季度期间费用占比为 5.15%，较去年同期-1.74 个百分点。
  - 1) 销售费用率 0.15%，同比-0.33 个百分点；
  - 2) 管理费用率 1.89%，同比-1.13 个百分点；
  - 3) 财务费用率 0.36%，同比-0.02 个百分点；
  - 4) 研发费用率 2.74%，同比-0.26 个百分点。
- 公司期末资产负债率 31.93%，上年为 30.92%。短期借款 4.06 亿元（21 年同期 4.56 亿元），长期借款 1.23 亿元（21 年同期 1.32 亿元）。
- 公司 2022 年前三季度经营性现金流净额为-0.68 亿元，较去年同期-1.85 亿元；每股经营性现金流净额为-0.34 元/股，同比-0.93 元/股。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 每股经营性现金流净额分别为-0.66、0.38、-0.07 元，分别较去年同期变动-0.76、-0.40、0.23 元；从收、付现比的角度来看，公司 2022 年前三季度收、付现比分别为 56.63%、64.09%，分别较上年同期变动-15.52、-4.86 个百分点。
- 现金流方面，经营活动产生的现金流量净额-0.68 亿元，同比-157.77%，主要原因系报告期原材料购买以现汇方式支付的金额增加所致；投资活动产生的现金流量净额 1.70 亿元，同比 121.82%，主要原因系报告期银行理财到期，收回了大部分的理财金额所致；筹资活动产生的现金流量净额-0.96 亿元，同比-112.85%，主要原因系上期公司完成非公开发再融资，吸收投资收到的现

金增加所致。

- **持续技术创新，稳固核心竞争力。**公司以市场为导向，确立短期和中长期研发目标和项目，进一步加大研发投入，不断开创和深化具有核心竞争优势的技术和产品。为了进一步提升公司的核心竞争力，公司依托于现有的核心技术以及市场需求，开发更加轻量化（1.6mm）的超薄光伏玻璃，并已通过核心客户认证，目前已经批量向客户供应相关产品。同时，公司于2022年6月26日与天合光能签订关于1.6mm超薄光伏玻璃的《战略合作协议》，体现了公司在薄玻璃领域的技术研发优势和技术创新能力，进一步提升公司在薄玻璃领域的市场影响力及核心竞争力。

**盈利预测：**假设原片资产于2023年并表，我们调整盈利预测，预计2022-2024年归母净利1.18、2.98、4.25亿元，根据10月25日股价对应PE分别为50.9X、20.2X、14.2X，维持“买入”评级。

**风险提示：**市场份额提升不及预期；原材料价格大幅上涨；新业务拓展不及预期；竞争格局恶化。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3056	3813	4409	5308	<b>营业收入</b>	2032	2797	3517	4553
货币资金	746	1359	1572	1871	营业成本	1863	2494	2947	3759
交易性金融资产	906	490	558	593	税金及附加	13	20	25	32
应收票据及应收账款	665	1049	1254	1630	销售费用	7	10	12	15
预付款项	29	75	79	98	管理费用	66	98	117	153
存货	252	291	346	451	研发费用	70	102	129	167
其他	458	550	602	665	财务费用	23	46	67	91
<b>非流动资产</b>	1837	1703	1567	1449	其他收益	17	30	37	48
长期股权投资	31	28	29	29	投资收益	36	74	93	121
固定资产	1373	1285	1163	1071	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	36	14	2	-6	信用减值损失	18	12	15	19
无形资产	140	134	128	122	资产减值损失	-0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	21	10	3	-4	<b>营业利润</b>	61	143	366	524
其他	235	233	241	237	营业外收入	2	9	11	14
<b>资产总计</b>	4893	5516	5976	6757	营业外支出	5	3	4	5
<b>流动负债</b>	1320	1717	1885	2241	<b>利润总额</b>	58	149	373	534
短期借款	424	492	470	477	所得税	1	25	63	91
应付票据及应付账款	808	1073	1280	1630	净利润	57	123	310	443
其他	88	152	135	134	少数股东损益	3	5	12	18
<b>非流动负债</b>	281	360	419	480	<b>归属母公司净利润</b>	54	118	298	425
长期借款	132	173	244	305	<b>EPS(元)</b>	0.27	0.59	1.50	2.14
其他	149	188	175	175					
<b>负债合计</b>	1601	2077	2303	2721					
股本	199	199	199	199	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	2432	2432	2432	2432	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
未分配利润	584	683	883	1205	<b>成长性</b>				
少数股东权益	15	20	32	50	营业收入增长率	12.7%	37.6%	25.8%	29.4%
<b>股东权益合计</b>	3292	3439	3673	4036	营业利润增长率	-62.3%	134.0%	156.6%	43.2%
<b>负债及权益合计</b>	4893	5516	5976	6757	归母净利润增长率	-60.8%	119.3%	151.4%	42.9%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	8.3%	10.8%	16.2%	17.4%
					净利率	2.8%	4.4%	8.8%	9.7%
					ROE	1.6%	3.5%	8.2%	10.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	32.7%	37.7%	38.5%	40.3%
					流动比率	2.32	2.22	2.34	2.37
					速动比率	2.12	2.05	2.16	2.17
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	45.4%	53.7%	61.2%	71.5%
					应收账款周转率	401.9%	406.0%	377.0%	394.1%
					存货周转率	880.9%	832.0%	829.0%	847.9%
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	0.27	0.59	1.50	2.14
					每股经营现金	-0.72	-0.40	1.57	1.73
					每股净资产	16.46	17.18	18.29	20.03
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	111.6	50.9	20.2	14.2
					PB	1.8	1.8	1.7	1.5

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3056	3813	4409	5308
货币资金	746	1359	1572	1871
交易性金融资产	906	490	558	593
应收票据及应收账款	665	1049	1254	1630
预付款项	29	75	79	98
存货	252	291	346	451
其他	458	550	602	665
<b>非流动资产</b>	1837	1703	1567	1449
长期股权投资	31	28	29	29
固定资产	1373	1285	1163	1071
在建工程	36	14	2	-6
无形资产	140	134	128	122
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	21	10	3	-4
其他	235	233	241	237
<b>资产总计</b>	4893	5516	5976	6757
<b>流动负债</b>	1320	1717	1885	2241
短期借款	424	492	470	477
应付票据及应付账款	808	1073	1280	1630
其他	88	152	135	134
<b>非流动负债</b>	281	360	419	480
长期借款	132	173	244	305
其他	149	188	175	175
<b>负债合计</b>	1601	2077	2303	2721
股本	199	199	199	199
资本公积	2432	2432	2432	2432
未分配利润	584	683	883	1205
少数股东权益	15	20	32	50
<b>股东权益合计</b>	3292	3439	3673	4036
<b>负债及权益合计</b>	4893	5516	5976	6757

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	54	118	298	425
折旧和摊销	150	134	134	135
资产减值准备	0	2	6	23
资产处置损失	-0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	26	46	67	91
投资损失	-36	-74	-93	-121
少数股东损益	3	5	12	18
营运资金的变动	-329	-312	-113	-227
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-143</b>	<b>-80</b>	313	344
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-523</b>	455	27	67
<b>融资活动产生现金流量</b>	719	237	-127	-111
现金净变动	51	613	213	300
现金的期初余额	490	746	1359	1572
现金的期末余额	542	1359	1572	1871

## 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并登记为证券分析师，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。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,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn