



主业业绩亮眼，幼教内生外延整合推进

2017.07.12

强烈推荐

李亚军(分析师) 肖明亮(研究助理)

电话: 020-88863187 020-88832290

邮箱: liyj@gzgzhs.com.cn xiaoml@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310516060001 A1310115100005

(维持)

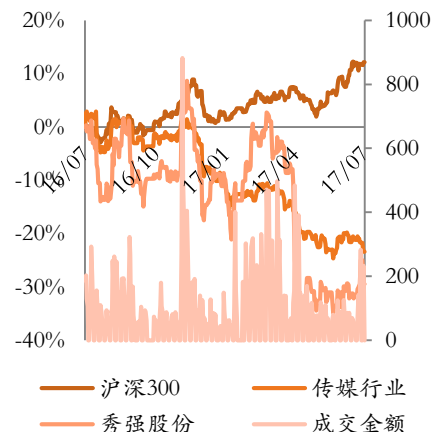
传媒行业

事件: 广证恒生传媒团队于2017年7月11日对秀强股份进行调研，特此整理调研纪要及归纳核心观点。

核心观点:

- **玻璃主业:** 受益于下游行业回暖以及公司产能扩充，业绩迎来快速增长长期。公司是家电玻璃细分领域的龙头企业，半年业绩预告公司主业利润1亿元左右，同比增长50%。从去年年底开始，公司受益于家电行业回暖带来的红利，公司通过新增一条生产线以及转移一条生产线方式扩充产能，玻璃主业迎来成长红利。公司积极布局海外市场，海外市场毛利率高，订单需求、价格保持稳定，且需求一般提早3个星期下单(国内一个星期)，市场成熟更加稳定，公司后续计划在墨西哥收购相关电玻璃工厂补充产能，进一步扩张海外业务布局。
- **幼教板块:** 合伙人制度保证扩张速度，构建标准化运营体系保障扩张质量。公司目前幼教板块主要拥有运营中高端直营园的全人教育以及拥有丰富幼教资源的徐州幼师集团。在完成收购幼教资产后，公司积极推进从幼教品牌、教学内容、园区装修风格等幼教板块标准化运营体系，后续有望通过地区合伙人制度加速公司园区的扩张，并通过标准化运营模式保障扩张的质量。
- **布局早教行业，产业整合持续推进:** 公司积极推进幼教产业整合布局。公司积极布局早教行业，其既是幼教产业链纵向延伸具有密切的协同效应，又有望成为公司未来业绩贡献点，目前公司在徐州、南京合计拥有超过30家早教中心，平均收费在3000-4000元/月。同时，公司后续有望通过成立教育产业基金，提前锁定优质教育标的，外延扩张有望持续推进。
- **盈利预测与估值:** 考虑公司传统主业同比大幅增长，教育板块有望在完成优化整合后迎来规模红利，暂不考虑外延并购，我们预计公司17-19年归母净利润1.93、2.25、2.60亿元，摊薄EPS为0.32、0.38、0.43元，对应当前股价29、25、11倍PE。结合公司第一期员工持股计划已经过了锁定期，减持压力已经缓解，我们维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 玻璃行业市场不景气、教育外延并购不达预期。

公司股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
秀强股份	2.3	-6.0	-22.7
传媒行业	-3.6	-8.6	-15.0
沪深300	2.6	4.6	9.1

公司基本资料

总市值(亿元)	55.4
总股本(亿股)	6.0
流通股比例	99.1%
资产负债率	28.5%
大股东	宿迁市新星投资有限公司
大股东持股比例	24.2%

相关报告

* 广证恒生传媒行业-秀强股份(300160)公司事件点评: 双擎驱动业绩增长稳定, 关注幼教外延推进-20170425

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1147.26	1623.34	1810.48	2022.10
同比(%)	12.47%	41.50%	11.53%	11.69%
归母净利润	119.55	193.07	225.05	259.80
同比(%)	97.76%	61.50%	16.56%	15.44%
毛利率(%)	30.18%	36.77%	37.79%	38.35%
ROE(%)	10.17%	14.75%	17.83%	25.48%
每股收益(元)	0.20	0.32	0.38	0.43
P/E	46.30	28.67	24.60	21.31
P/B	4.51	3.96	4.88	6.06
EV/EBITDA	31.00	18.03	15.82	14.91



调研纪要（QA）：

公司传统主业情况：

- ①**家电玻璃**：公司主打业务，主要应用于冰箱玻璃领域，冰箱玻璃领域全球市场规模 20 亿元左右，公司每年营收 10 亿以上，是行业绝对龙头。16 年有 2 亿多的出口，收入跟具有季节性，一般业绩集中体现在第一、第四季度。
- ②**光伏玻璃**：09 年的时候开始兴起，当时公司有 14 条生产线，一平方米玻璃售价 20 元。但后续行业不景气，回款难，业绩没有进一步的爆发增长。16 年营收 2 亿元，利润 1500 万。
- ③**减反射膜**：主要应用于电子消费品领域，贴在玻璃上降低屏幕光线的反射程度；用于高清电视、教师内电子白板领域。但是贴了膜以后对玻璃的厚度有所增加，所以会导致电视的模具要重新弄，因此现在基本上都是新产品在使用。

Q:公司半年预告玻璃主业业绩增长来源于？

- ①**产能扩张**：家电玻璃新增一条生产线，彩 4 分厂；同时减反射膜板块转移一条生产线到家电玻璃板块。
- ②**行业回暖**：从去年开始，主要受益于下游行业销量增加，公司订单开始增多。
- ③**集中度进一步提升**：14 年由于银行贷款收紧，许多同行倒闭，现在产能转移到公司，集中度进一步提升。

Q:公司玻璃主业海外推进情况？

高毛利率：海外毛利率高，而且海外一般提前 3 个月下订单，国内一般提前一个星期。随着产能的提升，固定成本相对降低，国内的销售价格也会随着降低，但国外的价格基本保持，导致了海外毛利率维持较高水平。

建厂：公司计划在年内在墨西哥开设工厂，原来有相关工厂与公司一直有合作，后续公司计划考虑去海外整合相关产能自己去做。

Q:公司转型教育板块的渊源？

公司在收购全人教育之前，曾经尝试过手机膜、玻璃、冰箱行业相关标的，但都没有达到预期，公司想尝试医疗标的，但是估值已经过热，最后选择了中高端幼教领域资产。

公司教育板块情况：

Q: 培基教育的最新进展？

暂时耽搁下来，不排除后续重启收购步伐。**耽搁原因**：①培基在北京有 6 所园区，但是一直没有装到公司里面，只在老板个人名下，但是把收入利润放到培基里面；②北京的园土地租期仅 6 年，后续续约的问题没有进一步撮合完成。目前培基业绩各方面都要超预期，并且在北京、深圳、济南已经签订近 20 所园区收购意向，成长性强，公司后续不排除重启收购进程。



Q:5月份拟收购项目的最新进展？

公司认为项目已经终止了，一方面标的方请来了摩根做FA，价格各方面都在慢慢磨，没有说谁中标，一方面标的方内控也可能出了点问题。

Q:民促法落地预期对公司幼教产业影响？

①解决有法可依问题，以前主要都是现金来收，后续有望通过定增、发股方式；②专注高端园，政策划分了营利性和非营利性园区，那么现在园区房子、设施都是自己的，收费高一点也没有问题了。

Q:公司教育体系园所品类分布？

①全人教育都是高端园，在三线城市为主，福州、义务（收费6000元/月）
②徐幼：以普惠园为主，主要集中在徐州，收费较低，现在开始要办特色园，未来将办4-5家高端园。均用VIE架构操作。

Q:公司教育板块内部整合方向？

①打造标准化运营体系：由于徐幼以前都是公办的教材，不够灵活，目前正在研制新的教材等教学产品体系；同时公司后续将推出教育体系的品牌，把以前的教育资产都装进去，一个大品牌下有几种不同风格的标准化幼儿园。

②推出示范园：统一品牌园区。全人拿出4家、徐幼拿出6家来做。

Q:公司今年幼儿园推进情况？

完成业绩对赌没有问题，徐幼板块9月1号要开园8家，徐州6家，镇江1家，石家庄1家。

Q:公司园区推广扩张的方式？

渠道：①人脉，自己找上门；②教育系统公开招标；③合伙人，帮我们找园区，我们负责后续管理运营，我们占股70%，他们30%，然后通过标准化的园区进行复制扩张。

价格：现在收购一些园区一般按5倍税前利润来收。

Q:公司教育板块毛利率情况？

普惠园毛利率低，但是一个班学生数量比较多，一般50人；高端园，收费几千元，一般30人以内，利润率30-40%。主要成本就是房租+工资。

Q:早教领域推进步伐？

主要是徐幼板块在弄的。徐幼的幼儿园入学竞争压力很大，所以在旁边上开一个早教，3000-4000元/月，一个班8个孩子左右，就读早教班的学生优先入学。目前在徐州30家左右，南京也有几家。

Q:秀强教育子公司的定位？



管理平台、研发中心、新园建设指挥部。

资本运作规划：

Q:员工持股进度及规划？

公司第一期员工持股已经过了锁定期，后续公司也会考虑相应开展新一轮包括员工持股或股权激励相关激励政策。

Q:公司在资本化道路的规划？

后续计划继续成立并购基金，上市公司体内外延也会继续推进，资金来源包括可能包括发债、贷款、定增等，不排除后续重启收购培基教育，以及继续收购徐幼的股权。



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	699	1388	1374	389	营业收入	1147	1623	1810	2022
现金	142	850	1000	0	营业成本	801	1026	1126	1247
应收账款	232	259	28	30	营业税金及附加	11	12	14	16
其它应收款	33	37	34	35	营业费用	64	138	154	178
预付账款	25	8	6	10	管理费用	138	203	223	253
存货	112	96	156	166	财务费用	2	14	25	18
其他	155	138	150	148	资产减值损失	-2	10	11	12
非流动资产	1015	863	966	1011	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	98	105	113	投资净收益	0	-1	-0	-0
固定资产	491	470	458	448	营业利润	134	219	258	298
无形资产	36	39	39	39	营业外收入	11	15	15	14
其他	489	256	365	412	营业外支出	6	13	15	15
资产总计	1714	2251	2340	1400	利润总额	140	221	258	298
流动负债	443	810	1162	445	所得税	20	29	34	39
短期借款	240	487	800	45	净利润	119	192	224	259
应付账款	97	50	60	60	少数股东损益	-0	-1	-1	-1
其他	106	274	302	340	归属母公司净利润	120	193	225	260
非流动负债	46	48	47	47	EBITDA	206	287	337	374
长期借款	0	0	0	0	EPS（摊薄）	0.20	0.32	0.38	0.43
其他	46	48	47	47					
负债合计	489	858	1209	492	主要财务比率				
少数股东权益	-3	-3	-4	-5	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	598	598	598	598	成长能力				
资本公积	230	230	-208	-647	营业收入增长率	12.5%	41.5%	11.5%	11.7%
留存收益	399	569	746	962	营业利润增长率	80.9%	63.5%	17.6%	15.7%
归属母公司股东权益	1227	1397	1135	913	归属于母公司净利润增长率	97.8%	61.5%	16.6%	15.4%
负债和股东权益	1714	2251	2340	1400	获利能力				
					毛利率	30.2%	36.8%	37.8%	38.4%
现金流量表					净利率	10.4%	11.9%	12.4%	12.8%
					ROE	10.2%	14.7%	17.8%	25.5%
					ROIC	8.9%	10.9%	12.7%	28.6%
经营活动现金流	154	469	457	362	偿债能力				
净利润	119	193	225	260	资产负债率	28.5%	38.1%	51.7%	35.1%
折旧摊销	54	51	54	58	净负债比率	48.96%	56.73%	66.15%	9.13%
财务费用	2	14	25	18	流动比率	1.58	1.71	1.18	0.87
投资损失	0	1	0	0	速动比率	1.32	1.60	1.05	0.50
营运资金变动	-27	165	188	15	营运能力				
其它	7	45	-35	10	总资产周转率	0.71	0.82	0.79	1.08
投资活动现金流	-272	30	-109	-107	应收账款周转率	4.43	6.61	12.61	69.73
资本支出	-28	-43	-68	-55	应付账款周转率	8.06	13.96	20.48	20.78
长期投资	110	-71	-11	-14	每股指标（元）				
其他	-354	144	-29	-38	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.32	0.38	0.43
筹资活动现金流	99	209	-198	-1255	每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.79	0.76	0.60
短期借款	130	247	313	-755	每股净资产(最新摊薄)	2.05	2.34	1.90	1.53
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	411	0	0	0	P/E	46.30	28.67	24.60	21.31
资本公积增加	-411	0	-438	-438	P/B	4.51	3.96	4.88	6.06
其他	-31	-38	-73	-62	EV/EBITDA	31.00	18.03	15.82	14.91
现金净增加额	-19	708	150	-1000					



机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	李婉秋	(86)18611153323	liwq_a@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
	张妤	(86)13814033622	zhang_yu@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敬华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。