



期待10年的产能释放

——耀皮玻璃（600819）09年度财报点评

2010年3月29日

中性/维持

耀皮玻璃

财报点评

俞鹏程 非金属建材行业，执业证书编号：S1480109050668
yupc@dxzq.net.cn 010-66507325

事件：

公司28日晚公布了09年年度财务报告，公司09年实现营业收入21.64亿元，较08年下降13.5%，实现归属于上市公司股东的净利润为-2.11亿元，较08年减少855.23%，实现每股收益-0.288元。

公司分季度财务指标

| 指标 | 08Q1 | 08Q2 | 08Q3 | 08Q4 | 09Q1 | 09Q2 | 09Q3 | 09Q4 |
|------------|--------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|---------|
| 营业收入（百万元） | 694.45 | 642.57 | 631.98 | 533.37 | 490.21 | 555.92 | 650.22 | 467.25 |
| 增长率（%） | 24.64% | 11.00% | 16.45% | -12.83% | -29.41% | -13.49% | 2.89% | -12.40% |
| 毛利率（%） | 15.36% | 19.24% | 15.61% | 15.66% | 0.63% | 17.97% | 15.55% | 22.48% |
| 期间费用率（%） | 12.21% | 15.90% | 16.71% | 25.93% | 21.58% | 22.48% | 17.80% | 24.20% |
| 营业利润率（%） | 3.11% | 4.03% | -0.49% | -19.11% | -12.21% | -13.02% | -0.69% | 10.34% |
| 净利润（百万元） | 22.21 | 22.45 | 0.12 | -38.41 | -57.35 | -66.85 | 9.40 | -104.41 |
| 增长率（%） | 35.10% | -38.19% | -99.27% | -190.90% | -358.22% | -397.76% | 7450.65% | 171.87% |
| 每股盈利(季度,元) | 0.029 | 0.027 | 0.000 | -0.018 | -0.048 | -0.088 | 0.002 | -0.154 |
| 资产负债率（%） | 53.12% | 52.90% | 60.22% | 59.18% | 59.33% | 59.87% | 60.10% | 60.61% |
| 净资产收益率（%） | 0.85% | 0.85% | 0.00% | -1.53% | -2.34% | -2.80% | 0.40% | -4.59% |
| 总资产收益率（%） | 0.40% | 0.40% | 0.00% | -0.62% | -0.95% | -1.12% | 0.16% | -1.81% |

评论：

积极因素：

- 公司经营状况逐季好转。公司09年毛利率逐季提升，四季度实现毛利率22.48%，较09年一季度的0.63%显著提高；四季度营业利润率10.34%，较最低09年前两季度提升二十个百分点以上。
- 专户理财投资为公司带来良好收益。2008年5月，耀皮玻璃分别委托易方达和交银施罗德管理了两个为其一年的账户，其中，易方达获得了2亿元的资金，投资范围为股票方向，交银施罗德获得了1亿元的资金，投资范围为固定收益方向，09年5月公司再投2亿元资金委托易方达管理。公司合并利润表显示，09年实现投资收益5787万元，较08年大幅增长，减少了公司09年度的亏损。
- 公司09年建成和将要建成多条生产线，产量有望在10年大幅释放。耀皮玻璃子公司江苏皮尔金顿耀皮玻璃有限公司投建的硬镀膜低辐射玻璃项目在江苏常熟正式投产。项目总投资3.75亿元，该系列节能玻璃是目前世界上销量最大的在线LOW-E产品，代表着世界最先进的在线LOW-E技术。生产出来的镀膜玻璃具有辐射低、易加工、经久耐用、环保节能等特点，可广泛用于商业建筑、幕墙以及民用建筑上。

投产后，该线产品的年产量将达 10 万吨（500 万平米）。同时，公司计划在常熟新建总投资不超过 2.7 亿元、日熔化量为 250 吨/天的一窑两线超白压延玻璃生产线；同时公司计划投资不超过 1.99 亿元扩建天津耀皮工程玻璃二期项目，新建年产 190 万平方米钢化、120 万平方米 LOW-E 镀膜、90 万平方米中空和 15 万平方米夹层玻璃生产线。

消极因素：

- 09 年是公司经历的最困难的一年，多条生产线投产导致收入大幅下降。08年底公司济阳工厂由于世博迁建，原济阳工厂两条浮法玻璃生产线先后停产；子公司广东耀皮也因计划开展冷修技术改造工作而暂停了浮法玻璃的生产。公司原有的五条高品质浮法玻璃生产线中（不包括超白压延玻璃生产线），仅有天津、常熟两地处于生产状态，导致公司在产品需求逐渐回升的情况下，营业收入大幅减少。
- 公司外销收入大减。受金融危机影响，09 年实现外销收入 2.94 亿元，较 08 年大幅下降 64%，在一定程度上减少了公司营业收入。

业务展望：

我国在 09 年 12 月的根本哈根会议上郑重承诺到 2020 年，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40% 到 45%。在此如此长时间内这样大规模降低二氧化碳排放，节能建材的推广必定成为政策倾斜的重点之一，因为建筑能耗占全国能耗的 25%，而门窗能耗占建筑总能耗的 50% 以上。目前我国节能玻璃普及率不足 10%，与发达国家相比差距很大。目前，节能玻璃主要应用于公共建筑，未来节能玻璃的重要增长点在于公共建筑向民用建筑的推进。“建材下乡”政策对于节能房屋的补贴是节能建材向民用建筑延伸的体现。08 年全国民用建筑竣工面积约 5 亿平米，节能玻璃应用空间十分巨大。公司新近和未来投放的生产线技术含量高，节能效果显著，顺应了国家节能减排的大趋势，符合国家目前的产业政策。且公司面临的经营环境有了较大幅度的改善，随着公司未来产能的释放，销售收入将实现大幅增长。

盈利预测及投资建议

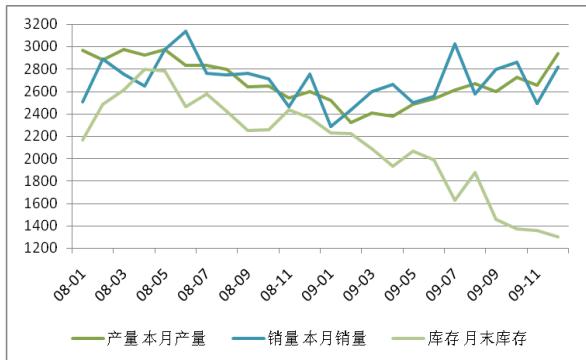
我们预计 2010 年至 2012 年，公司 EPS 分别为 0.184、0.289 和 0.353 元，对应的 PE 分别为 43.77、27.88 和 22.79 倍，首次给予公司“中性”评级。

表 1：投资组合盈利预测和估值

| 万元 | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入（百万元） | 2,502.37 | 2,163.60 | 3,500.00 | 4,700.00 | 5,900.00 |
| 主营收入增长率 | 9.24% | -13.54% | 61.77% | 34.29% | 25.53% |
| EBITDA（百万元） | 252.15 | 232.98 | 538.49 | 709.72 | 824.29 |
| EBITDA 增长率 | -24.60% | -7.60% | 131.14% | 31.80% | 16.14% |
| 净利润（百万元） | 27.92 | (210.87) | 134.32 | 211.60 | 257.94 |
| 净利润增长率 | -77.83% | -855.23% | -163.70% | 57.54% | 21.90% |
| ROE | 1.37% | -11.61% | 6.93% | 9.95% | 10.93% |
| EPS（元） | 0.038 | (0.290) | 0.184 | 0.289 | 0.353 |
| P/E | 211.58 | (27.72) | 43.77 | 27.78 | 22.79 |
| P/B | 2.88 | 3.24 | 3.04 | 2.76 | 2.49 |
| EV/EBITDA | 26.81 | 30.18 | 10.74 | 10.17 | 8.68 |

资料来源：东兴证券

图 1：08-09 年浮法玻璃产销量及库存（单位：万重量箱） 图 2：08-09 年 5mm 和 8mm 浮法玻璃价格（单位：元/重量箱）



资料来源：东兴研究所



资料来源：东兴研究所

分析师简介

俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事非金属建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。