

2023年05月09日

亚玛顿 (002623.SZ)

盈利有望改善，产能加速扩张

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布2022年年报及2023年一季报。2022年公司实现营业收入31.7亿元，同比+55.9%，归母净利润0.8亿元，同比+54.8%，毛利率8.1%，同比-0.2pct，净利率2.7%，同比-0.1pct；其中Q4营收8.8亿元，同/环比+42.8%/+8.3%，归母净利润0.24亿元，同/环比+80.6%/+50.8%，毛利率9.6%，同/环比-2.0/+1.5pct。2023Q1公司实现营收8.1亿元，同/环比+14.6%/-8.4%，归母净利润0.16亿元，同/环比+41.7%/-35.9%，毛利率6.9%，同/环比+1.9/-2.7pct。2022年公司光伏玻璃产销量同比大幅增长，单位加工成本进一步下降，实现营收净利双增长。
- ◆ **22年光伏玻璃出货高增盈利承压，23年盈利将有较大改善：**2022年公司光伏玻璃出货大幅增长，同比提升95.8%至1.4亿平，带动营收增长65.3%至28.8亿元，营收占比达到90.9%（同比+5.2pct）；由于行业价格承压，公司光伏玻璃单平售价下降15.6%至20.4元，单平毛利1.7元（同比-16.2%）。展望2023年，2023Q1公司光伏玻璃出货约0.4亿平，全年出货预计可达1.6-1.8亿平。随着市场需求提升，4月光伏玻璃价格上涨，叠加公司1.6mm玻璃放量带来产品结构优化、天然气和纯碱价格回落带来成本下降，预计2023年公司光伏玻璃单平毛利将回升至2元以上。
- ◆ **光伏玻璃订单充足，产能持续扩张：**2022年公司分别与天合光能、晶澳科技销售战略框架合同，于2022年6月至2025年向天合销售3.4亿平1.6mm超薄光伏玻璃，于2023年至2025年向晶澳销售2.8亿平光伏玻璃。销售框架合同的签订有利于公司超薄光伏玻璃的市场推广，保障业绩增长。公司也在加快产能扩张并优化产能布局，2022年在本溪成立控股子公司用于扩建超薄光伏玻璃深加工产线，预计2023年下半年投产，凤阳2条深加工产线也将于今年下半年投产，产能的扩张将进一步提升公司在超薄光伏玻璃领域的市场占有率。
- ◆ **持续技术创新，提高核心竞争力：**（1）组件业务方面，公司作出了战略转型，专注于BIPV相关领域，目前已经设计研发了满足光伏+民用瓦屋面等应用场景的多款产品。（2）电子玻璃及其他玻璃方面，2022年公司出货18万平，同增46%，公司将继续着力推进玻璃扩散板和导光板、全贴合工艺等新产品和新工艺的产业化进度，为后续发展储备内生增长动力。（3）钙钛矿方面，公司较早前研究过TCO玻璃相关技术，2022年根据客户需求小批量送样了一些ITO玻璃，成功导入后批量供货，后续公司将不断储备和完善技术和经验，待该技术产业化后能快速导入。
- ◆ **投资建议：**公司为超薄光伏玻璃领军企业，原片玻璃稳定供应，将充分受益光伏行业高增长和双玻市场渗透率提升；凭借优秀研发能力，公司也在延伸产品多元化布局，为后续发展增加新的利润增长点。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.4亿元、2.1亿元、3.1亿元，对应PE为38.8、25.4、17.2倍，首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**光伏装机不及预期；行业竞争格局恶化；新业务拓展不及预期等。

公司快报

电力设备及新能源 | 太阳能III

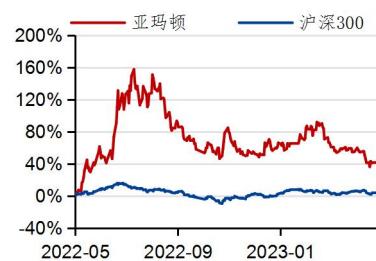
投资评级 **买入-A(首次)**

股价(2023-05-08) 27.13元

交易数据

总市值 (百万元)	5,400.57
流通市值 (百万元)	5,389.00
总股本 (百万股)	199.06
流通股本 (百万股)	198.64
12个月价格区间	47.01/19.57

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.85	-23.46	40.8
绝对收益	-9.32	-23.79	44.73

分析师

张文臣

SAC 执业证书编号: S0910523020004
zhangwenchen@huajinsec.cn

分析师

顾华昊

SAC 执业证书编号: S0910523020002
guhuahao@huajinsec.cn

报告联系人

申文雯

shenwenwen@huajinsec.cn

报告联系人

乔春绒

qiaochunrong@huajinsec.cn

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,032	3,168	3,655	4,760	6,250
YoY(%)	12.7	55.9	15.4	30.2	31.3
净利润(百万元)	54	84	139	212	313
YoY(%)	-60.8	54.8	66.4	52.6	47.6
毛利率(%)	8.3	8.1	10.5	11.7	12.5
EPS(摊薄/元)	0.27	0.42	0.70	1.07	1.57
ROE(%)	1.7	2.7	4.3	6.2	8.4
P/E(倍)	100.0	64.6	38.8	25.4	17.2
P/B(倍)	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4
净利率(%)	2.7	2.6	3.8	4.5	5.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3056	3012	3554	3883	4800	营业收入	2032	3168	3655	4760	6250
现金	746	753	860	953	1250	营业成本	1863	2911	3273	4204	5470
应收票据及应收账款	665	1018	1197	1328	1877	营业税金及附加	13	15	19	24	32
预付账款	29	54	57	79	88	营业费用	7	6	11	14	19
存货	252	185	289	357	439	管理费用	66	62	77	90	117
其他流动资产	1364	1002	1150	1167	1145	研发费用	70	102	110	138	181
非流动资产	1837	1971	2175	2744	3345	财务费用	23	17	41	68	89
长期投资	31	32	34	36	39	资产减值损失	17	4	0	0	0
固定资产	1373	1258	1504	2053	2621	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	140	145	145	146	146	投资净收益	36	22	33	31	32
其他非流动资产	293	536	491	508	539	营业利润	61	90	172	262	387
资产总计	4893	4984	5729	6627	8145	营业外收入	2	0	1	1	1
流动负债	1320	1379	2036	2727	3945	营业外支出	5	4	3	3	4
短期借款	424	421	900	1300	2224	利润总额	58	86	171	261	385
应付票据及应付账款	808	880	990	1282	1523	所得税	1	0	27	42	62
其他流动负债	88	77	146	145	198	税后利润	57	86	143	219	323
非流动负债	281	355	311	311	305	少数股东损益	3	3	4	7	10
长期借款	132	162	143	143	137	归属母公司净利润	54	84	139	212	313
其他非流动负债	149	192	168	168	168	EBITDA	220	266	358	533	739
负债合计	1601	1734	2347	3038	4249						
少数股东权益	15	22	27	33	43						
股本	199	199	199	199	199						
资本公积	2432	2432	2432	2432	2432						
留存收益	662	733	852	1023	1258						
归属母公司股东权益	3277	3228	3356	3555	3853						
负债和股东权益	4893	4984	5729	6627	8145						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
经营活动现金流	-143	101	22	524	316						
净利润	57	86	143	219	323						
折旧摊销	150	166	161	223	271						
财务费用	23	17	41	68	89						
投资损失	-36	-22	-33	-31	-32						
营运资金变动	-329	-161	-290	45	-336						
其他经营现金流	-8	14	-1	0	0						
投资活动现金流	-523	123	-311	-761	-841						
筹资活动现金流	719	-134	397	329	-102						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.42	0.70	1.07	1.57	P/E	100.0	64.6	38.8	25.4	17.2
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.72	0.51	0.11	2.63	1.59	P/B	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4
每股净资产(最新摊薄)	16.46	16.21	16.71	17.71	19.21	EV/EBITDA	20.2	17.9	14.4	10.3	8.3
主要财务比率											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
成长能力											
营业收入(%)	12.7	55.9	15.4	30.2	31.3						
营业利润(%)	-62.3	47.2	92.1	52.0	47.6						
归属于母公司净利润(%)	-60.8	54.8	66.4	52.6	47.6						
获利能力											
毛利率(%)	8.3	8.1	10.5	11.7	12.5						
净利率(%)	2.7	2.6	3.8	4.5	5.0						
ROE(%)	1.7	2.7	4.3	6.2	8.4						
ROIC(%)	1.7	2.5	3.7	5.1	6.2						
偿债能力											
资产负债率(%)	32.7	34.8	41.0	45.8	52.2						
流动比率	2.3	2.2	1.7	1.4	1.2						
速动比率	1.8	1.8	1.4	1.1	1.0						
营运能力											
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8						
应收账款周转率	3.1	3.8	3.3	3.8	3.9						
应付账款周转率	2.5	3.4	3.5	3.7	3.9						
估值比率											
P/E	100.0	64.6	38.8	25.4	17.2						
P/B	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4						
EV/EBITDA	20.2	17.9	14.4	10.3	8.3						

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张文臣、顾华昊声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： www.huajinsec.cn