

2017年08月21日

秀强股份 (300160.SZ)

抗“压”的玻璃

■事件：秀强股份公布2017半年报，2017H1实现收入7.2亿元，YoY+19%；归母净利润1.1亿元，YoY+57%。其中2017Q2实现收入3.5亿元，YoY+17%，归母净利润0.5亿元，YoY+42%。公司玻璃深加工业务表现超预期，教育产业也得到快速拓展。我们认为，公司玻璃深加工有望保持平稳发展，而幼教业务在资本助力下，内生外延快速扩张整合资源，双主业齐驱动，靓丽业绩可望“耐久跑”。

■家电玻璃毛利率提升超预期：市场认为由于原材料成本维持高位，公司上半年毛利率下行压力大。玻璃深加工业务的主要原材料是玻璃，其价格自2017年以来维持高位，且油墨、塑料等原材料价格也出现了上涨。但根据半年报，公司上半年家电玻璃产品毛利率为33.7%，较上年同期增长6.6pct；上半年玻璃深加工整体收入6.4亿元，YoY+14.5%，净利润0.98亿元，YoY+44.7%，超出市场预期。我们认为，公司家电玻璃毛利率逆市提升的原因在于：1)公司增加高附加值的高端彩晶玻璃产品、烤箱玻璃产品及镀膜玻璃产品的生产、销售比例，提升了家电玻璃产品的毛利率水平。2)公司上市以来财务数据显示，出口毛利率高于内销，上半年公司出口高增长带动整体毛利率回升。根据半年报，2017H1家电玻璃产品出口销售收入1.3亿元，YoY+33.9%；内销收入5.1亿元，YoY+13%。3)低毛利率的光伏玻璃上半年营收YoY+7%，在总收入中占比下降。我们认为，随着公司继续优化家电玻璃产品结构、加大海外市场的开发力度，盈利能力或进一步提升。

■教育产业增长超预期，内生外延加速扩张：根据公告，2017H1公司教育产业收入0.64亿元，YoY+545%；净利润0.13亿元，YoY+202%。教育业务业绩超预期，除了上年低基数原因，全人教育业绩高增长和并表江苏童梦也是重要原因。根据公告，2017H1全人教育实现净利润1292万元，YoY+161%；江苏童梦2017年1月完成收购，上半年贡献净利润202万元。上半年公司完成新收购幼儿园4所，签订转让协议幼儿园9所。公司利用资本市场平台，加强幼教产业链布局与整合，拟提供覆盖人才、装备、内容、信息化等整体的服务。幼教行业是典型的大市场、小公司分散格局，公司已经取得先发优势，有望通过外延并购获得快速扩张。同时，我们看到公司也不乏内生增长动力，在缺乏优质收购标的时候，拟自建幼儿园，根据公告上半年已签约新建2家幼儿园，预计在2018年陆续开始招生。

■投资建议：公司家电玻璃主业平稳发展，幼教产业在资本助力下有望实现快速扩张，以先发优势享受教育产业市场的高成长和规模红利。暂不考虑其他并购和增发，我们预计公司2017年-2019年EPS分别为0.34/0.42/0.53元；首次给予增持-A的投资评级，按双主业分部估值，给予6个月目标市值67亿元，按当前股本对应目标价为11.20元。

■风险提示：原材料涨价；幼教政策风险；幼教外延扩张不及预期。

100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	10.2	11.5	15.6	19.1	22.7
净利润	0.6	1.20	2.04	2.5	3.2
每股收益(元)	0.10	0.20	0.34	0.42	0.53
每股净资产(元)	1.88	2.05	2.33	2.64	3.04

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	90.4	45.7	26.8	21.7	17.3
市净率(倍)	4.8	4.5	3.9	3.5	3.0
净利润率	5.9%	10.4%	13.0%	13.2%	13.9%
净资产收益率	5.4%	9.7%	14.6%	15.9%	17.4%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.7%	1.2%	1.4%
ROIC	6.9%	13.6%	18.6%	16.2%	26.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白色家电

投资评级 增持-A

首次评级

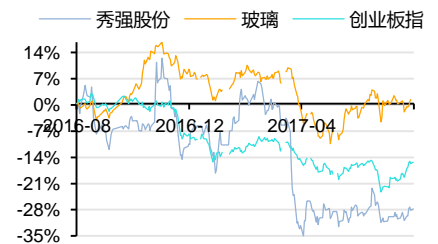
6个月目标价：11.20元

股价(2017-08-21) 9.14元

交易数据

总市值(百万元)	5,463.53
流通市值(百万元)	5,364.79
总股本(百万股)	597.76
流通股本(百万股)	586.96
12个月价格区间	8.26/14.32元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.39	-1.23	-8.24
绝对收益	4.94	0.33	-25.26

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

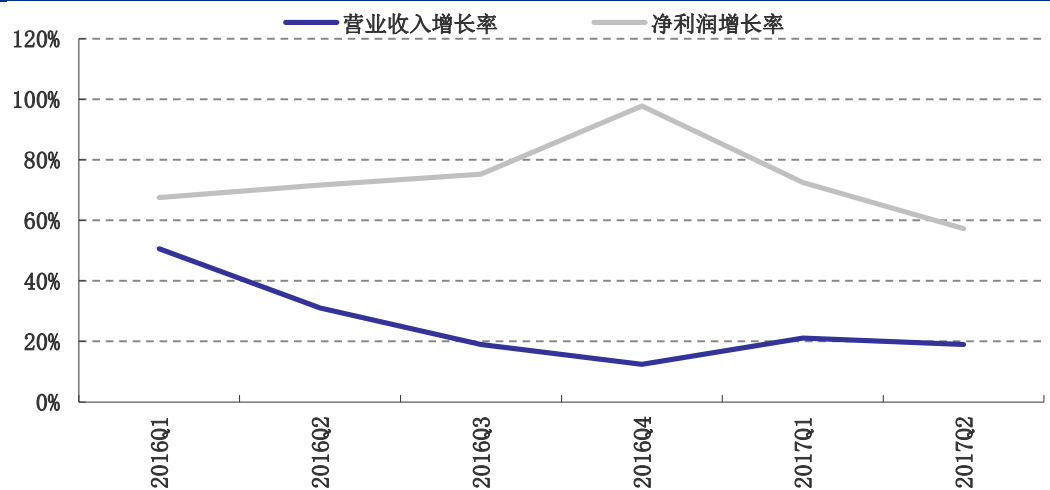
相关报告

表 1：财务指标分析

%	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入 YoY	51	15	-1	-5	21	17
归母净利 YoY	67	76	96	199	72	42
扣非归母净利 YoY	48	65	93	143	76	36
销售毛利率	28	30	29	34	36	33
销售费用率	4	6	7	6	4	6
毛利率-销售费用率	24	24	22	28	31	27
销售净利率	12	12	5	12	17	15
ROE	3	3	1	3	5	4
扣非后 ROE	3	3	1	3	5	4
ROA	2	2	1	2	3	3
销售商品提供劳务收到的现金/收入	65	75	89	96	55	52
经营活动现金净流量/收入	20	3	25	6	10	-5
经营活动现金净流量/经营净收益	146	22	402	45	54	-30
经营现金流净额占比	181	-29	77	-14	84	-26
投资现金流净额占比	-257	134	-31	104	-273	14
筹资现金流净额占比	176	-5	54	10	290	113

资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 1：收入与净利润增长率



资料来源：wind、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E	100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10.2	11.5	15.6	19.1	22.7	成长性					
减:营业成本	7.5	8.0	10.5	12.7	14.9	营业收入增长率	21.8%	12.5%	36.2%	22.3%	18.6%
营业税费	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	营业利润增长率	84.5%	80.9%	64.3%	29.0%	26.3%
销售费用	0.6	0.6	0.9	1.1	1.2	净利润增长率	65.7%	97.8%	70.3%	23.6%	25.3%
管理费用	1.1	1.4	1.83	2.2	2.6	EBITDA 增长率	34.4%	65.3%	49.9%	26.6%	23.6%
财务费用	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	EBIT 增长率	63.0%	95.1%	69.0%	28.2%	25.1%
资产减值损失	0.3	-0.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	51.3%	92.4%	70.2%	27.4%	25.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.9%	24.4%	46.3%	-22.1%	54.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	3.9%	8.7%	13.1%	13.6%	15.0%
营业利润	0.7	1.3	2.2	2.8	3.6	利润率					
加:营业外净收支	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	毛利率	26.8%	30.2%	32.8%	33.5%	34.3%
利润总额	0.7	1.4	2.3	2.9	3.7	营业利润率	7.3%	11.7%	14.1%	14.9%	15.8%
减:所得税	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	净利润率	5.9%	10.4%	13.0%	13.2%	13.9%
净利润	0.6	1.20	2.04	2.5	3.2	EBITDA/营业收入	11.1%	16.4%	18.0%	18.6%	19.4%
						EBIT/营业收入	6.8%	11.8%	14.7%	15.4%	16.2%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	154	154	107	87	79
货币资金	1.6	1.4	1.9	2.3	2.7	流动营业资本周转天数	132	112	144	133	132
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	281	231	245	233	231
应收账款	3.2	2.6	6.8	4.2	8.6	应收账款周转天数	110	92	109	104	101
应收票据	1.5	1.2	2.6	2.0	3.4	存货周转天数	31	34	30	30	31
预付账款	0.3	0.3	1.3	0.1	1.5	总资产周转天数	511	510	465	409	388
存货	1.1	1.1	1.5	1.7	2.2	投资资本周转天数	304	300	301	260	244
其他流动资产	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	0.4	0.4	0.4	0.4	ROE	5.4%	9.7%	14.6%	15.9%	17.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.9%	7.0%	8.7%	12.5%	11.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	6.9%	13.6%	18.6%	16.2%	26.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	4.9	4.9	4.4	4.8	5.1	销售费用率	5.5%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%
在建工程	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	10.9%	12.0%	11.7%	11.7%	11.6%
无形资产	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	财务费用率	-0.4%	0.2%	0.6%	0.5%	0.4%
其他非流动资产	2.2	4.5	3.8	4.2	4.1	三费/营业收入	16.0%	17.8%	17.8%	17.7%	17.5%
资产总额	15.4	17.1	23.3	20.2	28.6	偿债能力					
短期债务	1.1	2.4	5.5	1.0	5.6	资产负债率	26.6%	28.5%	40.4%	22.0%	36.8%
应付账款	1.3	1.1	1.8	1.8	2.5	负债权益比	36.3%	40.0%	67.9%	28.3%	58.2%
应付票据	0.6	0.4	1.1	0.6	1.4	流动比率	2.14	1.58	1.60	2.62	1.86
其他流动负债	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	速动比率	1.85	1.32	1.43	2.20	1.64
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-15.53	78.62	24.72	28.81	38.41
其他非流动负债	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	分红指标					
负债总额	4.1	4.9	9.4	4.5	10.5	DPS(元)	0.03	0.04	0.07	0.11	0.13
少数股东权益	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	分红比率	30.9%	20.0%	20.0%	25.0%	25.0%
股本	1.9	6.0	6.0	6.0	6.0	股息收益率	0.3%	0.4%	0.7%	1.2%	1.4%
留存收益	9.4	6.3	7.9	9.8	12.2						
股东权益	11.3	12.2	13.9	15.7	18.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	0.6	1.2	2.0	2.5	3.2	EPS(元)	0.10	0.20	0.34	0.42	0.53
加:折旧和摊销	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	BVPS(元)	1.88	2.05	2.33	2.64	3.04
资产减值准备	0.3	-0.0	-	-	-	PE(X)	90.4	45.7	26.8	21.7	17.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.8	4.5	3.9	3.5	3.0
财务费用	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	P/FCF	51.1	133.6	268.3	37.4	48.6
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	5.4	4.8	3.5	2.9	2.4
少数股东损益	-	-0.0	-0.0	-	-	EV/EBITDA	63.5	37.4	20.0	14.3	12.5
营运资金的变动	-1.7	-0.5	-4.8	3.4	-6.2	CAGR(%)	60.8%	38.2%	83.1%	60.8%	38.2%
经营活动产生现金流量	1.5	1.5	-2.1	6.6	-2.3	PEG	1.5	1.2	0.3	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	-2.4	-2.7	0.0	-1.0	-1.0	ROIC/WACC	0.7	1.3	1.8	1.5	2.5
融资活动产生现金流量	-0.2	1.0	2.6	-5.2	3.7	REP	12.8	5.1	2.1	2.7	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张立聪声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034