



买入（维持）

所属行业：建筑材料/玻璃制造
当前价格(元)：29.48

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

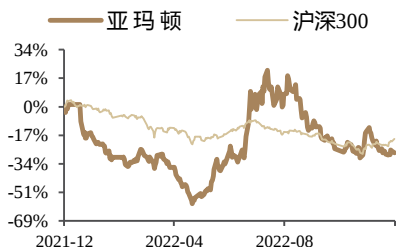
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

杨东瑜

邮箱：yangdy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-14.95	-3.22	-17.03
相对涨幅(%)	-19.72	-6.95	-15.12

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《亚玛顿(002623.SZ)：Q3价格下调影响业绩，看好Q4产业链供需改善下价格回暖》，2022.10.27
- 2.《亚玛顿(002623.SZ)：电玻和组件业务影响业绩，22H2超薄光伏玻璃预计持续景气》，2022.8.15
- 3.《亚玛顿(002623.SZ)：业绩符合预期，超薄玻璃走出差异优势》，2022.7.15
- 4.《亚玛顿(002623.SZ)：签订天合超薄玻璃大单，差异化竞争出成效》，2022.6.27
- 5.《亚玛顿(002623.SZ)：发布收购凤阳硅谷资产及定增草案，一体化优势助力盈利改善》，2022.6.13

亚玛顿(002623.SZ)：原片资产收购暂缓，硅料下行光伏产业链利润有望再分配

投资要点

- **事件：**12月4日晚，公司发布“关于终止发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项”公告，宣布暂时停止凤阳硅谷原片资产收购以及配套定增项目，后期公司将在综合考虑外部环境变化、公司战略规划、估值调整等因素的前提下重新筹划本次并购重组事项。
- **暂时终止原片资产收购和定增，预计未来将择期重启项目。**此次暂缓收购主要考虑到22年光伏玻璃原片面临原燃材料价格高位、产业链价格博弈等经营压力，此次交易面临不确定性，预计未来公司将重新启动凤阳原片资产收购与定增事项。此前重组并购草案中，公司计划向上海苓达、上海达菱（前两大股东实控人均为公司实控人（林金锡、林金汉）、中石化资本发行股份及支付现金收购其持有的凤阳硅谷60.92%、11.54%、7.96%的股权，并现金收购其余股东剩余股份。根据草案，凤阳硅谷资产定价为25.25亿元，未来项目重启后标的或重新定价。我们认为，此次公司考虑终止收购只是暂时性事件，在光伏玻璃业务板块，公司依然坚持“原片+深加工”一体化布局的规划，未来凤阳硅谷原片资产仍望注入上市公司。
- **短期装机暂缓光伏玻璃价格下调，看好硅料下调落地辅材量价齐升。**根据卓创资讯，在预期硅料等成本将持续下降等因素影响下，年底光伏装机增长放缓，组件厂开工率下滑，光伏玻璃按需采购订单增速放缓，供给端新产线具备点火条件，12月产能预计继续提升。12月初，当前供需结构下，光伏玻璃价格小幅下降，2.0/3.2mm镀膜/钢化玻璃分别下降0.5元/平米至20.5/27.5元/平方。成本端，22Q4天然气采购价未延续往年供暖旺季走势，价格回落，纯碱库存偏紧下价格小幅提升，但是在下游浮法玻璃成本压力下提价空间有限，因此成本端平稳甚至回落背景下，此次光伏玻璃降价对厂家利润空间压缩较小。当前硅料、硅片价格下降预期较确定，此前组件厂利润受上游硅料、硅片成本高位压缩，硅料降价落实后，产业链利润有望重新分配，同时成本降低将有效释放下游装机需求，光伏玻璃等辅材有望实现量价齐升。
- **投资电子玻璃产能建设，玻璃板块产品结构升级。**8月公司宣布在湖北十堰投资1亿元建设光电显示玻璃子公司，4月发布公告子公司拟在安徽凤阳投资建设年产500万台大尺寸显示光学贴合生产线。公司凭借多年技术累积，在电子玻璃/贴合工业等方面取得突破性进展，近年来公司逐步出售电站资产，筹划电子玻璃产能建设，公司进一步明确光/电玻璃生产一体化战略。湖北十堰子公司投资将进一步完善公司在光电显示领域垂直产业一体化布局，提升公司在消费电子领域的核心竞争力，现有光电显示领域产能扩张，丰富光伏玻璃为主的产品结构。
- **投资建议：**22年原片资产将不纳入报表，根据1-3季度出货情况，预计公司光伏玻璃深加工业务完成1.2-1.5亿平左右出货目标的前提下，我们维持公司22-24年归母净利润预测为1.13/3.32/5.76亿元，对应EPS分别为0.57/1.67/2.90元，PE估值51.91/17.69/10.18倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**光伏玻璃行业产能大幅扩张超预期，原燃料价格大幅上涨超预期，公司光伏玻璃募项目产能建设进度不及预期，电子玻璃市场拓展不及预期，疫情影响后续生产建设或运输物流活动。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	199.06		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	198.64	营业收入(百万元)	1,803	2,032	3,258	4,210	5,059
52 周内股价区间(元):	16.97-49.60	(+/-)YOY(%)	52.2%	12.7%	60.3%	29.2%	20.1%
总市值(百万元):	5,868.36	净利润(百万元)	138	54	113	332	576
总资产(百万元):	4,846.71	(+/-)YOY(%)	241.9%	-60.8%	109.3%	193.4%	73.8%
每股净资产(元):	16.49	全面摊薄 EPS(元)	0.69	0.27	0.57	1.67	2.90
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	16.0%	8.3%	8.3%	12.6%	16.5%
		净资产收益率(%)	5.9%	1.6%	3.2%	8.0%	11.3%
		资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.57	1.67	2.90
每股净资产	16.46	17.75	20.76	25.63
每股经营现金流	-0.72	0.75	1.49	2.72
每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	108.68	51.91	17.69	10.18
P/B	1.79	1.66	1.42	1.15
P/S	2.89	1.80	1.39	1.16
EV/EBITDA	33.66	39.88	17.55	9.72
股息率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	8.3%	8.3%	12.6%	16.5%
净利润率	2.7%	3.5%	7.9%	11.4%
净资产收益率	1.6%	3.2%	8.0%	11.3%
资产回报率	1.1%	2.0%	5.0%	7.3%
投资回报率	0.3%	0.5%	4.2%	7.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	12.7%	60.3%	29.2%	20.1%
EBIT 增长率	-91.3%	55.7%	910.8%	113.7%
净利润增长率	-60.8%	109.3%	193.4%	73.8%
偿债能力指标				
资产负债率	32.7%	37.4%	37.0%	34.4%
流动比率	2.3	1.9	1.9	2.0
速动比率	2.1	1.7	1.6	1.7
现金比率	0.6	0.2	0.2	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	89.6	89.6	89.6	89.6
存货周转天数	49.3	49.3	49.3	49.3
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	1.5	2.3	2.7	2.8

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	54	113	332	576
少数股东损益	3	6	17	29
非现金支出	142	134	134	134
非经营收益	-13	-40	-78	-81
营运资金变动	-329	-64	-107	-118
经营活动现金流	-143	148	296	541
资产	-161	-270	-249	-249
投资	-830	-272	0	0
其他	467	58	99	101
投资活动现金流	-523	-484	-150	-148
债权募资	793	0	0	0
股权募资	986	0	0	0
其他	-1,060	-22	-22	-22
融资活动现金流	719	-22	-22	-22
现金净流量	51	-357	125	371

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 5 日
资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,032	3,258	4,210	5,059
营业成本	1,863	2,988	3,678	4,222
毛利率%	8.3%	8.3%	12.6%	16.5%
营业税金及附加	13	20	26	31
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	7	11	14	17
营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	66	106	136	164
管理费用率%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用	70	113	146	175
研发费用率%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT	13	21	210	450
财务费用	23	-10	-10	-24
财务费用率%	1.1%	-0.3%	-0.2%	-0.5%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	36	61	99	101
营业利润	61	122	357	620
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	58	122	357	620
EBITDA	173	155	344	584
所得税	1	3	9	15
有效所得税率%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
少数股东损益	3	6	17	29
归属母公司所有者净利润	54	113	332	576

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	746	389	514	885
应收账款及应收票据	665	1,067	1,378	1,656
存货	252	403	497	570
其它流动资产	1,393	1,701	1,726	1,748
流动资产合计	3,056	3,560	4,115	4,859
长期股权投资	31	32	32	32
固定资产	1,373	1,403	1,537	1,796
在建工程	36	286	536	786
无形资产	140	140	140	140
非流动资产合计	1,837	2,120	2,504	3,014
资产总计	4,893	5,680	6,619	7,872
短期借款	424	424	424	424
应付票据及应付账款	808	1,295	1,594	1,830
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	88	126	150	169
流动负债合计	1,320	1,845	2,168	2,423
长期借款	132	132	132	132
其它长期负债	149	149	149	149
非流动负债合计	281	281	281	281
负债总计	1,601	2,126	2,449	2,704
实收资本	199	199	199	199
普通股股东权益	3,277	3,533	4,133	5,102
少数股东权益	15	20	37	66
负债和所有者权益合计	4,893	5,680	6,619	7,872

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021 年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

杨东谕 建筑建材行业研究助理，帝国理工学院硕士，主要负责消费建材板块，2021 年加入德邦证券。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。