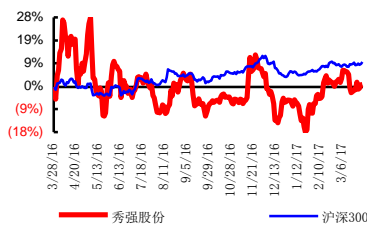


秀强股份(300160)/教育行业
家电玻璃龙头稳固，幼教领域扬帆驰骋
评级：买入(首次)
市场价格：12.82
目标价格：16.20
分析师：鞠兴海
执业证书编号：S0740516120001
电话：021-20315087
Email: juxh@r.qlzq.com.cn
联系人：范欣悦
Email: fanxy@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	598
流通股本(百万股)	598
市价(元)	12.82
市值(百万元)	7,663
流通市值(百万元)	7,663

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	837	1020	1160	1592	1905
增长率 yoy%	6.4	21.8	13.7	37.3	19.7
净利润	36	60	115	185	239
增长率 yoy%	-2.0	65.7	89.81	61.15	29.51
每股收益(元)	0.20	0.32	0.19	0.31	0.40
每股现金流量	-0.39	-0.60	0.02	0.11	0.08
净资产收益率	3.4	5.4	9.8	14.3	16.3
P/E	109	66	111	69	53
PEG	-55	1	1	1	2
P/B	3.7	11.3	10.4	9.3	8.2

备注：

投资要点

- **家电玻璃龙头，幼教产业延伸。**公司是国内规模最大、市场占有率第一的家电玻璃深加工企业，主要客户包括海尔、海信、美的、日立等知名家电企业。2015年公司将幼教确定为第二主业，先后设立教育产业基金，收购全人教育、江苏童梦，投资花火文化，并与培基教育签订收购协议，覆盖幼儿园所超过80家。
- **玻璃业务景气回升、增长强劲。**国内家电销售回暖、产品升级，海外受益人民币贬值拉动订单回升，共同推动公司家电玻璃业务（占玻璃收入超过70%）步入景气周期。按快报推算2016年玻璃业务收入增长超过5%，同时在优化产品结构、严控成本作用下，毛利率维持在30%左右的较高水平，推升该业务2016年净利润同增超过50%。
- **教育业务优势明显、外延持续。**通过一系列布局，公司教育业务已形成“园所+师资+内容”的一体化幼教综合服务商，竞争优势明显。（1）直营园为且定位中高端，主要分布于GDP较高的京苏浙；（2）依托徐幼构建幼教内容，借力花火文化构建幼教IP。（3）幼教人才储备丰富，支撑内生外延扩张。（4）旗下许多普惠园在《民促法》修订案实施后具有较大提价空间。（5）以幼儿园为载体，增值服务拓展收入来源。若现有业务2017年整合顺利，按对赌将增厚备考利润7275万元，而未来公司将沿着幼教领域持续进行布局。
- **股权相对集中、可用现金充沛。**公司董事长及一致行动人现持股47.41%（2016年11月17日公告六个月内计划减持5.66%、已减持5.64%），持股相对集中，且自2011年IPO至今尚无再融资。截至2016年9月底公司货币资金2.53亿、此前大股东减持获得现金4.53亿元。综合考量，公司具备较强外延实力。
- **投资建议：**公司已明确“幼教+玻璃”双主业发展的战略，兼具成长性和周期性。家电玻璃龙头地位稳固、享受景气回升，教育领域整合推进增厚利润、外延预期形成催化。2016年业绩快报净利润1.15亿元（预计玻璃/教育0.94/0.21亿元），预计2017/18年备考净利润2.02/2.39亿元（玻璃1.29/1.50亿元，教育备考0.73/0.88亿元）。公司现价12.82元、市值77亿元，给予2017年玻璃业务30x、教育业务80x估值，目标价16.20元，首次给予“买入”评级。
- **风险提示：**幼儿园数量、学生数及ARPU值内生增长不达预期，外延扩张不达预期。

内容目录

家电玻璃龙头地位不改，教育领域扬帆起航	- 3 -
教育+玻璃双轮驱动	- 3 -
实际控制人持股比例高	- 3 -
玻璃业务：下游回暖+市场份额提升，家电玻璃业绩改善明显	- 3 -
房地产销售火爆，家电玻璃行业景气度提升	- 3 -
财务分析：业绩增速改善，出口毛利率提升明显	- 4 -
教育业务：园所+师资+内容并重，构建幼教生态圈	- 7 -
园所扩张先行，幼教 IP 储备	- 7 -
竞争优势：园所+师资+内容三位一体， ARPU 值有望增长	- 8 -
财务分析： 2017 年教育备考净利润贡献超 7000 万	- 11 -
盈利预测及投资建议	- 12 -
风险提示	- 13 -

家电玻璃龙头地位稳固，教育领域扬帆起航

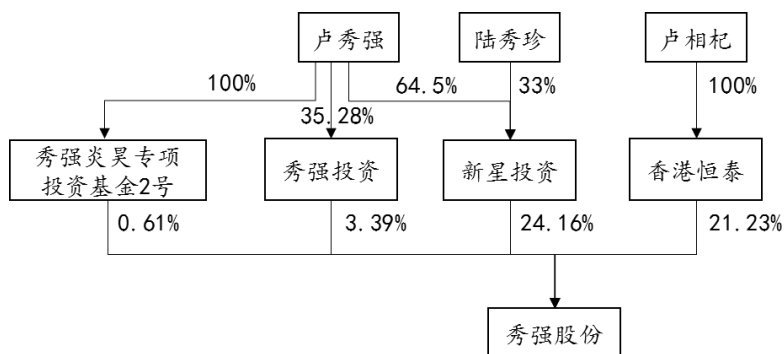
“教育+玻璃”双轮驱动

- 秀强股份成立于2001年9月28日，是由江苏秀强玻璃工艺有限公司整体变更设立的股份有限公司，2011年1月13日在深交所上市。公司主要从事以印刷、镀膜技术为基础的玻璃深加工产品的研发、生产与销售，主要产品包括家电玻璃、太阳能玻璃、家居玻璃等。家电玻璃产品主要客户包括海尔、海信、美的、日立等家电龙头企业，光伏玻璃产品主要供应给阿特斯、英利、中节能等太阳能电池公司。
- 2015年9月14日，公司公告与实际控制人卢秀强先生共同投资设立教育产业基金，明确“教育+玻璃”双主业并行发展的战略。公司聚焦幼教细分赛道，先后完成“全人教育”、“江苏童梦”的收购，与“培基教育”签订收购框架协议，以直营幼儿园为载体，逐步向提供幼儿园一体化解决方案供应商的方向发展。

实际控制人持股比例高

- 公司控股股东为宿迁市新星投资有限公司，持有公司24.16%的股份。实际控制人为卢秀强先生、陆秀珍女士和卢相杞先生（卢秀强先生、陆秀珍女士为夫妻关系，卢相杞为卢秀强先生和陆秀珍女士的儿子）。2016年11月17日，公司公告秀强炎昊专项投资基金3号、5号将在6个月内减持5.66%股权，截至2017年3月13日已减持5%。若减持全部完成，实际控制人合计持有公司47.39%股权。

图表 1：减持完成后股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

玻璃业务：下游回暖+市场份额提升，家电玻璃业绩改善明显

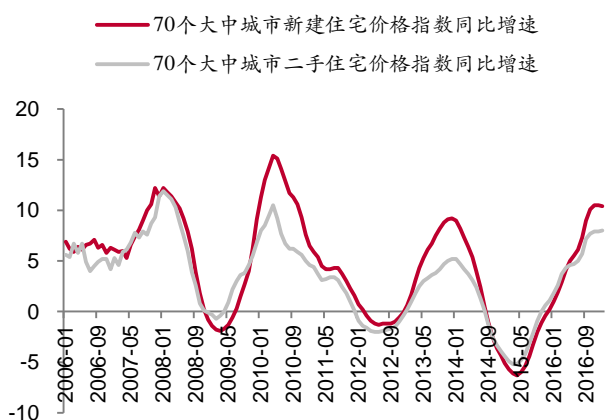
房地产销售火爆，家电玻璃行业景气度提升

- 秀强股份主要从事以印刷、镀膜技术为基础的玻璃深加工产品的研发、生产与销售。家电玻璃产品是公司的传统支柱产品，公司拥有多项发明专利、外观设计专利和多项专有技术，是国内规模最大、市场占有率第一的家电玻璃深加工企业。家电玻璃主要为冰箱、空调等家电产品配套

生产家电层架/盖板玻璃和外观彩晶玻璃、镀膜玻璃，主要客户包括海尔、海信、美的、日立等家电龙头企业。

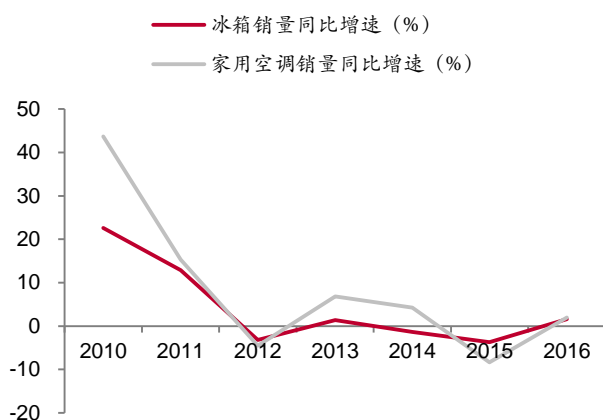
- **玻璃层架是一种专用于冰箱的防碰撞、防滑落、防磨损的玻璃隔层，是冰箱中主要配件之一。盖板玻璃可以作为微波炉、烤箱、洗衣机、冰箱等家用电器的面板玻璃。彩晶玻璃主要装饰冰箱、空调面板，令家电更加美观、新颖、时尚。**
- **房地产销售市场回暖，带动家电销量温和增长。**从 70 个大中城市住宅价格指数看，新建住宅从 2015 年 12 月、二手住宅从 2015 年 11 月开始开启同比上涨的通道。房地产销售市场的回暖、消费升级带来更新换代需求，支撑家电行业销售情况边际改善，2016 年冰箱、家用空调销量同比增长 1.63%、1.93%。家电玻璃是家电的上游，从市场空间看，家电行业回暖为公司家电玻璃业务改善提供保障。
- **市场份额提升，畅享行业增速改善红利。**从竞争格局看，2014-2015 年家电行业景气度较低，导致家电玻璃行业许多小供应商难以继续生存，公司的市场份额得以提升，在更大程度上享有 2016 年以来家电行业回暖的红利。

图表 2: 70 个大中城市新建住宅、二手住宅价格指数同比增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 冰箱、家用空调销量及同比增速



来源: wind, 中泰证券研究所

- **太阳能玻璃领域，公司生产的增透晶体硅太阳能电池封装玻璃，能够提高封装玻璃的透光率，从而提升光伏组件的光电转化率。对应《太阳能发展“十三五”规划》，要求扩大应用（到 2020 年底，光伏发电装机达到 1.05 亿千瓦以上，2015 年光伏发电装机容量 4318 万千瓦）、降低成本（到 2020 年，太阳能热发电成本低于 0.8 元/千瓦时），前者为太阳能玻璃带来广阔的市场空间，后者说明公司产品的必要性（通过提升光电转化率降低成本）。**

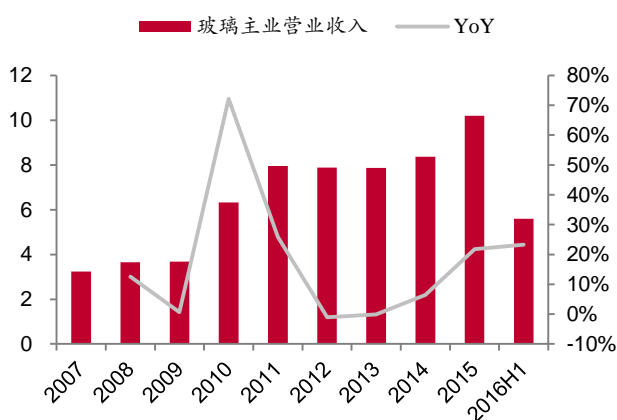
财务分析：业绩增速改善，出口毛利率提升明显

- **地产去库存带动公司玻璃业务收入增速回暖。**2015 年，降息、降准及地产刺激政策持续出台，政策红利助力地产销售持续回升，地产复苏直接

拉动下游家电行业需求，从而反映在公司的收入增速回升。2015/16H1 公司玻璃业务收入 10.20/5.59 亿元，同比增长 21.83%/23.23%。

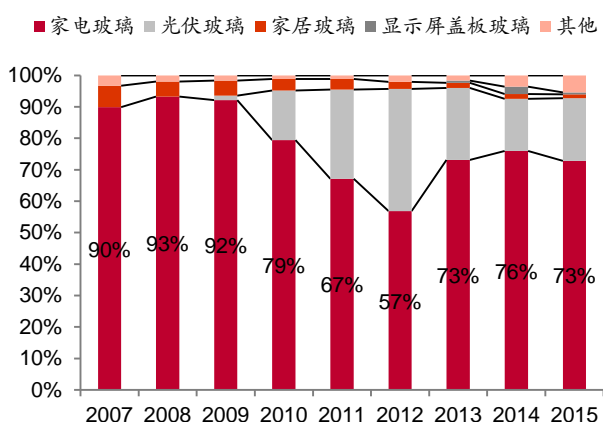
- **玻璃主业中，家电玻璃产品仍为主要收入来源。**2013-2016H1，家电玻璃占玻璃主业收入比重超过 70%（2015/16H1 占玻璃业务收入比重 72.8%/77.2%），光伏玻璃收入占比在 15-20%左右（2015/16H1 占玻璃业务收入比重 19.9%/15.1%），主要原因是公司主动优化光伏玻璃的客户结构。虽然国内光伏市场景气度提升，但光伏组件厂家仍有经营困难、难以回款的情况，因此公司并没有单一追求光伏玻璃收入的提升，而是持续优化客户结构，向资金回笼相对较好的客户供货，减少或停止对持续逾期客户的供货。

图表 4：玻璃业务的营业收入及同比增速



来源：wind, 中泰证券研究所 注：2016H1 玻璃主业营业收入已剔除教育业务收入

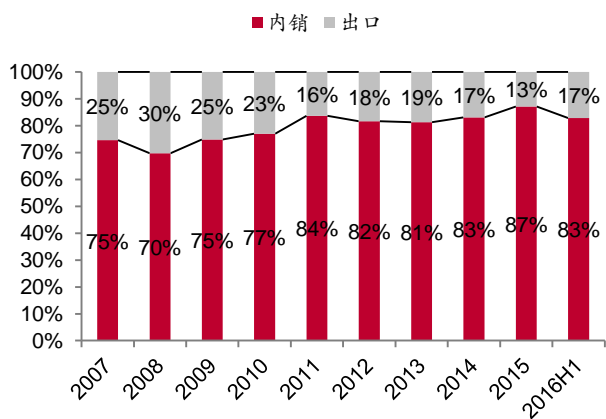
图表 5：玻璃业务收入按产品类型拆分



来源：wind, 中泰证券研究所

- **人民币贬值和海外复苏双重作用，公司提升外销占比。**2015 年 8 月起人民币进入贬值通道，在海外经济复苏以及人民币贬值的背景下，公司在 2016 年扩大家电玻璃产品出口量，2015/16H1 外销收入占比为 12.90%/17.17%。

图表 6：玻璃业务收入按地区拆分



来源：wind, 中泰证券研究所

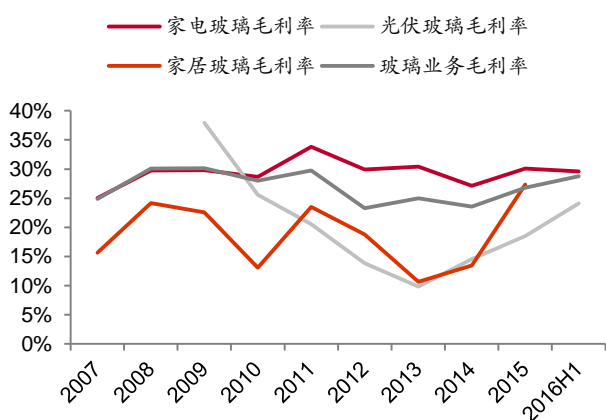
图表 7：美元兑人民币平均汇率



来源：wind, 中泰证券研究所

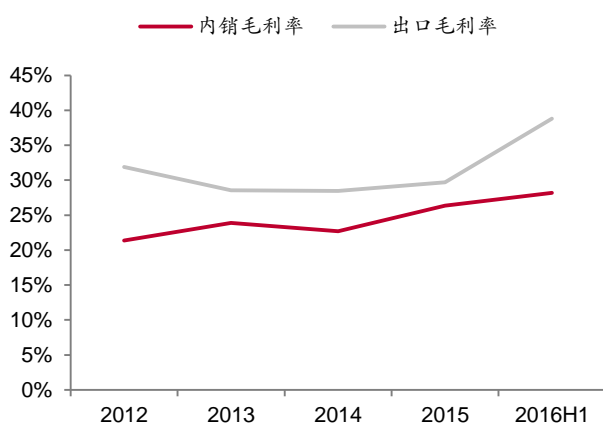
- **调整产品结构、严控成本，盈利能力提升。**家电玻璃领域，公司增加高端、高附加值产品及新产品的销售比重。同时，在成本端严格控制人工、原材料成本：通过精细化生产，减少生产过程中资源浪费；通过提升生产过程的自动化程度，降低劳动力成本；通过集中采购、原材料储备等方式，降低采购成本。2015/16H1 家电玻璃毛利率维持较高水平，达到 30.11%/29.58%。
- **在出口量提升的基础上调整结构，外销毛利率大幅提升。**出口产品中，增加高附加值的彩晶玻璃产品和镀膜玻璃产品的销售比例，大幅提升了外销产品毛利率水平，2016H1 出口产品的毛利率为 38.81% (+14.22pct)。

图表 8：玻璃业务毛利率及分产品毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

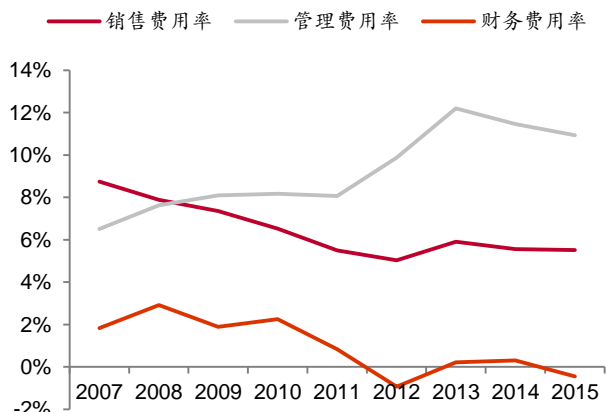
图表 9：内销、出口毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

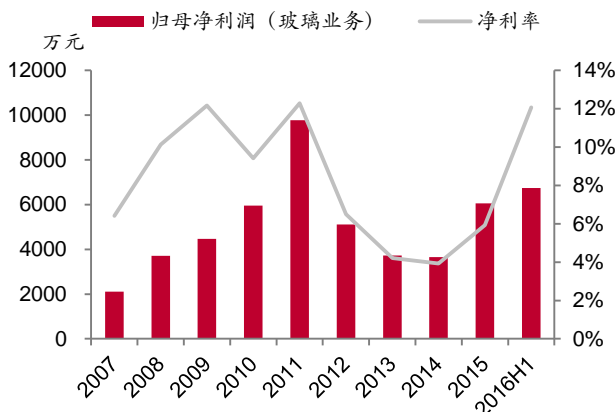
- **费用控制良好，期间费用率下降。**2013-2015 年，公司管理费用率和销售费用率保持逐年降低的趋势。其中，2013 年管理费用率突然走高，主要原因是公司迁至开发区新厂址致办公配套设施支出增加以及人员费用支出增加所致；2014/15 年管理费用率逐年回落，降至 11.46%/10.93%，同比减少 0.74/0.53pct。销售费用方面，公司通过渠道扁平化降低销售费用率，2014/15 年 5.56%/5.51%，同比减少 0.35/0.05pct。
- **收入增长、毛利率提升、期间费用率降低，三因素致净利润高增长。**2015/16H1 公司玻璃业务贡献归母净利润 6045.02/6743.91 万元，同比增长 65.70%/59.97%；净利率 5.93%/12.06%。

图表 10: 期间费用率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 玻璃业务归母净利润及净利率



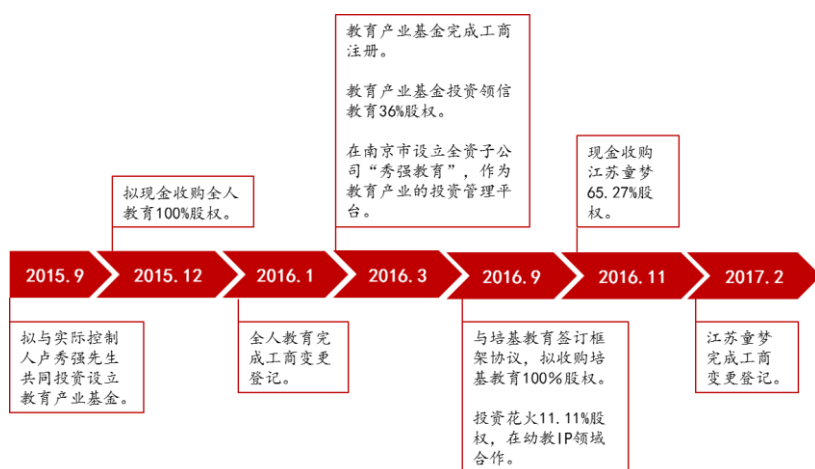
来源: 公司公告, 中泰证券研究所 注: 2016H1 归母净利润剔除教育业务贡献净利润

教育业务: 园所+师资+内容并重, 构建幼教生态圈

园所扩张先行, 幼教 IP 储备

- 园所整合进入快车道, 兼顾幼教 IP 培育。2015 年 9 月, 公司公告拟与实际控制人卢秀强先生共同设立 5 亿元规模的教育产业基金, 作为优质教育标的的储备和孵化平台, 确定教育“第二主业”的地位。教育产业基金完成工商注册后投资教育信息化“领信教育”36%股权。2015 年 12 月开始, 公司将幼儿园数量扩张提上议事日程, 先后收购“全人教育”100%股权、“江苏童梦”65.27%股权, 并与“培基教育”签订收购框架协议。在幼教 IP 领域, 公司对“花火文化”增资, 持有其 11.11%股权, 共同设计符合儿童市场的独立 IP, 包括完整的形象设计、故事创意。

图表 12: 教育业务布局沿革



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 全人教育: 高端幼小国际化品牌, 2015 年底拥有 17 所幼儿园 (10 所直

营, 7 所委托管理), 2016 年前三季度新增 15 家幼儿园, 幼儿园总数已超过 30 家, 主要分布于湖南、湖北、广东、浙江及安徽。幼教信息化领域, 拥有“全优宝”子品牌, 产品包括全优宝 APP 家园互动平台和全优宝门禁娃娃。

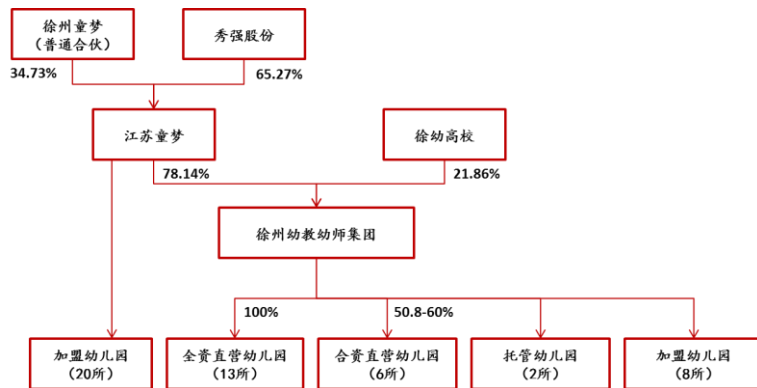
图表 13: 全优宝 APP 详情



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 江苏童梦:** 依托徐州幼儿师范高等专科学校在学前教育专业的学科优势和专业特长, 江苏童梦及下属徐幼集团拥有直营幼儿园 19 所、托管幼儿园 2 所、加盟幼儿园 28 所, 覆盖到徐州市六个区两个县。除幼儿园管理外, 还拥有师资培训、幼儿培训(婴乐坊亲子园)、教材研发等业务。

图表 14: 江苏童梦股权结构及旗下幼儿园分布



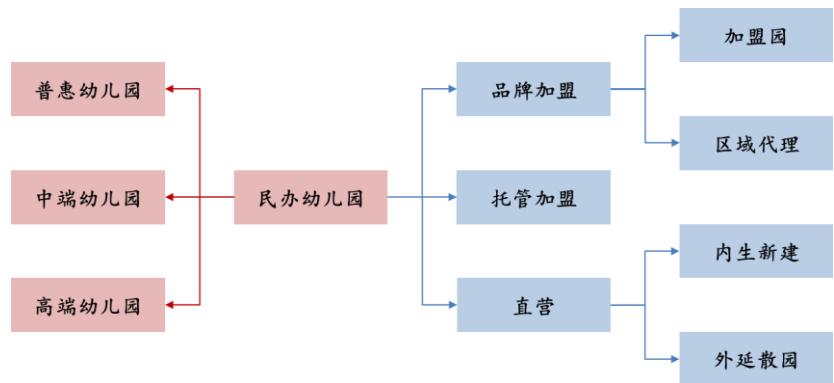
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 培基教育:** 在北京市拥有 6 家高端双语幼儿园, 同时提供艺术培训、体育培训, 并面向 1.5-3 岁幼儿提供亲子早教。
- 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。已拥有 200,000 屏原创漫画, 150 多个原创 IP。动漫专业制作团队超过 100 人(包括外包动漫团队)。

竞争优势: 园所+师资+内容三位一体, ARPU 值有望增长

- **直营为主定位中高端，主要分布于京苏浙。**公司通过外延全人教育、江苏童梦、培基教育（未完成）以及标的各自的内生、外延发展，已拥有超过 80 家民办幼儿园，并以直营为主。相比加盟，直营模式的优势在于对管理、品质的掌控力更强，具有持续输出和变现的潜力，更符合中高端幼儿园的经营标准。从收购标的园所分布上看，全人教育主要分布在浙江省、江苏童梦主要分布在江苏省、培基教育分布在北京市，均位于人均 GDP 较高的省市，中高端的定位与园所区位相匹配。

图表 15：民办幼儿园分类



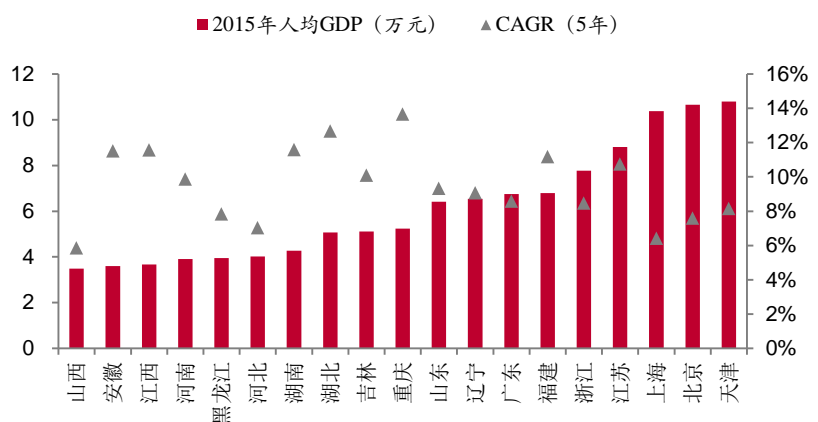
来源：中泰证券研究所

图表 16：幼儿园经营模式对比

经营模式	质量把控能力	内容、服务持续输出能力	资产轻重	内生扩张速度
直营	强	强	重	慢
托管加盟	中	中	轻	中
加盟	弱	弱	轻	快

来源：中泰证券研究所

图表 17：主要省市 2015 年人均 GDP 及 CAGR (5 年)



来源：wind, 中泰证券研究所

- **依托徐幼构建幼教内容，借力花火构建幼教 IP。**在不断加码以直营为主

的园所布局外，公司依托徐幼高校在学前教育领域的学科特长和专业指导（徐幼集团与徐幼高校合作进行的课题研究超过 40 项，合作编纂专业教材超过 20 本），构建领先的幼教内容和课程体系。未来有望借助火花将教育体系和内容打造成原创幼教 IP，利用电视台、互联网及三大电信运营商的渠道对外输出。

- **幼教人才储备丰富，支撑内生外延扩张。**徐幼集团作为幼儿园骨干教师示范性国家级培训计划(国培)、幼儿园园长及骨干教师省级培训计划(省培)、幼儿园园长及骨干教师市级培训计划(市培)以及徐幼高校的见实习和就业实践基地，每年培养新教师超过 60 名，共计培养园长近 100 名。幼儿园园长、教师储备充足，为后续内生、外延扩张提供人才支撑。
- **旗下园所具有较大提价空间。**公司完成收购及拟收购标的定位中高端，但江苏童梦旗下多数幼儿园属于普惠性，收费较低，普遍在 400-600 元/月。《民办教育促进法》修订已于 2016 年 11 月通过，并将于 2017 年 9 月 1 日开始实施，届时如果江苏童梦旗下部分幼儿园选择登记为营利性，定价机制将更为市场化，具有较大的提价空间。

图表 18：江苏童梦旗下部分全资、合资直营幼儿园收费标准、学生数量

园所类型	幼儿园名称	收费标准 (元/月)	规划班级	规划班级	规划学生	在园学生
全资直营幼儿园	新华路幼儿园	440	18	17	550	523
	世纪城旗舰幼儿园	546	16	16	516	561
	新城区幼师幼儿园	546	13	13	410	386
	绿地幼儿园	546	12	11	393	358
	国基幼儿园	400	12	10	450	305
	格林春天幼儿园	500	11	11	380	354
	御景湾幼师幼儿园	546	10	10	400	310
	实验幼儿园风华园部	800	7	7	225	200
	东贺幼儿园	546	7	6	210	150
	上山幼儿园	546	9	4	270	60
合资直营幼儿园	沛县安泰幼儿园 60%	500				
	美的城幼儿园 60%	416				
	保利鑫城幼儿园 51%	416				

来源：公司公告，徐州市幼儿园 2017 年春季收费标准公示，中泰证券研究所

- **以幼儿园为载体，增值服务拓展收入来源。**江苏童梦间接控股的婴乐坊亲子园，在周末租用徐幼集团下属幼儿园教室，聘用对应幼儿园的教师，面向徐幼集团下属幼儿园提供周末艺术班及亲子教育课程。婴乐坊亲子园现已开设 28 个班级，共有 439 名学生，开设班级主要涵括蒙台梭利班、奥尔夫音乐班、国学班、逻辑思维班、DIY 操作班等。幼年学习技能、发挥特长的黄金时期，利用幼儿园师资和场地开设艺术培训，将培训收入内化，不仅迎合家长对孩子的殷切期望，还提高 ARPU 值及人员、场地使用效率。

图表 19：婴乐坊亲子园分布、班级、人数

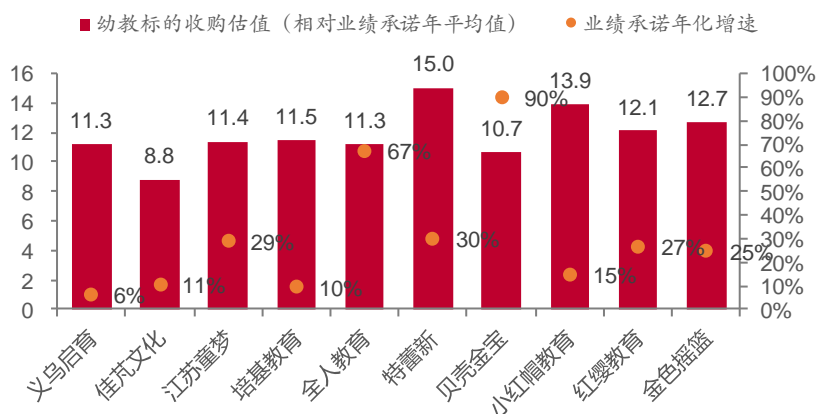
幼儿园名称	亲子班级数	亲子班人数
世纪城旗舰幼儿园	8	122
新城区幼师幼儿园	3	107
御景湾幼师幼儿园	8	95
绿地幼儿园	4	65
建院幼儿园	3	23
国基幼儿园	1	15
翰城幼儿园	1	12
合计	28	439

来源：公司公告，中泰证券研究所

财务分析：2017 年教育备考净利润贡献超 7000 万

- **幼教标的收购估值相对合理。**从全人教育、江苏童梦的收购估值以及培基教育的拟收购估值看，相对业绩承诺年平均值的收购估值分别为 11.3x/11.4x/11.5x，收购估值较为合理。单个幼儿园承载能力（床位）有限，满园后内生增速受限（ARPU 值提升依靠学费和增值服务收费提高）。10-15x 收购估值蕴含幼儿园品牌价值、园所数量、课程体系、区位优势、以幼教标的为主体的外延扩张等重要因素。

图表 20：幼教标的收购估值统计



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2017 年备考承诺净利润超过 7000 万。**全人教育已于 2016 年 1 月、江苏童梦已于 2017 年 2 月完成工商登记变更，假设培基教育的收购可以在 2017 年完成，那么根据业绩承诺，2017 年三个幼教标的备考净利润将达到 7275 万元（备考净利润假设培基教育 2017 年全年并表）。其中，全人教育 2015-16 年均完成业绩承诺，15 年实现净利润 1147 万元、16 年净利润约 2000 万元（业绩快报披露）。

图表 21：收购/拟收购教育标的承诺净利润情况

教育标的	股权比例	是否完成	承诺净利润				
			2015	2016	2017	2018	2019
全人教育	100%	是	1000	1800	2800		
江苏童梦	65.27%	是			1800	2400	3000
培基教育	100%	否		3000	3300	3600	
备考承诺净利润			1000	4800	7275		

来源：公司公告，中泰证券研究所 注：备考承诺净利润是指考虑股权比例、假设全年并表、根据承诺净利润计算所得的净利润

盈利预测及投资建议

- **玻璃业务收入和毛利率：**2016 年公司出口海外家电玻璃产品订单量同比增长约 55%，带动家电玻璃产品整体销售收入同比增长约 16%。我们预计 2016 年全年收入同比增长接近 8%至 10.39 亿元（考虑到光伏玻璃的同比下降）。考虑到产能扩张、下游景气度提升等因素，预计 2017/18 年收入增长 26.84%/14.29%至 13.65/15.60 亿元。考虑公司对产品结构的调整，预计 2016/17/18 年毛利率均稳定在 29%。
- **教育业务收入和毛利率：**根据已收购标的（全人教育、江苏童梦）及拟收购标的（培基教育）业绩承诺和细分领域毛利率水平，预计 2016/17/18 年备考收入 0.83 /2.82 /3.46 亿元，毛利率稳定在 60%。
- **净利润：**综合考虑原有主业和教育主业的共同作用，预计 2016/17/18 年备考归母净利润 1.15/2.02/2.39 亿元，同比增长 89.81%/75.67%/18.47%。其中原有主业贡献净利润 0.94/1.29/1.50 亿元，教育业务备考净利润 0.21 /0.73 /0.88 亿元。对应 2016/17/18 年备考 EPS 0.19/0.34/0.40 元。
- **投资建议：**公司已明确“幼教+家电玻璃”双主业并行发展的战略，兼具成长性和周期性。家电玻璃稳固龙头地位、享受景气回升，教育领域整合推进增厚利润、外延预期形成催化。2016 年业绩快报净利润 1.15 亿元（预计玻璃/教育 0.94/0.21 亿元），预计 2017/18 年备考净利润 2.02/2.39 亿元（玻璃 1.29/1.50 亿元，教育备考 0.73/0.88 亿元，保守假设培基教育 17 年并表半年业绩，教育 0.56/0.88 亿元）。公司现价 12.82 元、市值 77 亿元，给予 2017 年玻璃业务 30x、教育业务 80x 估值，目标价 16.20 元，首次给予“买入”评级。
- **可比公司：**威创股份和长方集团是公司的可比公司，股价对应 2017 年 EPS（万得一致预期）约 45 倍。威创股份和长方集团虽然都是幼教领域的公司，但威创以加盟园为主，长方集团幼教标的尚未落地，与公司目前的布局和规模差异较大，因此参考意义有限。

图表 22：可比公司估值对比

公司名称	股价	EPS (万得一致预期)				PE			
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
威创股份	15.52	0.14	0.22	0.36	0.51	111	71	43	30
长方集团	7.61	0.15	0.11	0.16	0.20	51	69	48	38
平均						81	70	45	34

来源：wind，中泰证券研究所 注：股价使用 2017 年 3 月 24 日收盘价

风险提示

- 盈利预测基于对幼儿园数量、学生数及 ARPU 值的合理预测，若三者的内生增长不达预期，公司业绩可能低于预期。
- 盈利预测还考虑已公告但尚未完成的外延扩张，若外延扩张不达预期，公司业绩可能低于预期。

图表 23: 秀强股份主要财务数据

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2014	2015	2016F	2017F	2018F		2014	2015	2016F	2017F	2018F
营业收入	837	1,020	1,160	1,592	1,905	货币资金	278	164	174	239	286
营业成本	640	747	797	1,055	1,238	存货	68	107	108	135	167
毛利率	23.55%	26.80%	31.29%	33.73%	35.02%	应收账款	260	286	355	476	562
营业税金及附加	5	6	7	10	12	其他流动资产	211	217	243	333	405
营业费用	47	56	68	94	115	流动资产	817	773	880	1,182	1,421
营业费用率	5.56%	5.51%	5.89%	5.92%	6.03%	固定资产	373	491	458	407	355
管理费用	96	111	130	169	199	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	11.46%	10.93%	11.18%	10.61%	10.43%	无形资产	36	38	38	38	38
财务费用	3	-4	5	2	3	其他长期资产	137	234	242	250	260
财务费用率	0.30%	-0.44%	0.39%	0.13%	0.14%	非流动资产	545	762	738	695	652
投资收益	-1	0	0	0	0	资产总计	1,363	1,535	1,617	1,877	2,073
营业利润	40	74	133	221	287	短期借款	80	110	69	90	24
营业利润率	4.80%	7.27%	11.47%	13.90%	15.05%	应付账款	61	102	103	140	162
营业外收入	11	23	5	5	5	其他流动负债	88	149	173	216	254
营业外支出	15	27	6	6	6	流动负债	229	361	345	446	439
利润总额	35	70	133	221	286	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	2	9	18	30	38	其他长期负债	49	48	54	58	61
所得税率	6.75%	13.41%	13.41%	13.41%	13.41%	非流动性负债	49	48	54	58	61
少数股东损益	-4	0	0	6	8	负债合计	278	409	399	504	501
归属于母公司股东的净利润	36	60	115	185	239	股本	187	187	598	598	598
净利率	4.36%	5.93%	9.89%	11.62%	12.57%	资本公积	641	641	230	230	230
每股收益(元)(摊薄)	0.20	0.32	0.19	0.31	0.40	股东权益合计	1,085	1,127	1,218	1,373	1,573
						少数股东权益	0	0	0	6	15
						负债股东权益总计	1,363	1,535	1,617	1,877	2,073
						比率分析					
							2014	2015	2016F	2017F	2018F
						增长率(%)					
						营业收入	6.4	21.8	13.7	37.3	19.7
						营业利润	8.8	84.5	79.4	66.3	29.6
						净利润	-2.0	65.7	89.8	61.1	29.5
						利润率(%)					
						毛利率	23.6	26.8	31.3	33.7	35.0
						EBIT Margin	5.9	9.7	13.6	16.6	17.9
						EBITDA Margin	11.2	14.3	18.1	19.9	20.7
						净利率	4.4	5.9	9.9	11.6	12.6
						回报率(%)					
						净资产收益率	3.4	5.4	9.8	14.3	16.3
						总资产收益率	2.7	3.9	7.3	10.6	12.2
						其他(%)					
						资产负债率	20.4	26.6	24.7	26.9	24.2
						所得税率	6.7	13.4	13.4	13.4	13.4
						股利支付率	56.9	30.9	20.0	19.3	19.3

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。