

亚玛顿 (002623.SZ)

销量继续增长，产品结构占优

核心观点:

- **公司发布 2022 年三季报。** 22Q1-3 营业收入 22.85 亿元，同比+61.66%，归母净利润 0.59 亿元，同比+46.20%，扣非净利润 0.39 亿元，同比+182.15%；22Q3 营业收入 8.16 亿元，同比+51.93%，归母净利润 0.16 亿元，同比-5.86%，扣非净利润 0.12 亿元，同比+239.44%，21Q3 行业景气底部，公司实现微利，22Q3 在出货量大幅增长、凤阳深加工成品率抬升的情况下，相较 21Q3 而言，实现一定规模的盈利。
- **光伏玻璃出货量继续增长，组件和电子玻璃板块承压。** 根据凤阳深加工产能的爬坡节奏，我们预计 22Q3 公司出货量同比增加约 1200 万平（折 3.2mm），产能利用率和成品率持续抬升，出货量环比继续增长，Q4 产能有望充分释放。根据卓创，22Q3 3.2mm 镀膜均价 27.2 元/平，同比+3.5 元/平，环比-0.9 元/平，推动单平净利同比提升、环比小幅下降，但年末抢装需求和高位成本支撑下，均价有望回升；组件三季度订单量同比缩减，电子玻璃需求不及预期，两者对业绩的拖累加大，随着布局深入和规模扩张，电子玻璃业务有望逐步实现盈利。
- **1.6mm 超薄玻璃推广顺利，特斯拉供货年末有望确定。** 公司在 2.0mm 以下超薄玻璃具备差异化优势，拟向天合光能销售 1.6mm 玻璃 3.4 亿平，明年起 1.6mm 占比有望大幅提升；作为特斯拉合格供应商，年末 v3.5 代太阳能屋顶有望上市，我们预计将增加公司 23 年的供货量。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 22-24 年 EPS 分别 0.62、1.27、2.06 元/股（盈利预测未考虑重组和配套融资的影响），对应 PE 分别为 51.9、25.4、15.7 倍，综合考虑公司内生增长、盈利能力改善潜力以及可比公司估值，维持公司合理价值 50.65 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 光伏行业增长低预期、原材料价格增长、玻璃价格下调、资产收购存在不确定性。

盈利预测:

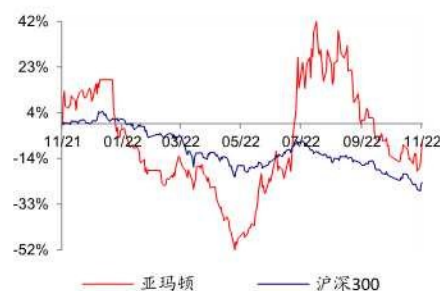
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,803	2,032	3,339	4,241	5,106
增长率 (%)	52.2	12.7	64.3	27.0	20.4
EBITDA (百万元)	323	173	324	478	669
归母净利润 (百万元)	138	54	124	253	410
增长率 (%)	241.9	-60.8	129.3	104.4	62.1
EPS (元/股)	0.86	0.27	0.62	1.27	2.06
市盈率 (x)	51.10	125.93	51.93	25.41	15.68
ROE (%)	5.9	1.6	3.6	6.7	9.6
EV/EBITDA (x)	21.33	39.06	19.74	13.26	9.20

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	32.30 元
合理价值	50.65 元
前次评级	买入
报告日期	2022-11-03

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师:

张乾



SAC 执证号: S0260522080003



021-38003687



gzhangqian@gf.com.cn

请注意: 邹戈, 张乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

亚玛顿 (002623.SZ): 22H1	2022-08-18
业绩大幅增长, 盈利改善预期持续兑现	
亚玛顿 (002623.SZ): 原片	2022-08-03
资产装入及超薄光伏玻璃推广逐步兑现	
亚玛顿 (002623.SZ): 景气	2022-05-11
底部盈利承压, 看好公司战略转型	

请务必阅读末页的免责声明

公司发布2022年三季报。22Q1-3营业收入22.85亿元，同比+61.66%，归母净利润0.59亿元，同比+46.20%，扣非净利润0.39亿元，同比+182.15%；22Q3营业收入8.16亿元，同比+51.93%，归母净利润0.16亿元，同比-5.86%，扣非净利润0.12亿元，同比+239.44%。单季度扣非后业绩同比大幅提升，主要系21Q3行业景气处于阶段性底部，公司实现微利、业绩基数较低（21Q3扣非净利润343万元），22Q3虽然景气也较差，但出货量大幅增长、凤阳深加工成品率抬升的情况下，相较21Q3而言，实现一定规模的盈利。但22Q3扣非业绩环比22Q2-50%，主要是因为光伏玻璃均价环比下降、单平净利减少，并且组件和电子玻璃对业绩的拖累加大。

光伏玻璃出货量继续增长，组件和电子玻璃承压。（1）光伏玻璃：凤阳硅谷两座窑炉分别于21年7月、9月点火，同步建设投产配套深加工生产线，考虑产能爬坡的节奏，我们预计22Q3公司光伏玻璃出货量同比增加约1200万平方米（折算为3.2mm）。环比来看，即使8月凤阳和常州基地限电影响了部分生产，但凤阳基地深加工产能利用率和成品率在持续抬升，使得22Q3出货量环比22Q2继续增长，且22Q4产能有望充分释放。根据卓创资讯，22Q3 3.2mm镀膜均价27.2元/平，同比+3.5元/平，环比-0.9元/平，均价的同比增长推动单平净利的同比提升（去年同期光伏玻璃价格处于底部，且我们测算成本涨幅小于价格涨幅）。环比来看，7-8月光伏玻璃价格经历多轮调降后，Q3单平净利环比Q2有小幅下降，但Q4在年末抢装需求和高位成本支撑下，光伏玻璃均价有望回升（根据卓创，11月初交货的光伏玻璃成品报价上涨1.5-2.0元/平）；（2）组件：公司组件业务定位分布式BIPV组件开发，上半年毛利亏损1245万元，三季度订单量同比缩减，我们预计Q3拖累盈利扩大；（3）电子玻璃：消费电子产品三季度需求低位，公司作为配套供应商销量也随之下降，但近两年公司在加快电子玻璃产品的导入，4月公告拟投资29亿元建设年产500万台大尺寸显示光学贴合生产线，9月投资设立全资子公司亚玛顿（湖北）高清显示科技有限公司，完善光电显示领域的产业链布局，随着电子玻璃业务的规模扩张，有望逐步扭亏为盈。

1.6mm超薄玻璃推广顺利，特斯拉供货年末有望确定。公司光伏玻璃产品以2.0mm以下薄玻璃为主，超薄玻璃是公司的差异化优势，公司6月与天合光能签署《战略合作协议》，拟于22年6月-25年向天合光能销售1.6mm超薄光伏玻璃合计3.4亿平，目前推广进展顺利，按照规划的销售量，明年起1.6mm销售占比有望大幅提升。公司作为特斯拉合格屋顶供应商，上半年受新疆硅料事件影响，供货量不及预期，目前特斯拉正在进行v3.5代新版本太阳能屋顶，年末有望推出新版太阳能屋顶，若公司测试进展顺利，我们预计将增加公司23年的供货量。

原材料采购和应收影响现金流。22Q3经营性现金流净额-1341万元，去年同期为-5954万元，22Q2为7606万元；收现比0.56，同比+0.05，环比-0.04；付现比0.62，同比+0.04，环比+0.16。一方面，原材料购买以现汇方式支付的金额增加，另一方面，出货量扩大后应收款项增加（22Q3末应收账款及票据10.92亿元，环比22Q2末+1.17亿元）。随着产能充分释放后出货量趋于稳定，现金流有望逐步好转。

盈利预测与投资建议。我们预计公司22-24年EPS分别0.62、1.27、2.06元/股（盈利预测未考虑重组和配套融资的影响），对应PE分别为51.9、25.4、15.7倍，综合考虑公司内生增长、盈利能力改善潜力以及可比公司估值，维持公司合理价值50.65元

/股，维持“买入”评级。

风险提示。光伏行业增长低预期、原材料价格增长、玻璃价格下调、资产收购存在不确定性。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,266	3,056	3,970	4,501	5,108	经营活动现金流	242	-143	414	456	553
货币资金	836	746	1,200	1,402	1,632	净利润	140	57	130	259	416
应收及预付	704	695	841	1,093	1,324	折旧摊销	169	159	182	186	194
存货	130	252	356	459	531	营运资金变动	-72	-329	89	-12	-79
其他流动资产	596	1,364	1,574	1,547	1,621	其它	4	-30	13	22	22
非流动资产	1,788	1,837	2,113	2,382	2,642	投资活动现金流	85	-523	-395	-354	-317
长期股权投资	29	31	31	31	31	资本支出	-79	-161	-403	-368	-335
固定资产	1,257	1,373	1,561	1,738	1,907	投资变动	139	-830	5	5	5
在建工程	70	36	136	236	336	其他	26	467	4	9	13
无形资产	140	140	132	125	119	筹资活动现金流	-34	719	435	100	-5
其他长期资产	292	256	253	251	249	银行借款	881	793	471	152	52
资产总计	4,054	4,893	6,084	6,883	7,750	股权融资	0	986	0	0	0
流动负债	1,509	1,320	2,140	2,509	2,759	其他	-915	-1,060	-36	-52	-58
短期借款	629	424	695	747	700	现金净增加额	292	51	454	202	230
应付及预收	702	808	1,345	1,652	1,931	期初现金余额	198	490	746	1,200	1,402
其他流动负债	177	88	100	110	128	期末现金余额	490	542	1,200	1,402	1,632
非流动负债	188	281	481	581	681						
长期借款	0	132	332	432	532						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	188	149	149	149	149						
负债合计	1,696	1,601	2,621	3,090	3,440						
股本	160	199	199	199	199						
资本公积	1,485	2,432	2,432	2,432	2,432						
留存收益	608	662	826	1,150	1,661						
归属母公司股东权益	2,345	3,277	3,442	3,766	4,277						
少数股东权益	12	15	21	27	33						
负债和股东权益	4,054	4,893	6,084	6,883	7,750						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,803	2,032	3,339	4,241	5,106
营业成本	1,515	1,863	2,999	3,703	4,342
营业税金及附加	13	13	17	19	20
销售费用	6	7	8	11	13
管理费用	63	66	83	102	117
研发费用	52	70	90	114	138
财务费用	66	23	17	22	27
资产减值损失	-11	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	62	36	27	34	41
营业利润	162	61	156	309	495
营业外收支	7	-3	-3	-4	-5
利润总额	169	58	153	305	490
所得税	28	1	23	46	73
净利润	140	57	130	259	416
少数股东损益	3	3	6	6	6
归属母公司净利润	138	54	124	253	410
EBITDA	323	173	324	478	669
EPS (元)	0.86	0.27	0.62	1.27	2.06

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	52.2%	12.7%	64.3%	27.0%	20.4%
营业利润增长	245.3%	-62.3%	155.9%	98.0%	60.1%
归母净利润增长	241.9%	-60.8%	129.3%	104.4%	62.1%
获利能力					
毛利率	16.0%	8.3%	10.2%	12.7%	15.0%
净利率	7.8%	2.8%	3.9%	6.1%	8.2%
ROE	5.9%	1.6%	3.6%	6.7%	9.6%
ROIC	4.2%	0.3%	2.6%	4.9%	7.1%
偿债能力					
资产负债率	41.8%	32.7%	43.1%	44.9%	44.4%
净负债比率	72.0%	48.6%	75.7%	81.5%	79.8%
流动比率	1.50	2.32	1.86	1.79	1.85
速动比率	1.37	2.10	1.66	1.58	1.62
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.42	0.55	0.62	0.66
应收账款周转率	3.82	4.07	6.64	6.40	6.29
存货周转率	13.90	8.08	9.39	9.23	9.62
每股指标 (元)					
每股收益	0.86	0.27	0.62	1.27	2.06
每股经营现金流	1.51	-0.72	2.08	2.29	2.78
每股净资产	14.66	16.46	17.29	18.92	21.48
估值比率					
P/E	51.10	125.93	51.93	25.41	15.68
P/B	3.00	2.08	1.87	1.71	1.50
EV/EBITDA	21.33	39.06	19.74	13.26	9.20

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：联席首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：资深分析师，南京大学材料工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：高级分析师，南京大学经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。