

其他白色家电

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 25.00元

当前股价: 22.73元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2244.58
总股本(百万)	93
流通股本(百万)	33
流通市值(亿)	7
EPS	0.85
每股净资产(元)	3.20
资产负债率	63.16%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
秀强股份	-19.64	-20.11	-31.46
家用电器	0.05	-14.85	-31.14
沪深300指数	-3.36	-9.47	-21.67



相关报告

秀强股份-彩晶四川产能释放, 晶硅电池封装玻璃销量迅速上升 2011-10-21

秀强股份-坚持做强玻璃深加工, 企业仍处在转型中 2011-08-15

秀强股份-今年彩晶与封装玻璃增长较快, 关注 TCO 玻璃进展 2011-04-27

秀强股份

300160

推荐

公司增长将受制于家电增速放缓与光伏需求的不确定

公司14日公布全年业绩快报, 预计2011年实现归属于母公司净利润为9500万至1亿元, 同比增长60%-68%, 对应EPS为1.02-1.07元。

投资要点:

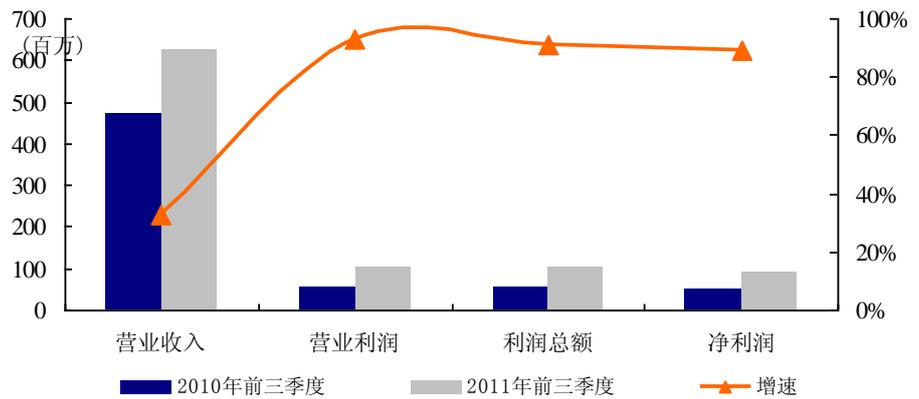
- 四季度单季净利润为580万-1080万元, 同比变动-53%至-12%, 创下10年来单季低点。公司前三季度已实现净利润8916万元, 其中仅第三季度利润就达到3828万元。三季度达到高点主要是由于彩晶与晶硅电池封装玻璃产能的快速上升, 而四季度快速下滑却也是受家电与太阳能行业拖累。四季度利润环比同比均下滑, 环比降幅为72%-85%。我们预计家电与太阳能行业拖累公司业绩的状态会持续至2012年上半年。
- 家电行业增速将放缓, 彩晶玻璃销量将受制。随着家电下乡等政策的退出, 家电需求增速放缓, 预计2012年冰洗销量将持平甚至负增长。公司四川基地150万m²产能已于11年9月投产, 但受下游需求影响彩晶玻璃销量增长也将放缓。长期来看, 公司不准备再扩产彩晶玻璃, 因此未来其业绩占比将逐步缩小, 我们预计12年该业务业绩增长30%左右。
- 晶硅电池封装玻璃再增1000万m², 未来将以量补价, 预计12年利润增长70%。光伏行业整体行业产能过剩导致组件企业多数亏损, 进而对上游减反膜企业进行压价, 造成减反膜11年下半年价格持续下滑。目前该市场以亚玛顿、秀强及南玻为主导, 三者今年产能均大幅扩张。减反膜应用比例将快速提升, 但预计12年价格仍可能下滑10%以上, 预计该业务12年业绩可增长70%左右。
- 公司转型之路仍在不断探索, 今年可关注家电镀膜玻璃的进展。公司从彩晶玻璃起家, 近两年借产能扩张及太阳能减反膜实现快速增长, 但转型之路仍在探索。公司原本计划从家电向太阳能领域转型, 如投产减反膜及研发TCO玻璃, 但前者近年竞争程度加大, 而TCO玻璃又迟迟未能量产; 公司同时打算实现产业链一体化, 因而参股河南天利并打算投产超白浮法玻璃, 却又遇上玻璃行业整体亏损。对于近两年公司的发展, 可关注今年投资4496万元建设的家电镀膜玻璃线。
- 维持“推荐”的投资评级。由于家电行业增速放缓, 而光伏行业12年需求不确定性较大, 我们下调对公司12年盈利预测。中报时披露的超白浮法线建设计划由于未有实质进展, 我们也未在13年预测考虑。预计2011-2013年每股收益为1.03元、1.42元与1.70元。维持“推荐”的投资评级。
- 风险提示: 下游需求低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	632	781	1327	1693
收入同比(%)	72%	23%	70%	28%
归属母公司净利润	60	97	133	159
净利润同比(%)	33%	62%	38%	19%
毛利率(%)	28.0%	28.1%	26.1%	25.8%
ROE(%)	26.6%	8.9%	11.0%	11.6%
每股收益(元)	0.64	1.03	1.42	1.70
P/E	47.70	29.40	21.33	17.90
P/B	12.68	2.63	2.34	2.07
EV/EBITDA	30	23	17	13

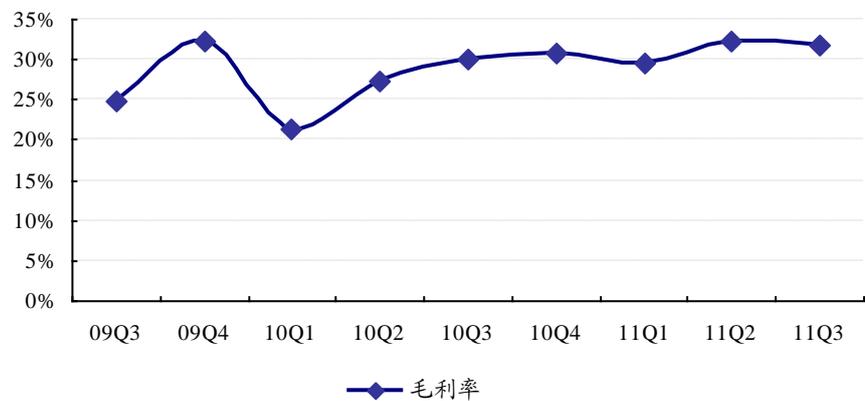
资料来源: 中投证券研究所

图 1 公司收入与利润增长情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司单季度毛利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司产能表

生产线	地点	产能 (万m ²)	投资金额 (万元)	投产时间
彩晶玻璃	江苏	130		上市前
	江苏	150	4000	2011 年 1 月
	四川	150	4000	2011 年 9 月
家电层架玻璃	江苏	400		上市前
家电盖板	江苏	300		上市前
家电层架与盖板玻璃	四川	120	1000	2011 年 9 月
晶硅电池封装玻璃	江苏	191		上市前
	江苏	300		2011 年
	江苏	1000	9336	2012 年上半年
TCO 玻璃	江苏	30	8437	尚未量产，预计未来将增至 210 万m ²
家电镀膜玻璃	江苏	30	4496	2012 年一季度

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
TCO 玻璃				
产能 (万 m ²)				30.00
销量 (万 m ²)				30.00
价格 (元/m ²)				85.00
营业收入(万元)				2550.00
营业成本 (万元)				1785.00
毛利率 (%)				30.0%
彩晶玻璃				
产能 (万 m ²)	280	280	430	430
销量 (万 m ²)	201	280	360	430
占比	71.8%	100.0%	83.7%	100.0%
税后价格 (元/m ²)	123	100	105	110
营业收入(万元)	24779.5	28000.0	37800.0	47300.0
增长率 (%)	110.7%	13.0%	35.0%	25.1%
营业成本 (万元)	15792.1	16520.0	23058.0	29326.0
毛利率 (%)	36.3%	41.0%	39.0%	38.0%
晶硅太阳能电池封装玻璃				
产能 (万 m ²)	191	600	1600	2000
销量 (万 m ²)	151	550	1600	2000
价格 (元/m ²)	66	41	38	40
营业收入(万元)	9960.5	22550.0	60800.0	80000.0
营业成本 (万元)	7412.8	18040.0	48640.0	64000.0
毛利率 (%)	25.6%	20.0%	20.0%	20.0%
建筑玻璃				
产能 (万 m ²)	35	35	35	35
销量 (万 m ²)	25	28	32	34
价格 (元/m ²)	94	80	86	86
营业收入(万元)	2340.7	2240.0	2752.0	2924.0
营业成本 (万元)	2034.0	1792.0	2119.0	2251.5
毛利率 (%)	13.1%	20.0%	23.0%	23.0%
家电层架玻璃				
产能 (万 m ²)	400	400	460	460
销量 (万 m ²)	277	300	360	380
价格 (元/m ²)	62	50	55	60
营业收入(万元)	17160.7	15000.0	19800.0	22800.0
营业成本 (万元)	13697.8	12150.0	15840.0	18240.0
毛利率 (%)	20.2%	19.0%	20.0%	20.0%

家电盖板玻璃				
产能 (万 m ²)	300	300	360	360
销量 (万 m ²)	225	280	300	350
价格 (元/m ²)	37	34	36	37
营业收入(万元)	8245.8	9520.0	10800.0	12950.0
营业成本 (万元)	6309.9	7330.4	8100.0	9712.5
毛利率 (%)	23.5%	23.0%	25.0%	25.0%
家电镀膜玻璃				
产能 (万 m ²)			30	30
销量 (万 m ²)			15	25
价格 (元/m ²)			300	300
营业收入(万元)			4500	7500
营业成本 (万元)			2925	4500
毛利率 (%)			35.0%	40.0%
非主营业务				
收入 (万元)	720.9	750.0	780.0	800.0
成本 (万元)	273.1	300.0	310.0	320.0
总营业收入 (万元)	63208.1	78060.0	132732.0	169324.0
总营业成本 (万元)	45519.7	56132.4	98067.0	125635.0
毛利率 (%)	28.0%	28.1%	26.1%	25.8%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、投资评级：推荐

我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 1.03 元、1.42 元、1.70 元。给予“推荐”的投资评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	382	1063	1119	1339
现金	76	690	380	423
应收账款	139	195	358	440
其他应收款	11	13	33	42
预付账款	23	36	78	88
存货	90	73	177	226
其他流动资产	44	55	93	119
非流动资产	225	356	490	762
长期投资	8	0	0	0
固定资产	192	257	399	629
无形资产	18	18	18	18
其他非流动资产	8	81	73	115
资产总计	608	1419	1609	2101
流动负债	353	308	365	698
短期借款	166	80	100	200
应付账款	52	67	98	151
其他流动负债	136	162	167	347
非流动负债	31	31	31	31
长期借款	15	15	15	15
其他非流动负债	16	16	16	16
负债合计	384	339	396	729
少数股东权益	0	0	0	0
股本	70	93	93	93
资本公积	39	794	794	794
留存收益	115	193	326	485
归属母公司股东权益	224	1080	1213	1372
负债和股东权益	608	1419	1609	2101

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-24	91	-178	251
净利润	60	97	133	159
折旧摊销	17	12	17	28
财务费用	14	6	4	8
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-113	-15	-331	57
其他经营现金流	-2	-9	-1	0
投资活动现金流	-36	-142	-150	-300
资本支出	29	150	150	300
长期投资	-8	-8	0	0
其他投资现金流	-15	0	0	0
筹资活动现金流	77	666	17	92
短期借款	111	-86	21	100
长期借款	-5	0	0	0
普通股增加	0	23	0	0
资本公积增加	0	755	0	0
其他筹资现金流	-29	-26	-4	-8
现金净增加额	16	615	-311	44

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	632	781	1327	1693
营业成本	455	561	981	1256
营业税金及附加	0	1	1	1
营业费用	41	34	78	102
管理费用	52	62	106	139
财务费用	14	6	4	8
资产减值损失	3	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	66	112	153	182
营业外收入	5	4	6	6
营业外支出	1	3	3	3
利润总额	69	113	156	185
所得税	10	16	23	27
净利润	60	97	133	159
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	60	97	133	159
EBITDA	97	130	174	218
EPS (元)	0.85	1.03	1.42	1.70

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	72.1%	23.5%	70.0%	27.6%
营业利润	50.3%	69.0%	36.4%	19.6%
归属于母公司净利润	33.2%	62.3%	37.8%	19.2%
获利能力				
毛利率	28.0%	28.1%	26.1%	25.8%
净利率	9.4%	12.4%	10.0%	9.4%
ROE	26.6%	8.9%	11.0%	11.6%
ROIC	20.6%	20.4%	13.9%	13.9%
偿债能力				
资产负债率	63.2%	23.9%	24.6%	34.7%
净负债比率	47.09	27.87%	29.05	29.50%
流动比率	1.08	3.45	3.06	1.92
速动比率	0.83	3.21	2.58	1.59
营运能力				
总资产周转率	1.26	0.77	0.88	0.91
应收账款周转率	5	5	5	4
应付账款周转率	10.50	9.44	11.86	10.10
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.64	1.03	1.42	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.26	0.97	-1.90	2.69
每股净资产(最新摊薄)	2.40	11.57	12.99	14.69
估值比率				
P/E	47.70	29.40	21.33	17.90
P/B	12.68	2.63	2.34	2.07
EV/EBITDA	30	23	17	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-21	秀强股份-彩晶四川产能释放，晶硅电池封装玻璃销量迅速上升
2011-08-15	秀强股份-坚持做强玻璃深加工，企业仍处在转型中
2011-04-27	秀强股份-今年彩晶与封装玻璃增长较快，关注 TCO 玻璃进展
2011-04-12	秀强股份-成本压力致盈利下滑，超募资金促产能扩张

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 7 年证券行业从业经验。
王海青, 王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434