

亚玛顿(002623)

报告日期: 2022 年 12 月 04 日

资产注入方案将重新筹划；超薄 1.6mm 光伏玻璃领军者——亚玛顿点评报告

投资要点

□ 亚玛顿：资产注入方案终止，后期将视情况重新筹划

据公司公告，公司将终止发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金方案，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交易事项。

1) 终止原因：本次资产注入方案于 2021 年 12 月公告披露，鉴于本次交易历时较长，标的公司所处行业和市场受到俄乌冲突、通胀加速等客观因素的影响，原材料和燃料均承受了较大的成本上升的压力，加之国内外宏观经济和资本市场等环境较本次交易筹划之初发生较大变化。现阶段继续推进本次交易存在较大不确定性风险，为切实维护公司及全体股东利益，公司决定终止本次重大资产重组事项。

2) 未来规划：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交易事项。“原片+深加工”一体化布局，将带来公司业绩、盈利能力提升。

□ 光伏玻璃：签天合光能 74 亿 1.6mm 超薄玻璃大单；引领行业迈向 1.6mm 时代

1) 签 74 亿 1.6 超薄玻璃大单：公司公告与天合光能签 1.6mm 超薄光伏玻璃《战略合作协议》，销售量合计 3.4 亿平米，预估总金额约 74 亿元（含税，按照当前 2.0mm 玻璃均价计算）。占公司 2021 年营业收入 364%。履约期为 2022 年 6 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日。

2) 需求端：分布式需求超预期、推升 1.6 超薄玻璃需求。通过本次框架合作，亚玛顿与天合光能将进一步实现未来新组件（使用 1.6mm 玻璃的组件）市场扩张策略并获得市场份额。据 IEA 统计，2021 年全球分布式光伏装机约为 75GW，占比超过 40%。分布式需求超预期。

3) 供给端：公司 1.6 超薄玻璃推广顺利。除天合光能以外，公司为特斯拉太阳瓦合格供应商，与隆基签订合作框架协议，合作开发“隆顶”BIPV 用 1.6mm 超薄轻质防眩光玻璃在光伏建筑一体化项目应用。同时与其他主流组件厂关于 1.6mm 超薄玻璃合作也在积极推进中。

4) 行业趋势：光伏玻璃向“轻量化”发展。1.6mm 光伏玻璃相比目前主流的 2.0mm 薄 20%，在重量和成本上具明显优势，更符合 BIPV 场景，对光伏行业“降本增效”具有重要意义。公司为超薄光伏玻璃领军者，是全社会极少能大规模批量生产 1.6mm 超薄光伏玻璃厂商之一。

□ 电子玻璃：设亚玛顿高清显示子公司，一体化布局、为客户提供“一站式”解决方案

公司拟 1 亿元在湖北十堰投设全资子公司亚玛顿高清显示，实施高端电子玻璃产品及原材料的研发生产与销售、为客户提供“一站式”解决方案，提升公司在消费电子领域核心竞争力。

□ 投资建议：超薄光伏玻璃领军者，BIPV、电子玻璃打开成长空间

下调公司 2022-2024 年归母净利润至 0.9/1.5/2.4 亿元，同比增长 63%/72%/56%，对应 PE 为 68/39/25 倍。维持“买入”评级。

□ 风险提示：光伏玻璃产能过剩风险；原片资产注入不及预期；新产品推广不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2032	2808	3782	5493
(+/-) (%)	13%	38%	35%	45%
归母净利润	54	88	151	236
(+/-) (%)	-61%	63%	72%	56%
每股收益(元)	0.3	0.4	0.8	1.2
P/E	110	68	39	25

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：李思扬

执业证书号：S1230522020001
lisiyang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 29.93
总市值(百万元)	5,957.94
总股本(百万股)	199.06

股票走势图



相关报告

- 《三季报业绩同比增长 46%；超薄 1.6mm 光伏玻璃领军者——亚玛顿点评报告》 2022.10.26
- 《中报业绩同比增长 85%；垂直产业一体化布局电子玻璃——亚玛顿点评报告》 2022.08.15
- 《【亚玛顿】特斯拉太阳瓦核心供应商；引领光伏玻璃迈向 1.6mm 时代-浙商大制造-20220805》 2022.08.05

■ 可比公司盈利预测与估值。

表 1：可比公司盈利预测与估值

公司	代码	2022/12/2		EPS/元				PE				2021 年	
		股价(元)	总市值(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	PB	ROE%
亚玛顿	002623	29.9	60	0.3	0.4	0.8	1.2	110	68	39	25	1.8	2
福莱特	601865	35.6	687	1.0	1.1	1.7	2.2	36	31	21	16	6	22
信义光能	0968.hk	8.9	791	0.0	0.5	0.7	0.9	-	17	12	9	3	17
南玻 A	000012	7.3	173	0.5	0.7	0.8	1.0	15	10	9	8	2	14
洛阳玻璃	600876	21.7	106	0.4	0.5	0.9	1.5	53	41	24	14	4	10
行业平均（不包括亚玛顿）								35	25	17	12	4	16

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理（除亚玛顿外，各家 2022-2024 年 EPS 为 Wind 一致预期）

■ 签单统计：公司与天合光能签 1.6mm 超薄光伏玻璃《战略合作协议》，迈向 1.6mm 薄玻璃龙头。同时与隆基、晶澳、特斯拉合作紧密。

表 2：公司与天合光能签 1.6mm 超薄光伏玻璃《战略合作协议》，迈向 1.6mm 薄玻璃龙头

客户	合作内容	金额（含税）	时间
天合光能	签 1.6mm 超薄光伏玻璃《战略合作协议》，销售量合计 3.4 亿平米	74 亿元	2022 年 6 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日
晶澳科技	光伏镀膜玻璃长单销售合同，合同销售量合计不少于 7,960 万平米	21 亿元	自 2021 年 1 月 1 日起至 2022 年 12 月 31 日
天合光能	长单销售合同，合同销售量合计 8,500 万平米	21 亿元	自 2020 年 11 月 1 日起至 2022 年 12 月 31 日
特斯拉	提供太阳能瓦片玻璃等	保密	-
隆基股份	长单销售合同，合同销售量合计 6,028 万平米	15 亿元	2020 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3056	3028	3671	4677
现金	746	612	732	697
交易性金融资产	906	353	442	567
应收账款	665	1149	1379	2016
其它应收款	27	223	308	319
预付账款	29	94	102	135
存货	252	292	377	587
其他	431	305	331	355
非流动资产	1837	2863	3314	4261
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	31	26	29	29
固定资产	1373	2444	2874	3846
无形资产	140	133	127	121
在建工程	36	25	22	8
其他	256	234	262	257
资产总计	4893	5891	6984	8937
流动负债	1320	2166	3137	4855
短期借款	424	597	818	856
应付款项	808	1149	1513	2166
预收账款	1598	743	1325	2567
其他	(1510)	(324)	(519)	(733)
非流动负债	281	345	315	314
长期借款	132	132	132	132
其他	149	213	183	182
负债合计	1601	2511	3453	5169
少数股东权益	15	15	15	15
归属母公司股东权益	3277	3365	3517	3753
负债和股东权益	4893	5891	6984	8937

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-143	281	665	1252
净利润	57	88	151	236
折旧摊销	150	140	190	245
财务费用	23	32	44	47
投资损失	(36)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	(62)	120	411	947
其它	(275)	(69)	(101)	(193)
投资活动现金流	(523)	(635)	(681)	(1279)
资本支出	(83)	(1186)	(603)	(1190)
长期投资	(2)	5	(2)	0
其他	(438)	546	(75)	(90)
筹资活动现金流	719	220	135	(8)
短期借款	(205)	173	221	38
长期借款	132	0	0	0
其他	793	46	(86)	(46)
现金净增加额	53	(134)	119	(35)

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2032	2808	3782	5493
营业成本	1863	2535	3363	4861
营业税金及附加	13	17	23	33
营业费用	7	14	19	27
管理费用	66	84	113	165
研发费用	70	84	113	165
财务费用	23	32	44	47
资产减值损失	(17)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	36	30	30	30
其他经营收益	17	17	17	17
营业利润	61	89	153	242
营业外收支	-3	1	2	0
利润总额	58	90	155	242
所得税	1	2	4	6
净利润	57	88	151	236
少数股东损益	3	0	0	0
归属母公司净利润	54	88	151	236
EBITDA	226	255	379	528
EPS (最新摊薄)	0.27	0.44	0.76	1.19

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	12.71%	38.20%	34.67%	45.25%
营业利润	-62.28%	46.06%	72.17%	57.85%
归属母公司净利润	-60.80%	63.25%	71.81%	56.01%
获利能力				
毛利率	8.31%	9.74%	11.08%	11.51%
净利率	2.79%	3.14%	4.00%	4.30%
ROE	1.91%	2.64%	4.38%	6.47%
ROIC	1.87%	2.57%	3.97%	5.58%
偿债能力				
资产负债率	32.72%	42.63%	49.44%	57.84%
净负债比率	36.03%	32.99%	29.18%	20.25%
流动比率	2.32	1.40	1.17	0.96
速动比率	2.12	1.26	1.05	0.84
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.52	0.59	0.69
应收账款周转率	4.19	3.90	3.77	4.16
应付账款周转率	5.15	5.02	4.84	5.23
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.44	0.76	1.19
每股经营现金	-0.72	1.41	3.34	6.29
每股净资产	16.46	16.91	17.67	18.85
估值比率				
P/E	110.33	67.59	39.34	25.22
P/B	1.82	1.77	1.69	1.59
EV/EBITDA	25.87	23.57	15.67	11.17

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>