

秀强股份 (300160.SZ)

教育行业

评级: 买入 首次评级

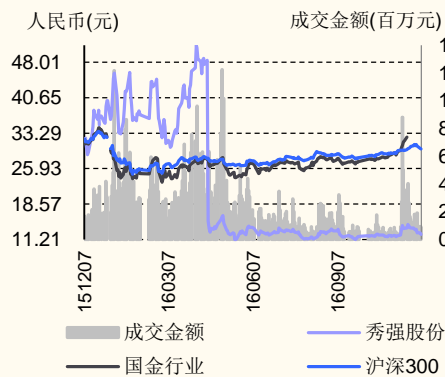
公司深度研究

市场价格 (人民币): 12.32 元
 目标价格 (人民币): 16.75-16.75 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 597.76
 总市值(百万元) 7,364.40
 年内股价最高最低(元) 51.49/11.21
 沪深 300 指数 3459.15



中高端直营连锁幼教先行者，幼教直营优质大品牌或可期

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.061	0.101	0.195	0.296	0.417
每股净资产(元)	5.81	6.03	6.66	7.61	8.94
每股经营性现金流(元)	0.56	0.78	0.62	0.79	1.10
市盈率(倍)	267.90	396.03	63.03	41.57	29.52
行业优化市盈率(倍)	26.26	43.86	47.65	47.65	47.65
净利润增长率(%)	-1.98%	65.70%	93.29%	51.61%	40.82%
净资产收益率(%)	3.36%	5.37%	9.40%	12.47%	14.94%
1,000 总股本(百万股)	597.76	597.76	597.76	597.76	597.76

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **幼教市场空间巨大，看好中高端品牌幼教未来发展。** 民办幼教市场规模或超 5000 亿，市场空间巨大。而目前幼教市场呈“小弱散”状况，中高端幼儿园尤其是优质品牌幼教的需求强烈。看好幼教行业长期发展，并看好通过中高端直营连锁打造品牌幼教的发展模式。
- **秀强股份中高端直营连锁战略推进顺利，品牌幼教大版图已初具规模。** 公司转型幼教决心坚定，路径清晰，执行力强。成立教育管理公司作为教育业务的运营主体，先后进行：①**2.1 亿现金并购全人教育 100% 股权**，并以其为主体进行中高端园拓展，16、17 年承诺净利润 0.18 亿、0.28 亿。②**1.79 亿现金收购徐幼集团 51% 股权**，作为幼教师资、管理等的标准化输出平台，为公司优质幼教品牌的建设打下了坚实的基础，17-19 年承诺净利润 0.18 亿、0.24 亿、0.3 亿。③**拟 3.8 亿并购培基教育 100% 股权**，为公司在一线城市开拓高端连锁园做好准备，未来或将与公司旗下其他幼教资源产生协同效应，进一步拓展在一线城市及高端园领域的影响力，16-18 年承诺净利润 0.3 亿、0.33 亿、0.36 亿。此外，公司旗下产业基金或将持续孵化培育教育项目，为公司幼教长期发展注入活力。
- **管理管控优秀，幼教业务持续整合融合。** ①公司并购全人教育一年以来，整合&扩张状况良好，旗下直营园由 15 年底的 10 家，达到 16 年 9 月的 25 家，大概率完成业绩承诺。2017 年，全人教育旗下直营园或将达到 40 家。秀强股份作为最早切入直营幼教连锁园领域的上市公司之一，具有一定先发优势，主要体现在公司对旗下幼教公司的激励、管理和整合。未来，公司或进行进一步的幼教业务外延扩张和内生整合，提高盈利能力。
- **传统玻璃业务龙头地位稳固，玻璃主业回暖业绩增长显著提供安全边际。** 公司玻璃主业回暖，龙头地位稳固，2016 年 Q1-Q3，公司实现营业收入 8.81 亿元 (+19.01% YoY)，归母净利润 0.87 亿元 (+75.24% YoY)，玻璃主营业务公司业绩提供较高安全边际。

投资建议

- 公司幼教业务版图已具初步规模，外延拓展及内部整合工作有序推进，未来或将坚定推进“玻璃+教育”双主业发展模式，盈利能力和抗风险能力明显增强，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.20 元、0.30 元、0.42 元，对应 PE63x,42x,30x 给予买入评级，目标价 16.75 元。

风险提示: 公司幼教业务整合进度或不及预期。

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

内容目录

1. 秀强股份：玻璃行业龙头，发展教育双元业务决心坚定	4
2. 幼教行业发展空间巨大，看好中高端直营连锁模式	4
2.1 幼教意义：学前教育对孩子意味着什么？	4
2.2 幼教行业现状：入园率仍有待提高，“小弱散”良莠不齐集中度低	6
2.3 幼教市场规模巨大：民办幼教五千亿市场亟待整合	7
2.4 幼教行业未来发展趋势：借力资本整合在路上，看好中高端直营连锁模式	10
3. 秀强股份幼教战略：中高端直营连锁，注重管理管控&品牌建设	11
3.1 成立全资教育管理子公司,彰显转型决心	11
3.2 设立教育产业基金，储备孵化优质幼教项目	11
3.3 收购全人教育，股权绑定充分，幼教业务整合拓展平台已备	12
3.4 控股徐幼集团，打造幼教标准化输出能力	14
3.5 拟收购培基教育 100%股权，进军一线城市高端幼教	15
3.6 投资花火文化传播有限公司，布局幼教 IP	15
3.7 中高端直营连锁战略推进顺利，未来或持续整合融合打造优质幼教品牌	16
4. 玻璃主业回暖，行业龙头地位巩固	17
5. 投资建议	19

图表目录

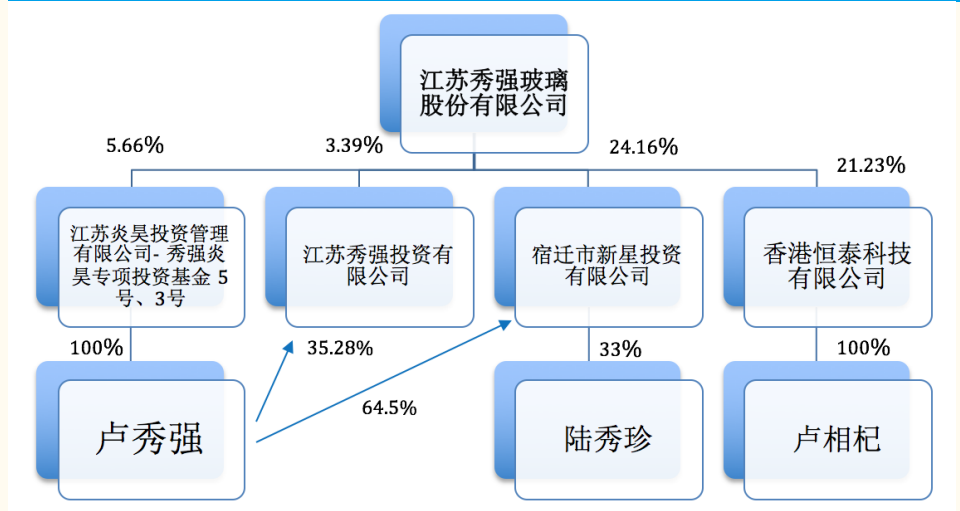
图表 1：卢秀强先生是公司的实际控制人	4
图表 2：幼儿教育对人一生的智力发展都有重要影响	5
图表 3：幼儿教育促进儿童记忆、语言、动作、认知发育	5
图表 4：中国幼儿园入园率仍有很大提升空间	6
图表 5：“加盟+直营”幼儿园连锁品牌集中度较低	6
图表 6：优质品牌幼儿园对孩子的教育是多方面的	7
图表 7：幼儿园资源总体不足，家长为报名幼儿园通宵排队	8
图表 8：民办幼儿园占总幼儿园数比超过 70%	8
图表 9：民办幼儿园在园人数超过总在园人数一半	8
图表 10：未来五年预计每年将会多出 200-300 万新生儿	9
图表 11：多项政策支持学前教育发展	9
图表 12：目前民办幼教市场规模达 3000 亿，2020 年或将达到 5000 亿	10
图表 13：民办幼教市场规模持续增长	10
图表 14：幼教市场规模增长驱动力	10
图表 15：全人教育业绩承诺	12
图表 16：全人教育下属 3 个事业部	13
图表 17：秀强股份通过收购江苏童梦控股徐幼集团	14

图表 18: 江苏童梦业绩承诺.....	14
图表 19: 培基教育业绩承诺.....	15
图表 20: 花火文化旗下拥有《魔力课堂》、《神炖局》等原创 IP.....	16
图表 21: 公司幼教转型思路清晰.....	16
图表 22: 秀强股份营收.....	17
图表 23: 秀强股份净利润.....	17
图表 24: 2015 年公司各项产品收入营收占比.....	18
图表 25: 秀强股份产品列表.....	18

1. 秀强股份：玻璃行业龙头，发展教育二元业务决心坚定

- **玻璃行业龙头，行业地位突出。**秀强股份创建于 2001 年，是中国最大的玻璃加工制造商之一，公司于 2011 年 1 月 13 日在深圳证券交易所挂牌上市。公司主要从事以印刷、镀膜技术为基础的玻璃深加工的研发、生产和销售，主要产品涵盖触摸屏盖玻璃、薄膜电池(TCO)玻璃、光伏镀膜玻璃(AR)、ITO 玻璃、家电彩晶玻璃、家居玻璃六大品类近千种产品。产品远销 30 多个国家和地区,是晶澳、阿特斯、英利、中节能等太阳能电池公司的供应商,与海尔、海信、美的、日新、松下、伊莱克斯等 20 多个家电企业有密切的业务往来。
- **公司控制权集中，执行效率高。**秀强股份的实际控制人为卢秀强先生,卢秀强先生及其一致行动人陆秀珍女士和卢相杞先生通过江苏炎昊投资管理有限公司、江苏秀强投资有限公司、宿迁市新星投资有限公司、香港恒泰科技有限公司共同间接持有公司 54.44%的股权,对公司具有绝对的控制力,也为公司较强的决策效率和执行力打下基础。

图表 1：卢秀强先生是公司的实际控制人



来源：公司公告，国金证券研究所

- **幼教转型，决心坚定。**秀强玻璃经过深入的调研分析,公司制定了玻璃深加工产业和教育产业双主业并行发展的战略规划,在夯实玻璃深加工主业的同时,并行发展教育业务,利用资本市场推进公司教育产业的发展,加大对教育产业布局。在教育产业上,公司 2015 年积极布局教育产业。受益于教育产业的利好政策,教育市场发展迅速,公司积极把握发展机遇,组织专门人员对教育产业,尤其是幼教产业进行了深入的市场调研,对教育产业有了深刻的了解和认识。公司决定实施以实体幼儿园为载体,逐步向提供幼儿园一体化解决方案供应商的方向发展,并逐步对幼儿园一体化方案进行完善和升级。

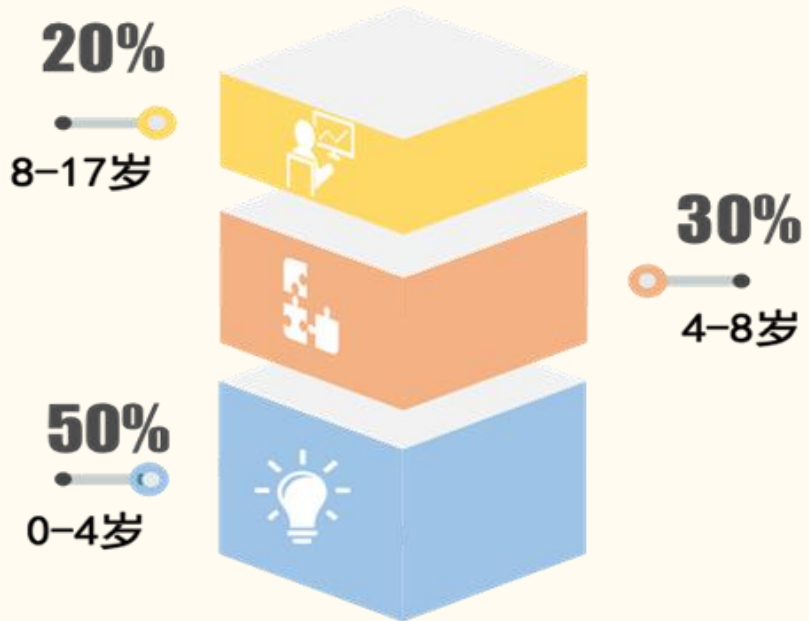
2. 幼教行业发展空间巨大，看好中高端直营连锁模式

2.1 幼教意义：学前教育对孩子意味着什么？

- **幼儿教育对开启智力至关重要。**美国心理学家 Bruno Bettelheim 的研究就曾指出，一个人在 0-4 岁时，已经获得了他 50%的智力；在 4-8 岁的阶段可获得 30%；而在 8-17 岁阶段，仅能获得 20%的智力。因而，如何在学前教育时期，获得良好的教育引导，开启智力、培养能力，对于孩子未来成长、乃至一生发展都有着至关重要的意义。我国颁布的《幼儿园教育指导纲要》指出，幼儿教育是基础教育的有机组成部分，是学校教育制度和

终身教育的奠基阶段。幼儿园教育应为每一个幼儿的近期和终身发展奠定良好的素质基础。

图表 2：幼儿教育对人一生的智力发展都有重要影响



来源：国金证券研究所

- 牛津大学研究表明，接受过学前教育的孩子在未来学术优势明显。牛津大学对 3000 个 3~18 岁的孩子做了调研，以调查影响孩子学术成绩的因素到底有哪些，特别是学前教育和孩子早年受到的家庭环境的影响。结果显示，在幼儿园进行过学前教育的孩子的 AS-levels 课程成绩（即英国高中课程 A-Level 的一部分，是进入大多数大学的首要条件），大大超过了没有接受过学前教育的孩子，表明接受过学前教育的孩子会学的更多更好，最终会以显著的学术优势走进大学。
- 国内研究同样表明了幼儿教育的重要性。国内“山村幼儿园”计划，试点地区进入幼儿园进行学前教育的儿童，较基线相比，在各类水平上都显著高于未接受学前教育的孩子。入园后半年内，3-4 岁幼儿在语言、动作、认知、记忆四个方面分别提升了 18%、31%、20%、29%；4-5 岁儿童在语言、动作、认知、记忆分别提升了 23%、36%、27%、34%。语言、动作方面达到了较为理想的水平，记忆一项有了较大幅度的提升；5-6 岁儿童在语言、动作、认知、记忆、社会规则五项分别提升 18%、4%、16%、20%、9%。

图表 3：幼儿教育促进儿童记忆、语言、动作、认知发育



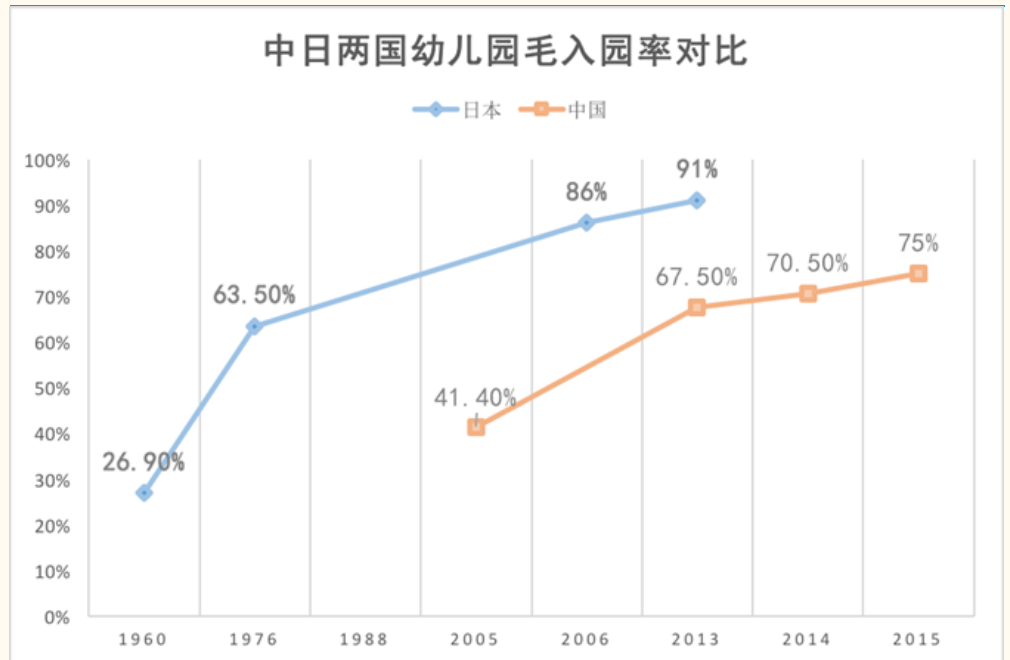
来源：国金证券研究所

2.2 幼教行业现状：入园率仍有待提高，“小弱散”良莠不齐集中度低

入园率仍有待提高

- 我国目前幼儿毛入园率相对发达国家还比较低。对比幼教发展比较完善的日本来看，到 2006 年时，日本的幼儿入园率已达到了 86%。日本政府从 2006 年开始到 2010 年实施为期 5 年的“幼儿教育振兴项目”，文部科学省计划到 2013 年将儿童入园率提高 5 个百分点。相比之下，虽然近年来随着政策不断落地，我国幼儿入园率增长明显，但是直到 2011 年才刚刚完成毛入园率 62.3% 的指标，相当于日本三十多年前的水平。根据 2015 年的最新公报显示，我国毛入园率已达到 75%，不过较发达国家还是相对落后，幼儿园产业发展仍然不够充分，未来入园率仍有提升空间。

图表 4：中国幼儿园入园率仍有很大提升空间



来源：《发达国家教育改革的动向与趋势》，国金证券研究所

幼教呈“小弱散”状况，良莠不齐，集中度低，办园质量仍需改善

- 我国现在的幼儿园市场格局比较散乱，市场前五家最大加盟&直营幼儿园之和不足幼儿园总数的 2.5%，行业集中度比较低。虽然近年来相继出现一些快速发展的品牌，如红缨教育、北京博苑、金色摇篮、红黄蓝等，但整个幼教行业的集中度仍很低，且连锁数较多的幼儿园如红缨教育主要是通过加盟完成的，最大的直营幼儿园旗下管控程度较高的连锁园数仅为近 100 余家，直营园市场集中度非常低，缺乏大型直营幼教连锁品牌。

图表 5：“加盟+直营”幼儿园连锁品牌集中度较低

幼儿园总数	203700
红缨	3500
北京博苑	800
金色摇篮	250
红黄蓝	300
诺贝儿	178
前 5 家总和	5028
CR5	2.47%

来源：国金证券研究所

- 此外，现有幼儿园水平层次不齐，很多幼儿园甚至没有办学资质，校车安全管理部际联席会议第三次会议公布数据显示，全国已取缔了 1 万多处不合规的幼儿园。即便是正规幼儿园，大多也存在着规模小、管理混乱、师资薄弱、课程体系不科学等问题。

家长对于优质幼儿园的需求与日俱增

- 幼升小竞争日益激烈，幼儿园教育尤为关键。现在孩子的升学压力非常大，而好的小学教育已然成了顺利进入重点中学学习的基础，从而帮助孩子日后进入名牌大学学习，由此激发了小学择校热。以广东省某重点小学为例，去年该小学的 250 个招生名额，引来了近 2000 名学生报名。要通过脱颖而出顺利进入理想的小学学习，孩子们面临着学习能力测评和面试考评等环节的激烈竞争。因此，为了打好基础，为择校做准备，家长们对于良好的学前教育的需求不断提升，好的幼儿园能培养孩子的学习能力、表达能力、创造力，这些无论对于面试还是未来的学习都是至关重要的。
- 全国妇联与教育部联合开展的“学前儿童入园现状调研”显示，家长们对幼儿园最关切的问题分别是教师对幼儿有爱心和责任心（61.4%），能给幼儿提供系统、规范的教育（43.6%），饮食上注意营养、卫生，花色丰富（34.9%），保证幼儿身体健康（25.7%）、能与家长定期沟通（25.2%）、有优秀的专业教师（22.4%）。很多小规模幼儿园设施简陋、安全保障较差、教育质量堪忧，无法为幼儿提供安全、良好的生活学习环境，无法令家长放心，也无法满足家长的需求。因而，市场对于大品牌、高质量的连锁幼儿园的需求不断升温。
- 好的幼儿园不仅仅能为孩子提供安全、舒适的生活环境，优质的师资力量和健全的课程体系还能启发孩子的智力，引导孩子形成健全的人格，培养孩子养成良好的学习、生活习惯，激发孩子的兴趣与潜能，帮助孩子健康快乐成长。我们认为，优质的品牌幼儿园能给孩子提供多方面的教育、生活环境等，随着家长对于幼儿园办学质量要求的不断提高，优质的品牌幼儿园的需求也在不断加强。

图表 6：优质品牌幼儿园对孩子的教育是多方面的



来源：国金证券研究所

2.3 幼教市场规模巨大：民办幼教五千亿市场亟待整合

幼儿园资源仍不足以满足需求 幼儿园资源总体不足

如今，入园难的问题仍然存在，幼儿园教育资源，尤其是优质资源十分稀缺。各地幼儿家长为了争夺有限的入园名额都竭尽全力。今年，各地幼儿园招生季出现了多家幼儿园凌晨通宵排队的情况，一些幼儿园仅有的一百多个招生名额，基本上靠“秒杀”。幼儿教育显然供不应求，幼儿园市场应该还有很大需求需要填补。

图表 7：幼儿园资源总体不足，家长为报名幼儿园通宵排队

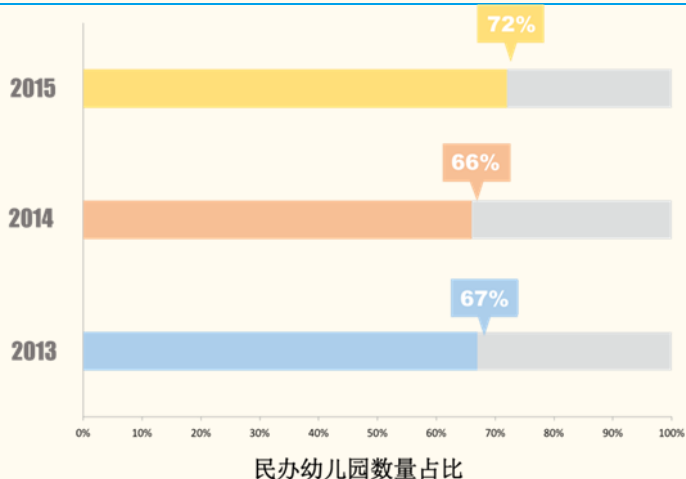


来源：国金证券研究所

民办幼儿园是幼教行业的主体力量

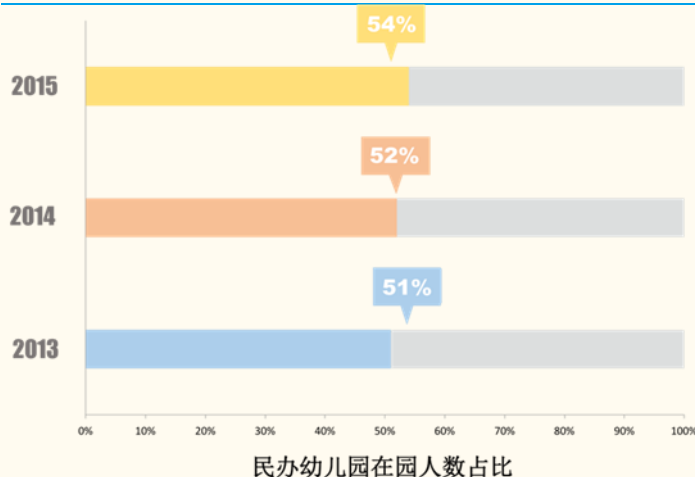
- 目前，民办幼儿园已成为幼教办学的主体力量，幼教行业是既定教育时期细分领域中民办化最高的子领域。《2015 年全国教育事业统计公报》显示，2015 年全国共有幼儿园 22.37 万所，其中 14.64 万所为民办幼儿园；在园儿童 4264.83 万人，其中民办幼儿园在园儿童 2302.44 万人。公办幼儿园的资源有限，虽然国家目前加大了对于公办幼儿园的投入力度，但受到管理、教师资源、资金等客观条件的制约，公办幼儿园受到诸多限制，剩下的巨大缺口由民办幼儿园来协助补充完成。

图表 8：民办幼儿园占总幼儿园数比超过 70%



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 9：民办幼儿园在园人数超过总在园人数一半



来源：Wind, 国金证券研究所

民办幼教市场已达三千亿，2020 年或将达五千亿

- 二胎政策持续发酵，适龄入园儿童有望不断增长：随着我国“全面二胎”政策落地，专家估计我国生育率将迎来一次反弹，同时长期积压的二胎生育意愿将在五年内集中释放，预计将为 2016 年带来约 200 万的新增出生

儿，未来五年，据估算，每年都将多出 200-300 万的新生儿，相比近年来 1600 万左右的新生儿增长 15%-20%，对应着 2-3 年后适龄入园儿童（2-3 岁左右）大量增加。

图表 10：未来五年预计每年将会多出 200-300 万新生儿

年份	育龄妇女人数 (15-49 岁) (千万)	生育第一胎比率 (%)	新生儿数量 (第一胎) (万)	生育第二胎比率 (%)	新生儿数量 (第二胎) (万)	新生儿数量 (第三胎及以上) (万)	新生儿总数 (万)
2013	37.1	2.8	1056	1.4	511	73	1640
2014	36.7	2.6	972	1.7	606	109	1687
2015	36.2	2.4	886	1.8	652	117	1655
2016	35.4	2.4	849.6	2.0	708	110	1668
2017	35	2.4	840	2.95	1032.5	110	1983
2018	34.3	2.4	823.2	2.95	1011.85	110	1945
2019	33.7	2.4	808.8	2.95	994.15	110	1913
2020	33.4	2.4	801.6	2.95	985.3	110	1897

来源：第六次人口普查，国家统计局，国金证券研究所

- **政策支持，入园率有望持续提高：**《国家中长期教育改革和发展规划纲要》中提出到 2020 年，我国要普及学前一年教育，基本普及学前两年教育，有条件的地区普及学前三年教育，2015 年，我国学前三年毛入园率已达到 75%，随着政府政策的引导与投入力度的增强，我国幼儿园入园率有望持续提升。

图表 11：多项政策支持学前教育发展

《国务院关于当前发展学前教育的若干意见》	2010	把发展学前教育摆在更加重要的位置，多种形式扩大学前教育资源，多种途径加强幼儿教师队伍建设，多种渠道加大学前教育投入，加强幼儿园准入管理，强化幼儿园安全监管，规范幼儿园收费管理，坚持科学保教，促进幼儿身心健康发展，完善工作机制，加强组织领导，统筹规划，实施学前教育三年行动计划。
《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020 年）》	2010	积极发展学前教育，建立政府主导、社会参与、公办民办并举的办园体制，大力发展公办幼儿园，积极扶持民办幼儿园，到 2020 年全面普及学前一年教育，基本普及学前两年教育，有条件的地区普及学前三年教育。
《3-6 岁儿童学习与发展指南》	2012	遵循幼儿身心发展规律，规范办园行为，以游戏为基本活动形式，科学安排幼儿一日生活，制订科学、合理的幼儿教育内容和方法，保教结合，寓教于乐，保障在园儿童快乐健康成长。
《关于实施第二期学前教育三年行动计划的意见》	2014	进一步加大学前教育投入，将家庭负担控制在合理范围。解决入园难的问题，到 2016 年，全国学前 3 年毛入园率达到 75% 左右。

来源：国金证券研究所

- **目前民办幼教市场规模超过 3000 亿，2020 年或将达到 5000 亿。**民办幼儿园市场规模=适龄幼儿人数 x 入园率 x 民办幼儿园占比 x 幼儿园费用。幼儿园分普惠幼儿园、中高档幼儿园，收费各有差异。适龄幼儿人数指 3-6 岁的少儿，即新生儿出生后 3-6 年期间均为适龄幼儿。我们保守估计 17% 的孩子会进入月均 1650 元左右的中档幼儿园学习，3% 的孩子进入月均 5000 元的高档幼儿园学习，其余 80% 的儿童则在普惠幼儿园学习，每月花费约 800 元。所以每年幼儿园的平均收费为 12500 元左右，我们认为未来随着高档幼儿园的逐步增多和经济的不断增长，年均收费大约会保持 8% 的增幅，测算得到目前幼儿园的市场规模已经达到 3100 亿。

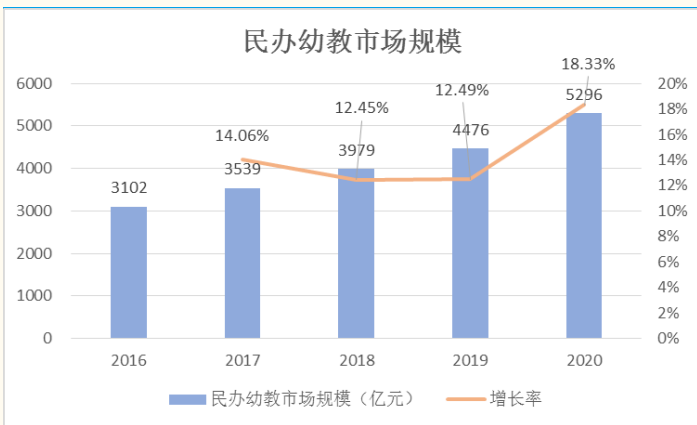
图表 12: 目前民办幼教市场规模达 3000 亿, 2020 年或将达到 5000 亿

年份	适龄幼儿人数 (万人)	毛入园率	市场总需求 (万人)	民办幼儿园总需求 (万人)	民办幼儿园年平均费用 (元)	民办幼儿园市场规模 (亿元)
2016	5855	78%	4567	2466	12580	3102
2017	5954	81%	4823	2604	13586	3539
2018	5978	84%	5022	2712	14673	3979
2019	6012	87%	5230	2824	15847	4476
2020	6367	90%	5730	3094	17115	5296

来源: 第六次人口普查, 国家统计局, 国金证券研究所

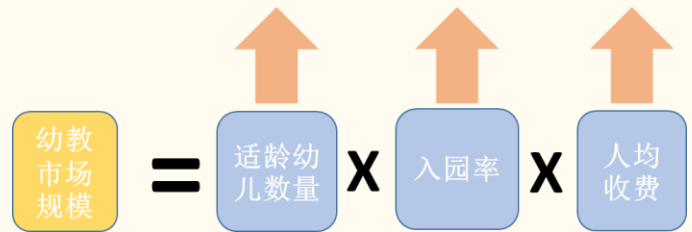
- **民办幼教市场规模持续增长:** 随着我国新生儿数量、入园率、幼儿园费用的齐增长, 民办幼儿园比例也呈平缓上升趋势, 预计未来我国民办幼儿园市场规模还会不断扩大, 至 2020 年将达到 5000 亿左右。

图表 13: 民办幼教市场规模持续增长



来源: 国金证券研究所

图表 14: 幼教市场规模增长驱动力



来源: 国金证券研究所

2.4 幼教行业未来发展趋势: 借力资本整合在路上, 看好中高端直营连锁模式

“小弱散”亟待整合, 大型优质幼教品牌或将诞生

- **小弱散或将迎来整合, 大型优质幼教品牌或将诞生。** 现阶段民办幼儿园整体较为分散, 大部分园实力较弱, 过去受政策、资金、管理经验等制约, 行业内暂未出现龙头企业。未来, 随着政策的逐步放开, 社会资本进入, 一些自身管理经验丰富、平台基础好、实力本身比较雄厚的上市公司或将通过不断的投资并购, 形成较大规模, 打造知名幼教品牌。
- **不同档次幼儿园持续分化, 特色幼教品牌需求渐显。** 未来, 随着家长需求的高端化、多元化, 一些较高收入的家长希望能给孩子带来更高质量的幼儿教育, 另外, 如今的“艺考热”也激发了家长对于幼儿艺术教育的需求。因此, 高档幼儿园、艺术幼儿园等不同类型的幼儿园未来也将占领一部分的市场, 或将成为另一个投资的热点。

资本助力产业整合&品牌扩张, 上市公司资本平台作用凸显

- **资本有力推动产业整合&品牌扩张。** 2014 年以来, 随着政策的支持, 资本逐渐进入教育领域, 或将大大推动幼教的产业整合和品牌扩张。传统连锁幼儿园 (尤其是直营模式的连锁园) 的扩张模式基本依靠自身的积累, 凭借已有幼儿园的盈利来投资新建幼儿园, 扩张效率较低, 而资本的进入有望大大推动幼教产业的整合, 使得优秀的幼教品牌加快扩张的速度。
- **资本的进入使得幼教管理可以通过更快的方式完成横向对幼儿园的并购。** 以一家国内知名中高端幼儿园为例, 平均新开设一家幼儿园的基础花费为 500-800 万元, 而用自有盈利进行扩张的脚步较慢, 国内知名民办幼教品牌基本都经过了 10-20 年的积累。而资本的进入允许幼儿园管理企业以更快的速度进行扩张。

品牌为重管理为先，看好中高端直营连锁模式

- 综上所述，我们认为，目前国内幼儿园呈现出“小弱散”的状况，而家长对幼儿园的办园十分注重，未来幼儿园的办园质量的持续提高是必然的趋势，而办园质量较好品牌幼儿园也有望借此机会迎来大发展。
- 我们认为，幼教的品牌与办学质量及幼儿教育教研管理体系息息相关，中高端定位和直营的模式更有助于打造品牌，故我们看好中高端直营连锁的幼教管理模式。

3.秀强股份幼教战略：中高端直营连锁，注重管理管控&品牌建设

- 公司自 2015 年确定转型教育，开始布局教育产业。2016 年公司继续全面落实“双轮驱动”发展战略,继续加大对教育产业的投资力度。在教育产业领域,公司实施内部收购整合与外部外延式扩张同步进行的发展战略。对内通过对已收购标的进行规范化、专业化整合,保证教育产业标的健康稳定的发展;对外继续加大外延式扩张,公司将通过收购、设立教育子公司、投资参股教育产业基金等各种形式将教育产业做大做强。
- 秀强股份转型幼教，采取中高端直营连锁的战略，我们认为幼教的核心价值观在于品牌，看好秀强股份的发展战略及其未来幼教领域的拓展和整合。

3.1 成立全资教育管理子公司,彰显转型决心

- 为加快公司在教育产业的布局，推进公司教育业务的发展，加速企业的转型，公司设立全资子公司江苏秀强教育管理有限公司，办公地点位于江苏省南京市。
- 教育第二主业战略确定。根据公司的战略发展规划，公司第二主业将以教育产业为主，为第二产业更好的开展，通过设立的秀强教育作为教育产业的投资管理平台，借助各类金融服务和资本平台，逐步向教育产业相关业务拓展。投资设立新公司是公司第二产业发展实施的重要举措，新公司的设立可以加快公司在教育产业的布局，推进公司教育业务的发展，加速企业的转型，对公司未来发展具有积极意义和推动作用，符合全体股东的长远利益。
- 广泛调研考察，深入了解幼教市场。筛选公司组织专门人员对幼教行业标的公司进行了深入的调研、考察,调研范围辐射北京、江苏、浙江、河南、湖南等国内多个省市，对国内幼儿教育市场的现状及发展趋势有了更深入的了解。公司考察的多个地区的幼儿园项目目前都在积极推进当中。

3.2 设立教育产业基金，储备孵化优质幼教项目

- 2015 年下半年，为了推动公司在教育行业的战略布局,公司与实际控制人卢秀强先生、江苏炎昊投资管理有限公司及其他优先级有限合伙人共同投资设立教育产业基金“新余修齐平治教育产业投资管理中心”。该基金总出资规模为 5 亿元,首期规模为 2 亿元人民币,管理人为江苏炎昊投资管理有限公司。
- 公司作为有限合伙人认缴基金份额的 10%作为中间级，首期使用自有资金出资 2000 万元；实际控制人卢秀强先生作为有限合伙人认缴基金份额的 20%作为劣后级，首期出资 4000 万元；江苏炎昊投资管理有限公司作为基金普通合伙人（GP）认缴基金规模的 1%，首期出资 200 万元；另外 13800 万元由炎昊投资负责寻找优先级有限合伙人募集得到。卢秀强先生为优先级有限合伙人及中间级有限合伙人的投资额和收益提供连带责任担保。
- 炎昊投资是一家股权投资管理机构，主要从事企业投融资、股权投资、发起设立并管理私募投资基金和并购基金以及公司并购业务。炎昊投资依托雄厚的业内资源和资本、技术以及管理实力，与诸多银行、券商及 LP 投资人等保持着长期良好的合作关系。

- 该基金作为秀强股份布局教育产业的平台,对优质的教育领域的标的进行筛选、准备和孵化,充分发挥资本市场作用,为公司整合产业链资源提供充足准备,加快公司外延式发展,为公司的长远战略做好准备。
- 道生天成基金通过筛选符合公司发展战略的教育产业领域标的,进行储备和孵化,为公司进行并购重组培育优秀标的,有助于推动上市公司产业整合步伐,促使公司产业经营和资本运营达到良性互补,进一步提升公司盈利能力,实现公司持续、健康、稳定发展。

3.3 收购全人教育, 股权绑定充分, 幼教业务整合拓展平台已备

- 2015年12月18日公司公告,以现金2.1亿元并购知名幼教连锁企业杭州全人教育集团有限公司100%股权。
- 股权绑定充分,全人教育业绩稳定增长,大概率完成业绩承诺。全人教育股东承诺,2016年、2017年全人教育扣非归母净利润不低于1800万元、2800万元,直营幼儿园数量分别达到20家、40家;通过旗下全优宝幼儿园管理系统软件管理的幼儿园数量分别达到1000家、2000家。此外,全人教育原大股东周崇明承诺,在二级市场购买秀强股份股票不低于1亿元(于2015年12月29日完成),分8年解锁,每年可解锁该部分股份数的12.5%。股权绑定充分,激励制度良好,8年解锁期充分体现了全人教育同秀强股份长期深度合作信心。

图表 15: 全人教育业绩承诺

全人教育承诺					
扣非归母净利润		直营园数		全优宝 APP 管理园数	
2016	2017	2016	2017	2016	2017
1800 万	2800 万	20	40	1000	2000

全人教育原股东二级市场买入1亿元秀强股份股票,分8年解锁

来源: 公司公告, 国金证券研究所

全人教育: 领先幼教直营连锁企业, “外延+内生” 二元驱动

- 全人教育创办于2005年,是以浙江大学为依托建立起来的专业从事教育发展研究、教育管理咨询、出版发行、非学历教育培训、学前教育及提供教育技术和新媒体服务的企业,下设幼小国际化教育事业部、教育信息化网络事业部、移动互联教育事业部三大事业部。
- 全人教育采取事业部制运营管理模式从幼儿教育(含早期教育)逐渐延伸至K12教育、高等教育及职业教育等,全面部署教育领域战略版图,并借势教育产业“互联网+”及“教育信息化”变革之大环境,助力全人教育线上线下、教育信息化并肩发展。经历10余年的发展,全人教育已成为以幼儿园业务为主,延伸涵盖0-6岁幼教业务、K12教育、高等教育及职业教育等,并从事网络教育及特色教育产品开发、销售以及国际教育文化交流的综合型教育机构。

(1) 幼小国际化教育事业部: 英伦幼教联盟

- 幼小国际化教育事业部由浙江英伦教育科技有限公司(以下简称“浙江英伦”)主导运营,以开发幼小国际化教育、跨地区投资控股连锁幼儿园为主营业务,重点布局线下学前教育领域,致力于在全国范围内持续发展国际高端幼儿园。
- 英伦国际幼教联盟成立于2006年,是全人教育与英国安格利亚学者教育中心联合创立的一家国际性文化交流机构,专业从事0-6岁幼小国际化研发与服务。英伦幼教联盟以国际理念引领,以幼儿发展为本,高质量的国际教育和文化传,融汇中西方最优秀的幼教课程和教学体系,精心创研“5I教育理念”,弘扬国学文化,发展“全能宝宝”教育体系,愿在和谐、宽松的教育环境和温馨、自如的家庭氛围中,实施语言教学,渗透多元文化,精心培育高端幼小国际化品牌,打造成为国内高端幼小国际化航母。

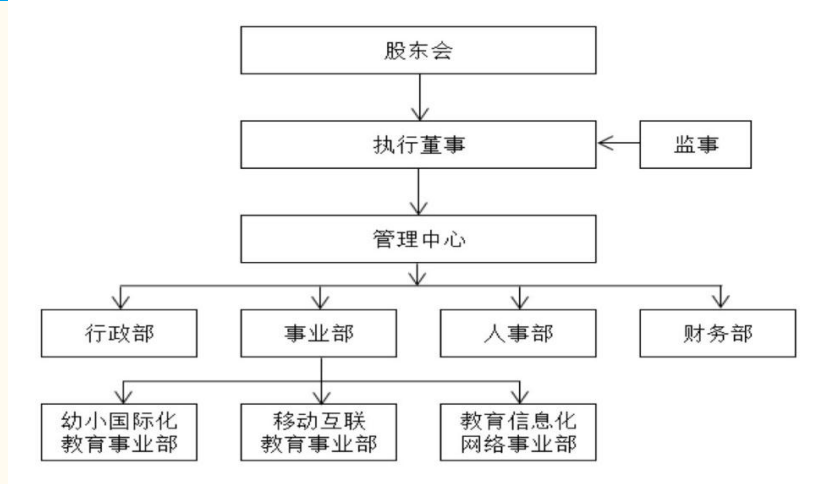
(2) 移动互联网教育事业部

- 移动互联网教育事业部是以浙江全优宝网络科技有限公司为主体，致力于提升幼儿园互联网信息化管理水平，搭建幼儿园与家长共同培养全能优秀宝贝的信息平台为己任的科技公司，为杭州高新区（滨江）第17批文化创意产业备案企业。该公司主要产品为全优宝 APP 家园互动平台和全优宝门禁娃娃，专注于培育全人教育下属“全优宝”子品牌，重点打造“互联网+幼教”领域全新业务模式，实现线下幼教实体与线上虚拟现实的完美结合。
- “全优宝”APP 是一个由全人教育技术人员自主研发的一套面向幼儿园和家长用户的家园共育互动平台，提供家园即时互动、宝宝寓教于乐、教师教学记录、专家早教宝典等独特的网络社交及在线教育功能。一方面为家长用户提供学生在园动态信息，如每日食谱、宝贝一天、学习动态、卫生保健、班级活动、班级相册、班级影音、家长留言等功能，另一方面为幼儿园提供学生管理、教师管理、缴费管理、评语管理、工作计划、工作总结等办公自动化系统功能。
- 全优宝在 2014 年在全国范围内开始推广，向推广幼儿园提供软件以及配套设施服务的同时，与对方签订全优宝家园互动平台入园使用协议，进而占有市场份额。在全优宝的推广过程中，前期主要采用免费的形式，后期拟通过向幼儿园收取会员费、向家长收取增值服务费、向教育产品供应商收取渠道使用费、向广告商收取赞助费等多种形式实现盈利。

(3) 教育信息化网络事业部：在线教育业务

- 教育信息化网络事业部由杭州宇乾教育科技有限公司为主体，立足于拓展教育信息化渠道业务，开发运营中国教育频道网站、浙江教育频道网站等。该事业部紧抓当前教育行业“互联网+”变革之势，积极铺设在线教育渠道，与其他线下线上、实体虚拟事业部紧密结合、有效联动，提供强有力的信息化网络服务，其下属中国教育频道、浙江教育频道等在线平台目前已全面覆盖学前教育（含早教）、K12 教育、高等教育及职业教育等领域。

图表 16：全人教育下属 3 个事业部



来源：公司公告，国金证券研究所

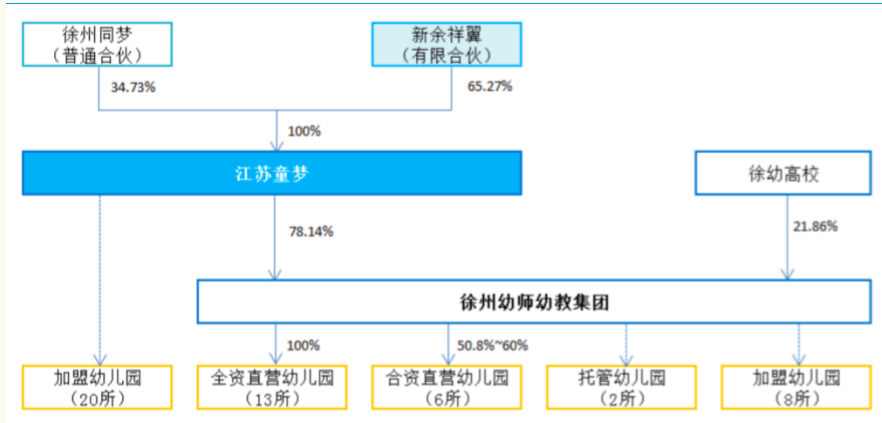
- 全人教育现有 30 余所幼儿园办学实体，其中全人教育及全资子公司浙江英伦旗下直营幼儿园约 25 所，其中 2016 年 1-9 新增直营幼儿园 15 家，主要布局在浙江、湖南、安徽等地，此外，全人教育还拥有签署管理协议的幼儿园 7 所，主要遍布于湖南、湖北、广东、浙江及安徽等省份。
- 全人教育旗下幼儿园定位中高端，每家幼儿园在园人数约 150 人-450 人，根据中高端定位不同，其收费标准约为 1000-6000 元/月。2016 年 1-9 月全人教育事项利润 1241 万元，预计全年大概率实现业绩承诺。

- 公司全资收购全人教育，正式涉足教育领域、教育作为公司第二主业的地位正式确立。公司主营业务也将由单一的玻璃工艺业务向玻璃工艺业务与教育实体及信息化业务“双轮驱动”的双主业模式转变，从而实现跨足前景广阔的教育蓝海及创新性业务转型的战略布局。

3.4 控股徐幼集团，打造幼教标准化输出能力

- 11月28日，秀强股份发布公告，公司拟以现金方式向新余祥翼儿童教育服务咨询合伙企业收购江苏童梦65.27%股权，本次交易对价为1.79亿元。交易完成后，江苏童梦将成为秀强股份的控股子公司。2016年6月，江苏童梦与受让237个自然人股东所持有的徐幼集团78.14%股权。本次变更完成后，徐幼集团出资人变更为江苏童梦与徐州幼儿师范高等专科学校，持股比例分别为78.14%和21.86%。收购完成后，秀强股份将间接持有徐幼集团51%的股份，完成对徐幼集团的控股。

图表 17：秀强股份通过收购江苏童梦控股徐幼集团



来源：公司公告，国金证券研究所

- 江苏童梦主要从事幼儿园管理、幼教领域培训、幼儿园课程体系研发、幼儿专业教材编纂及幼儿教育管理咨询等业务。目前，江苏童梦及其下属徐幼集团主要通过以下方面实现收入：1)向旗下直营幼儿园托管幼儿园收取保教费、伙食费、培训费等；2)向旗下加盟幼儿园收取加盟管理费；3)向婴乐坊亲子园开设的亲子班收费；4)向周末亲子班、艺术班等培训班收取培训费；5)其他幼儿教育相关收费等。
- 江苏童梦借助徐幼集团在学前教育行业的资源，向周边城市辐射。截至目前，徐幼集团下属幼儿园已覆盖到徐州市六个区两个县，现有直营幼儿园19所，托管幼儿园2所，加盟幼儿园28所(含江苏童梦旗下20所)。
- 江苏童梦间接控股的婴乐坊亲子园，主要在周末租用徐幼集团下属幼儿园教室，面向徐幼集团下属幼儿园提供周末艺术班及亲子课程等。截至目前，婴乐坊亲子园现已开设28个班级。
- 双方协议，江苏童梦及其下属单位于2017年、2018年及2019年直接或间接所属的直营园开办数量累计分别达到60家、100家、150家，且办学规模(指入园人数、场地面积、装修水平等)及管理水平达到或高于徐州市泉山区御景湾幼师幼儿园及徐州市新城区幼师幼儿园办学标准。新余祥翼承诺江苏童梦于2017年、2018年、2019年三个会计年度实现扣非净利润分别不低于1800万元、2400万元、3000万元人民币，三个会计年度总净利润7200万元人民币。

图表 18：江苏童梦业绩承诺

江苏童梦及其下属单位承诺

2017	2018	2019
------	------	------

下属直营园数	60	100	150
扣非净利润	1800 万	2400 万	3000 万

来源：公司公告，国金证券研究所

- 再收购全人教育之后，公司幼教布局再下一城，收购江苏童梦、控股徐幼集团符合秀强股份做大教育领域业务的发展战略。徐幼集团学前教育资源丰富，包括资深幼教园长、教师、教研方面的资源，团队优势突出。未来或将借助其师范学校、管理经验方面的优势，输出师资、办园制度、装修规划等标准化制度，为公司幼教直营连锁版图的规范化打下坚实基础。

3.5 拟收购培基教育 100% 股权，进军一线城市高端幼教

- 2016 年 9 月 7 日，秀强股份与北京培基教育科技有限公司就收购培基教育 100% 股权事项签订了《框架协议》。协议显示，培基教育预估值为 3.8 亿元，预估值是根据培基教育 3 年业绩承诺净利润平均数的 11.5 倍确定。
- 业绩对赌协议中，培基教育承诺 2016 年、2017 年和 2018 年经审计的扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的净利润不低于 3000 万元、3300 万元、3600 万元。培基教育股东承诺将在标的公司股权转让完成后 6 个月内使用累计金额不低于 40% 的总股权转让款取得标的公司股票，并承诺上述股票于 36 个月内分期解锁。

图表 19：培基教育业绩承诺

扣非归母净利润	培基教育承诺		
	2016	2017	2018
	3000 万	3300 万	3600 万

来源：公司公告，国金证券研究所

- 培基教育主要从事为 1.5 - 12 岁儿童提供学前教育与培训。具体包含国际化双语教育体系、面向 1.5-3 岁的幼儿亲子早教、注重艺术素养的艺术培训、设立专业体育俱乐部的体育体能培训以及面向外部幼儿园的小幼衔接教育。根据培基教育官网显示，培基教育在北京拥有望京、欧陆等 6 所幼儿园，总占地面积 21000 平米。
- 秀强股份选择收购培基教育主要是出于对学龄前培训及教育产业的战略布局考虑。培基教育总部位于北京市朝阳区，公司在北京的战略布局，可接触到国内最新的教育政策的变动情况。此外，此次收购培基教育也是公司将教育产业向北上广深一线城市布局的第一步。
- 此次收购有利于公司教育产业稳定、可持续发展。有助于公司实现向中高端幼教、培训领域规模化、专业化方向发展的战略目标；也将大大提升培基的品牌价值和服务形象，进而增强公司的盈利能力。

3.6 投资花火文化传播有限公司，布局幼教 IP

- 2016 年 9 月 26 日，秀强股份公告拟使用自有资金 2000 万元人民币对花火（厦门）文化传播有限公司增资，本次增资完成后公司占花火的出资比例为 11.11%。
- 花火文化以原创动漫为核心，业务涵盖影视制作发行、音像出版发行、图书出版发行、主题乐园、游戏、娱乐节目、活动及周边衍生品等。目前已与中国中央电视台、中国移动、中国电信、迪士尼、湖南卫视、腾讯、优酷、搜狐等公司机构建立了广泛的业务合作关系。花火文化旗下拥有《魔力课堂》、《神炖局》等原创 IP，具有较强动漫品牌开发和输出能力。

图表 20：花火文化旗下拥有《魔力课堂》、《神炖局》等原创 IP



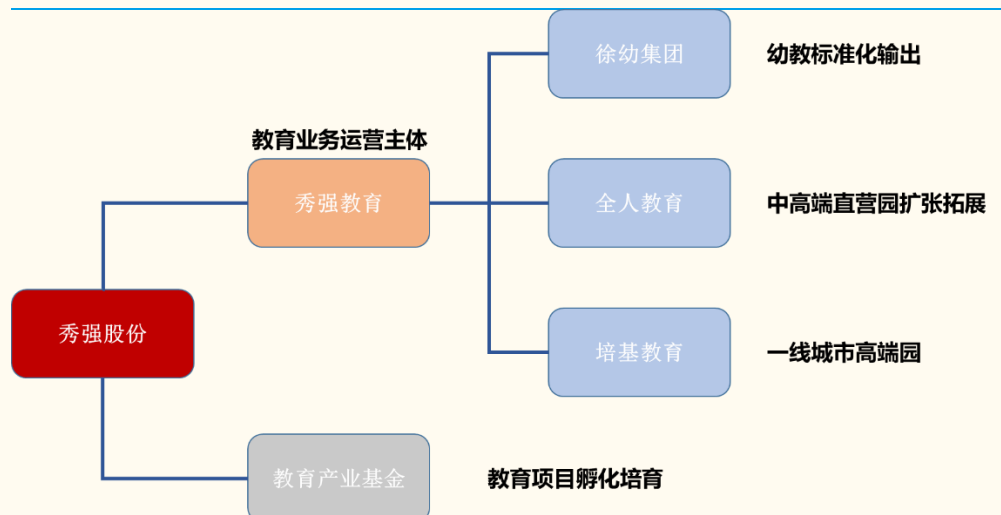
来源：公司官网，国金证券研究所

- 本次投资花火文化后，公司将与花火文化内部专业的动漫创作团队共同构思，设计符合儿童市场、针对幼教新的独立 IP，包括完整的形象设计、故事创意，花火也将利用其现有的专业动画制作经验推出系列动画，为公司打造属于公司自己原创的儿童 IP 动画产品、具备观赏性的教育课件等。
- 此外，花火也将利用其已经建立起来的 100 多家电视台发行渠道、无线互联网渠道、三大电信运营商渠道等将公司原创的 IP 产品进行全渠道铺开发行推广，将公司原创的儿童 IP 动画课件打造成中国有影响力的儿童教育 IP，从原创 IP 这个原点的影响力带动公司教育产业链的各个环节，从而提升公司在幼教领域的品牌影响力。

3.7 中高端直营连锁战略推进顺利，未来或持续整合融合打造优质幼教品牌

- 公司转型幼教决心坚定，路径清晰，执行力强。成立教育管理公司，作为公司教育业务的运营主体，其后先后并购或拟并购①全人教育，并以其为主体进行中高端园拓展，②徐幼集团（江苏童梦）作为幼儿教师资、管理等的标准化输出平台，为公司优质幼教品牌的建设打下了坚实的基础。③培基教育，为公司在一线城市开拓高端连锁园做好准备。此外，公司旗下产业基金或将持续孵化培育教育项目，为公司幼教长期发展注入活力。

图表 21：公司幼教转型思路清晰



来源：国金证券研究所

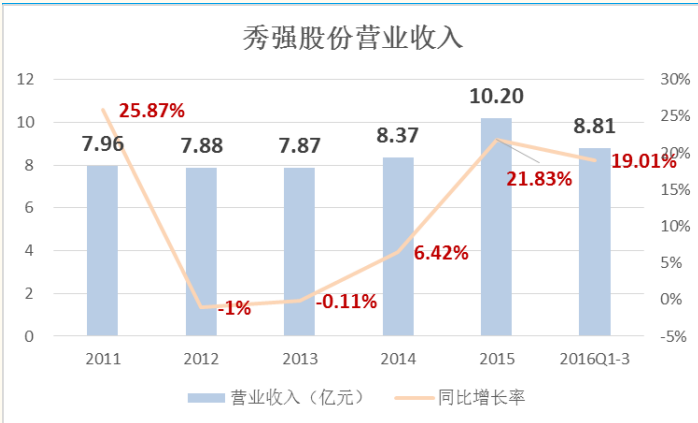
- 此外，公司 2016 年三季度资产负债率不到 30%，较低的资产负债率及较为集中的股权使得公司具有较强的融资能力，未来或将持续拓展幼教领域大版图。

- 公司目前已完成中端直营园、高端直营园及幼教支持资源的布局，中高端幼教直营连锁版图已现，未来或将持续进行外延扩张，及内部的整合融合，打造全国性的优质幼教直营连锁品牌。

4. 玻璃主业回暖，行业龙头地位巩固

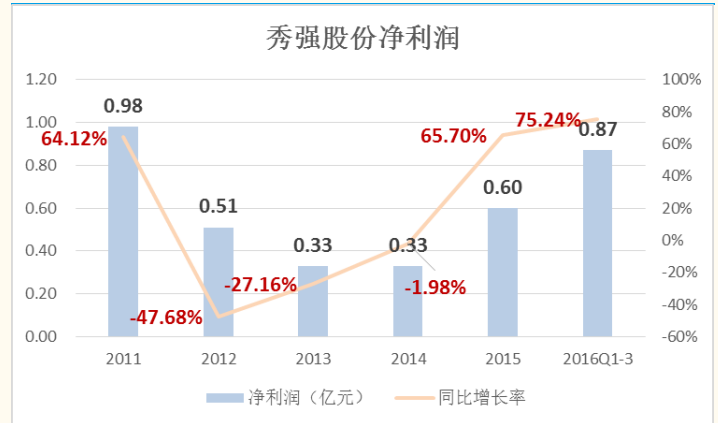
- 2016年1-9月，公司在教育产业及玻璃深加工业务双主业的带动下，经营业绩较上年同期有较大幅度的增长，实现营业收入88,101.79万元，较上年同期增长19.01%；营业利润9,904.04万元，较上年同期增长67.14%；利润总额10,482.56万元，较上年同期增长82.56%；归属于上市公司股东的净利润8,659.03万元，较上年同期增长75.24%。

图表 22：秀强股份营收



来源：公司公告，国金证券研究所

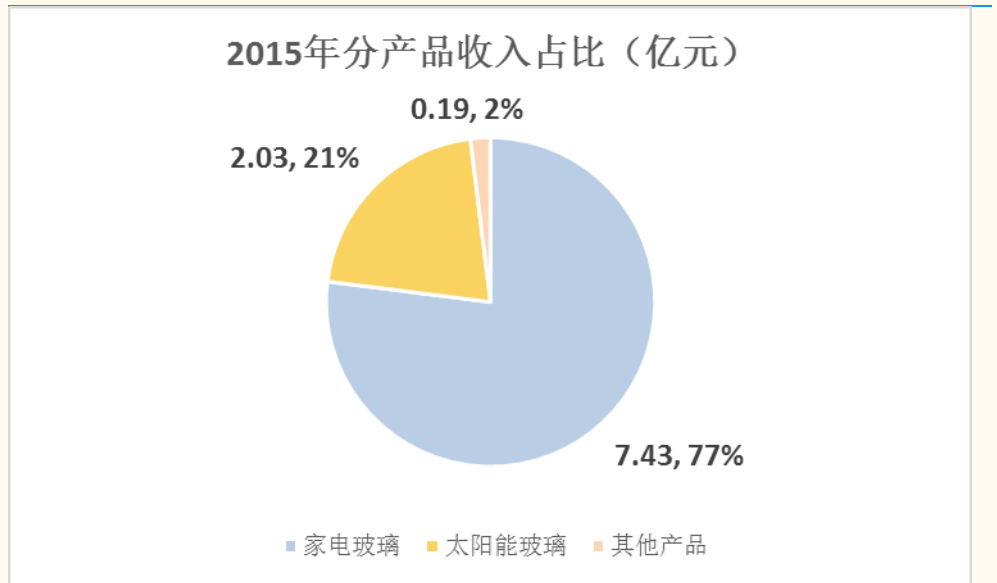
图表 23：秀强股份净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016年前三季度，公司推进的各项工作进展顺利，玻璃深加工业务持续稳步增长。在玻璃深加工业务领域，公司抓住北美市场复苏这一契机，扩大家电玻璃产品出口量，同时调整产品结构，增加高附加值家电彩晶玻璃及镀膜玻璃产品的供货比率。
- 公司通过积极开拓海外市场拓宽产品销售渠道、扩大国内市场提升产品市场占有率。其中家电玻璃产品作为公司主营业务销售收入的主要来源，公司继续发挥在家电玻璃产品领域的研发、技术、质量和规模生产的优势，加强与客户的合作，提前介入客户新产品的研发试生产过程，成功开发多款高端家电玻璃产品；同时公司还针对不同客户提供了“量身定做”的个性化服务，增加公司与客户之间的粘连带，提升公司家电玻璃产品的供货比率。通过上述方式，报告期公司家电玻璃产品的市场占有率有所提高，并以高品质、快速交期和周到的服务赢得客户的一致认可，2016年前三季度公司家电玻璃产品在客户采购中的占有率增加，实现销售收入6.76亿元，同比增长24.59%，保障公司主营业务产品销售收入的稳中有增。
- 公司继续加强对光伏玻璃产品生产的成本控制工作，通过提高生产过程的自动化程度，降低人工成本，通过班组和关键岗位优化，实现重点岗位资源共享，确保产品品质，提升产品整体成品率，降低单位成本。报告期，公司光伏玻璃产品毛利率24.13%，较上年同期增长5.27%，提高了产品的盈利能力。2015年家电玻璃的主营业务收入占总主营的76.98%，太阳能玻璃业务的占比为21.01%，建筑玻璃的占比为1.35%；显示屏盖板玻璃的占比为0.66%。

图表 24: 2015 年公司各项产品收入营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 当前我国全面深化改革拉开序幕、经济进入发展新常态,公司所处玻璃深加工行业正现重新洗牌态势。随着国家节能环保低碳经济政策的深入实施、城镇化建设的推进、绿色节能建筑需求的高速发展,为玻璃深加工产业带来巨大的发展动力。公司作为全国工业玻璃和特种玻璃标准化技术委员会家居工业玻璃分技术委员会秘书处承担单位,与国内知名高校联手建有省级玻璃深加工工程研究院,将不断推动公司玻璃深加工产品不断向精细化方向发展。

图表 25: 秀强股份产品列表

触摸屏盖板玻璃	平板电脑触摸屏
	汽车导航触摸屏
	手机触摸屏
TCO 玻璃	光电玻璃盖板
	太阳能玻璃
光伏镀膜玻璃	汽车防雾玻璃
	防辐射玻璃
	防静电玻璃
	手机防指纹玻璃
ITO 玻璃	平板电脑防指纹玻璃
	掺锡氧化铟 (IndiumTinOxide), 一般简称为 ITO。
家电彩晶玻璃	烤箱微波炉玻璃
	冰箱层架玻璃
	彩晶玻璃

来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司玻璃业务拥有良好的企业品牌形象，核心竞争力强。公司坚持自主品牌全球运营,通过技术创新和优质服务不断满足客户需求,提供整体解决方案,提升产品附加值,公司产品品牌已被行业广泛认同,目前已经是国内知名的家电玻璃系列产品生产和服务企业。公司家电玻璃产品在全球的销售已扩展至近 30 个国家和地区,在家电玻璃产品领域占有绝对优势的市场占有率;此外公司作为全国工业玻璃和特种玻璃标准化技术委员会家居工业玻璃分

技术委员会秘书处承担单位,是彩晶装饰玻璃国家标准的主要起草人之一,在业界和下游客户群中具有较高的影响力。

- **秀强股份产品研发能力强、创新优势明显。**公司十分重视自主创新能力建设和关键核心技术的开发,在多年的探索发展过程中积累了丰富的经验和较强的技术实力,拥有一支高素质、专业化的研发队伍,长期致力于新产品新技术的研发创新。通过持续研发创新和市场拓展,形成了完整的自主知识产权体系,产品研发与技术创新能力在同行业居领先地位。截至 2016 年第三季度,公司拥有已获授权的专利 33 项,其中发明专利 18 项、实用新型专利 15 项。

5.投资建议

我们认为

- ①**幼教行业市场空间巨大,但整体呈现“小弱散”的状况,未来行业整合或成趋势。**幼教企业的核心价值在于品牌和办学质量,看好中高端直营幼教模式。秀强股份作为最早实行幼教直营园战略的上市公司之一,具有一定的先发优势。
- ②**公司已完成中高端园直营连锁企业全人教育的并购,一年以来,全人整合&扩张状况良好,旗下直营园已由 15 年底的 10 家,达到 16 年 9 月的 25 家,大概率完成业绩承诺。2017 年,全人教育旗下直营园或将达到 40 家。**
- ③**公司收购江苏童梦以控股徐幼集团,徐幼集团幼教资源丰富,包括师资培训、办园规格标准化等,团队优势突出。未来公司或借助徐幼集团丰富的幼教资源,进行整个公司幼教业务的扩张及标准化推进工作。2017-2019 年,江苏童梦旗下直营园数量或将达到 60 家、100 家、150 家。**
- ④**公司拟并购培基教育,进军一线城市高端直营园市场,未来或将与旗下其他幼教资源产生协同效应,进一步拓展在一线城市及高端园领域的影响力。**
- ⑤**公司传统玻璃业务呈现回暖态势,行业龙头地位稳固,为公司业绩提供安全边际。**
- ⑥**秀强股份幼教业务版图已具初步规模,外延拓展及内部整合工作有序推进,未来或将坚定推进“玻璃+教育”双主业发展模式,盈利能力和抗风险能力明显增强,未来,公司或进行进一步的幼教业务外延扩张和内生整合,提高盈利能力。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.20 元,0.30 元,0.42 元,对应 PE63x,42x,30x 给予买入评级,目标价 16.75 元。**

风险提示:公司教育整合进度仍有不确定性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	787	837	1,020	1,358	1,802	2,138	货币资金	350	278	164	100	100	192
增长率		6.4%	21.8%	33.1%	32.8%	18.6%	应收账款	394	404	466	546	670	817
主营业务成本	-590	-640	-747	-960	-1,267	-1,507	存货	91	68	107	102	130	147
%销售收入	75.0%	76.4%	73.2%	70.7%	70.3%	70.5%	其他流动资产	119	67	34	98	129	153
毛利	196	197	273	397	535	631	流动资产	954	817	770	845	1,029	1,308
%销售收入	25.0%	23.6%	26.8%	29.3%	29.7%	29.5%	%总资产	65.0%	60.0%	50.3%	48.3%	53.3%	59.5%
营业税金及附加	-5	-5	-6	-7	-9	-11	长期投资	4	0	28	29	28	28
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	472	492	504	503	496	485
营业费用	-46	-47	-56	-95	-117	-128	%总资产	32.2%	36.1%	32.9%	28.7%	25.7%	22.0%
%销售收入	5.9%	5.6%	5.5%	7.0%	6.5%	6.0%	无形资产	26	39	38	371	374	376
管理费用	-96	-96	-111	-163	-211	-214	非流动资产	514	545	762	905	900	891
%销售收入	12.2%	11.5%	10.9%	12.0%	11.7%	10.0%	%总资产	35.0%	40.0%	49.7%	51.7%	46.7%	40.5%
息税前利润 (EBIT)	49	49	99	132	198	278	资产总计	1,468	1,363	1,532	1,750	1,929	2,199
%销售收入	6.2%	5.9%	9.7%	9.8%	11.0%	13.0%	短期借款	175	80	110	150	59	0
财务费用	-2	-3	4	-3	-3	-3	应付款项	154	119	200	241	311	372
%销售收入	0.2%	0.3%	-0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	其他流动负债	33	79	95	115	139	156
资产减值损失	-7	-6	-30	-3	-1	-1	流动负债	362	278	405	506	509	528
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	-4	-1	0	0	0	0	其他长期负债	43	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	405	278	405	506	509	529
营业利润	37	40	74	127	194	274	普通股股东权益	1,058	1,085	1,127	1,244	1,421	1,670
营业利润率	4.7%	4.8%	7.3%	9.3%	10.8%	12.8%	少数股东权益	6	0	0	0	0	0
营业外收支	0	-5	-4	3	3	3	负债股东权益合计	1,468	1,363	1,532	1,750	1,929	2,199
税前利润	37	35	70	130	197	277	比率分析						
利润率	4.7%	4.2%	6.8%	9.6%	10.9%	13.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-4	-2	-9	-13	-20	-28	每股指标						
所得税率	9.6%	6.7%	13.4%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.062	0.061	0.101	0.195	0.296	0.417
净利润	33	33	60	117	177	249	每股净资产	5.663	5.808	6.031	6.657	7.605	8.941
少数股东损益	-4	-4	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.163	0.556	0.785	0.620	0.789	1.103
归属于母公司的净利润	37	36	60	117	177	249	每股股利	0.000	0.260	0.400	0.000	0.000	0.000
净利率	4.7%	4.4%	5.9%	8.6%	9.8%	11.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	3.52%	3.36%	5.37%	9.40%	12.47%	14.94%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	2.53%	2.78%	4.06%	6.85%	9.40%	11.58%
净利润	33	33	60	117	177	249	投入资本收益率	3.58%	3.96%	6.96%	8.55%	12.03%	14.96%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	41	47	76	61	65	70	主营业务收入增长率	-0.11%	6.42%	21.83%	33.08%	32.75%	18.64%
非经营收益	13	19	-5	17	-3	-3	EBIT 增长率	-19.73%	0.78%	101.19%	33.23%	49.27%	40.53%
营运资金变动	-57	5	16	-79	-92	-110	净利润增长率	-27.16%	-1.98%	65.70%	93.29%	51.61%	40.82%
经营活动现金净流	30	104	147	116	147	206	总资产增长率	12.86%	-10.53%	13.21%	14.27%	10.20%	13.99%
资本开支	-125	-69	-71	-219	-56	-57	资产管理能力						
投资	0	3	-166	-1	0	0	应收账款周转天数	116.2	112.9	97.7	70.0	70.0	70.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	51.6	45.2	42.6	38.6	37.4	35.6
投资活动现金净流	-125	-66	-236	-220	-56	-57	应付账款周转天数	47.3	43.4	39.7	43.4	41.4	41.9
股权募资	4	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	185.0	162.6	175.5	131.5	97.7	80.4
债权募资	95	-95	-1	40	-91	-58	偿债能力						
其他	-20	-16	-21	0	0	0	净负债/股东权益	-16.51%	-18.29%	-4.79%	4.01%	-2.92%	-11.41%
筹资活动现金净流	79	-110	-22	40	-91	-58	EBIT 利息保障倍数	29.3	19.4	-22.2	44.1	65.9	92.6
现金净流量	-16	-72	-111	-64	0	92	资产负债率	27.59%	17.43%	24.25%	27.11%	24.62%	22.48%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD