

大幅资产计提影响 08 年业绩

研究结论

- 2008 年度公司实现营业收入 571,696.56 万元, 比 07 年同比增长了 10.67%, 比公司的年初计划 63 亿降低了 9.25%; 公司 2008 年扣除减值准备前实现净利润 66,447.34 万元, 扣除计提浮法玻璃业务的固定资产及相关资产的减值准备 41,842.09 万元人民币后, 实现净利润 24,605.25 万元, 与去年同期相比下降 73.17%。成本费用率为 87.93%, 比去年上升了 6.18 个百分点, 比公司计划上升了 4.04 个百分点。
- 2008 年第 4 季度公司实现营收 128903 万元, 环比下降 16%, 实现净利润 5505 万元, 环比下降 68%, 房地产开工不足导致平板玻璃价格在第四季度快速下滑大幅影响了公司业绩。
- 从整个 08 年来看, 由于人民币升值、原材料价格上涨、受次贷危机影响的欧美经济下滑等各种利空因素下, 公司综合毛利率下降了 4.96 个百分点, 其中汽车玻璃下降了 1.84 个百分点, 浮法玻璃下降了 10.92 个百分点, 公司产品遇到了较大压力。
- 公司在年底的 4.2 亿元的一次性资产计提主要是对停产的四条浮法玻璃生产线进行固定资产计提。鉴于浮法玻璃价格的大幅下跌, 公司生产浮法玻璃已经处于亏损状态, 且外购比自产价格更便宜。公司管理层对房地产市场未来两年不看好, 因此在 08 年 11-12 月份关闭了上述四条生产线。这样公司 09 年的销售收入会受到一定的影响。
- 随着北京基地 150 万套和广州基地 300 万套汽车玻璃投产, 2008 年公司汽车玻璃产能由之前的 650 万套增加至 1300 万套。公司的汽车玻璃国内 OEM 销售预计将实现稳定增长, 国外 OEM 市场份额还很小, 预计 2009 年能得到快速拓展。
- 公司汽车玻璃竞争力很强, 在扣除人民币汇率上升和汽车玻璃销价降低影响后, 毛利率同比仅降低 1.84 个百分点, 销售增长率高于行业增长速度, 国内外市场份额仍在扩大。但公司受人民币升值、原材料价格上涨、欧美经济下滑影响的利空因素短期内仍难以消除, 经营压力仍然巨大。
- 公司 2009 年经营计划为实现销售收入 541,678.13 万元, 成本费用率控制在 84.07 % 以内。我们预测公司 09 年和 10 年 EPS 分别为 0.32 元和 0.40 元, 目前市盈率 19 倍, 从长期投资角度给予“增持”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建材建筑行业资深分析师

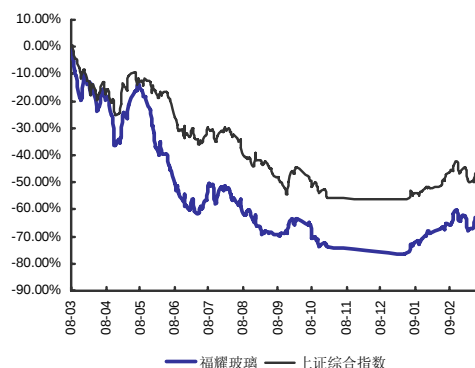
8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 3 月 9 日)	5.61 元
目标价格 (6 个月)	6.00 元
总股本/A 股 (万股)	200298/92274
A 股市值 (百万元)	11231
国家/地区	中国
行业	玻璃
报告日期	2009 年 3 月 10 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-2	30	-66
相对表现 (%)	1	15	-17

资料来源: WIND

财务预测

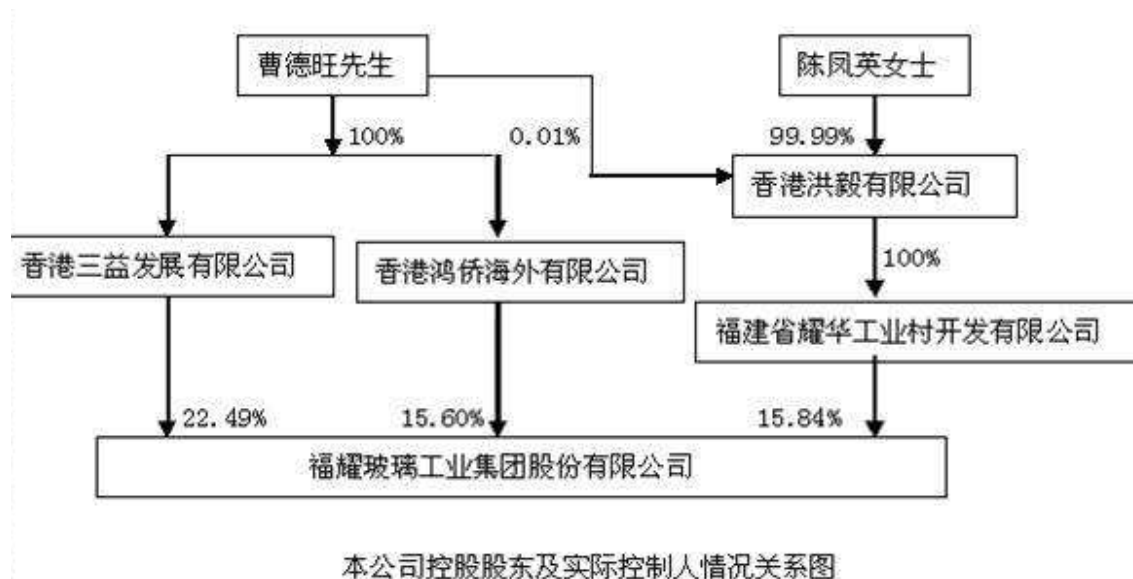
主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5717	5174	6105	7448
同比(%)	11%	-10%	18%	22%
归属母公司净利润	246	636	803	1038
同比(%)	-73%	158%	26%	29%
毛利率(%)	31.3%	34.8%	35.2%	35.5%
ROE(%)	7.5%	16.4%	17.8%	19.3%
每股收益(元)	0.12	0.32	0.40	0.52
P/E	45.67	17.68	13.99	10.83
P/B	3.44	2.89	2.49	2.09

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

图 1：福耀玻璃实际控制人股权结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

由于受房地产开工不足对需求不断下滑的影响，公司2008 年关闭4条浮法生产线，实现了产业结构的成功转型，有效规避了因房地产疲软造成的建筑玻璃风险。

表 1：福耀玻璃停产四条生产线

地址	级别	建立日期	停产公告时间
吉林双辽	建筑级 600 万吨	2003 年 8 月	2008 年 11 月 12 日
福建福清	建筑级 460 万吨	2005 年 2 月	2008 年 11 月 12 日
海南澄迈	建筑级 600 万吨	2007 年 4 月	2008 年 12 月 30 日
海南澄迈	建筑级 600 万吨	2007 年 4 月	2008 年 13 月 30 日

资料来源：公司公告，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2266	2666	3108	4083	营业收入	5717	5174	6105	7448
现金	154	484	586	1052	营业成本	3926	3373	3956	4804
应收账款	765	738	862	1046	营业税金及附加	3	3	3	4
其它应收款	37	34	39	48	营业费用	420	336	379	447
预付账款	44	69	75	87	管理费用	377	326	364	432
存货	1167	1238	1428	1709	财务费用	301	395	412	416
其他	99	104	117	141	资产减值损失	419	0	0	0
非流动资产	7067	7242	7943	8157	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	90	82	79	84	投资净收益	10	12	12	12
固定资产	5434	6255	6748	7237	营业利润	281	752	1004	1357
无形资产	463	535	635	685	营业外收入	46	34	37	38
其他	1081	370	480	150	营业外支出	12	11	11	12
资产总计	9333	9908	11051	12240	利润总额	315	775	1029	1383
流动负债	2905	2653	2906	3057	所得税	69	140	226	346
短期借款	1071	1227	1268	1188	净利润	246	636	803	1038
应付账款	252	305	363	395	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1582	1121	1275	1474	归属母公司净利润	246	636	803	1038
非流动负债	3159	3371	3628	3808	EBITDA	1197	1754	2131	2591
长期借款	3159	3371	3628	3808	EPS (元)	0.12	0.32	0.40	0.52
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	6064	6024	6534	6865	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	2003	2003	2003	2003	营业收入	10.7%	-9.5%	18.0%	22.0%
资本公积	199	199	199	199	营业利润	-70.8%	167.7%	33.4%	35.2%
留存收益	1046	1681	2315	3173	归属于母公司净利润	-73.2%	158.4%	26.3%	29.2%
归属母公司股东权益	3270	3884	4517	5375	获利能力				
负债和股东权益	9333	9908	11051	12240	毛利率	31.3%	34.8%	35.2%	35.5%
现金流量表					净利率	4.3%	12.3%	13.2%	13.9%
单位: 百万元					ROE	7.5%	16.4%	17.8%	19.3%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	偿债能力				
经营活动现金流	1592	1453	1780	1999	资产负债率	65.0%	60.8%	59.1%	56.1%
净利润	246	636	803	1038	净负债比率	83.79%	83.98%	83.23%	81.79%
折旧摊销	616	607	716	818	流动比率	0.78	1.00	1.07	1.34
财务费用	301	395	412	416					
投资损失	-10	-12	-12	-12					

营运资金变动	-13	128	-178	-339	速动比率	0.30	0.52	0.56	0.75
其它	453	-301	39	78	营运能力				
投资活动现金流	-913	-702	-1478	-1115	总资产周转率	0.61	0.54	0.58	0.64
资本支出	918	600	1300	1000	应收账款周转率	7	7	8	8
长期投资	-17	-8	-2	4	应付账款周转率	12.09	12.11	11.84	12.68
其他	-12	-110	-180	-111	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-656	-421	-199	-419	每股收益(最新摊薄)	0.12	0.32	0.40	0.52
短期借款	-435	156	41	-79	每股经营现金流	0.79	0.73	0.89	1.00
长期借款	74	212	257	181	每股净资产(最新摊薄)	1.63	1.94	2.26	2.68
普通股增加	1001	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	45.67	17.68	13.99	10.83
其他	-1296	-789	-497	-520	P/B	3.44	2.89	2.49	2.09
现金净增加额	22	330	103	466	EV/EBITDA	9	6	5	4

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

罗果：建材建筑行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn