

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: 30.00元

当前股价: 25.16元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2406.86
总股本(百万)	93
流通股本(百万)	23
流通市值(亿)	8
EPS	1.05
每股净资产(元)	10.88
资产负债率	20.78%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
秀强股份	-1.62	15.50	-12.56
家用电器	-0.66	13.39	3.06
沪深300指数	-0.12	6.42	1.69



相关报告

秀强股份-成本下降促11年快速增长, 减反膜将成12年看点 2012-03-29

秀强股份-不断拓宽玻璃深加工领域, 12年关注减反膜 2012-03-01

秀强股份-公司增长将受制于家电增速放缓与光伏需求的不确定 2012-01-16

秀强股份

300160

推荐

费用率明显下降, 利润平稳增长

公司21日公布一季度, 实现收入实现收入1.98亿元, 同比增9.9%; 实现净利润为2499万元, 同比增12.67%; 对应EPS为0.27元。

投资要点:

- **费用率明显下降, 一季度净利增12.7%。**公司一季度收入1.98亿, 同比增9.9%; 而净利润2500万元, 增幅12.7%; 略高于我们的预期。虽然毛利率同比下滑, 但费用率大幅减少使得利润增幅略高于收入。减反膜盈利下降使得毛利率较去年降2.5个百分点, 但IPO资金利息使财务费用率也下降3.4个百分点, 因此净利率为12.6%, 大致与去年持平。随着公司资金的逐步支出, 财务费用率预计会逐步回升, 利润率将有所降低。
- **一季度彩晶玻璃利润贡献超一半, 但需求放缓下今年利润可能持平。**今年一季度玻璃价格较去年同期下降约20%, 即使彩晶价格有所下降, 但成本下降优势仍有体现。从一季度披露的150万m²彩晶884万元净利润来估算, 一季度彩晶玻璃总利润约1650万元, 同比明显增长, 且占公司总利润比例依然超过50%。我们预计需求放缓下, 12年彩晶利润率将向下调整, 量增20%, 估计总体利润将持平。
- **虽受益国外光伏装机猛增促减反膜放量, 但价格下跌明显。**由于国外补贴下降预期, 光伏装机量同比大幅上升。公司减反膜产能已从11年初的300万m²增至目前的900万m², 一季度销量增长明显; 但减反膜价格下跌明显, 单位利润同比下跌超3成; 我们估计一季度减反膜贡献利润基本与去年持平。全年看, 若减反膜销量能够翻番, 利润将有所增长。
- **今年关注家电玻璃创新与减反膜产能增长。**公司今年将增加30万m²的家电镀膜线, 并新增模内注塑产品, 以减缓家电需求放缓程度。减反膜今年将增加1000万m²。产品升级与扩张将是公司业绩增长的来源点。
- **给予“推荐”的投资评级。**预计12-14年收入将从10.7亿元增至18.1亿元, EPS分别为1.42、1.61、1.94元。给予“推荐”的投资评级。

风险提示: 家电行业需求放缓、减反膜竞争加剧。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	796	1071	1451	1806
收入同比(%)	26%	35%	35%	25%
归属母公司净利润	98	133	150	182
净利润同比(%)	64%	36%	13%	21%
毛利率(%)	29.8%	27.2%	25.9%	25.5%
ROE(%)	9.6%	11.6%	11.6%	12.3%
每股收益(元)	1.05	1.43	1.61	1.95
P/E	24.06	17.65	15.64	12.89
P/B	2.31	2.04	1.81	1.59
EV/EBITDA	13	12	9	7

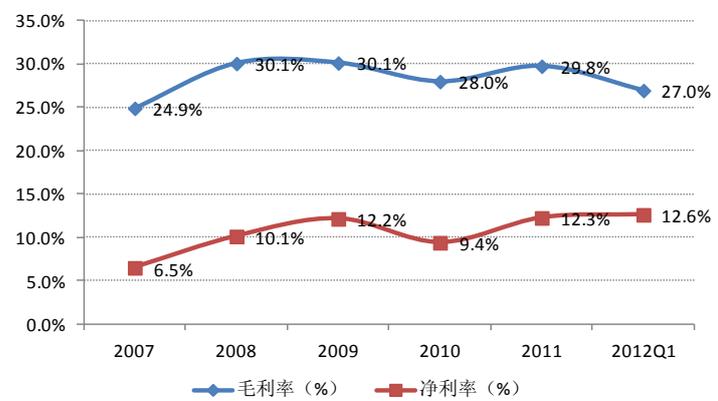
资料来源: 中投证券研究所

一、公司经营图表

图 1 公司年度经营情况



图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度经营情况

	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1
收入(亿元)	1.12	1.13	1.09	1.72	1.88	1.63	1.80	2.18	2.24	1.74	1.98
环比增速		0.9%	-3.6%	58.5%	9.2%	-13.5%	10.5%	21.2%	2.6%	-22.4%	13.8%
毛利率	24.8%	32.4%	21.4%	27.2%	30.1%	30.8%	29.5%	32.2%	31.8%	24.4%	27.0%
费用率	17.6%	19.0%	16.5%	13.8%	14.0%	24.1%	13.4%	14.7%	11.0%	19.5%	9.9%
归属股东净利润(亿元)	0.08	0.14	0.04	0.18	0.26	0.12	0.22	0.29	0.38	0.08	0.25
环比增速		72.5%	-75.4%	410%	41.5%	-51.5%	79.2%	29.4%	33.4%	-77.8%	194%
净利率	7.5%	12.8%	3.3%	10.5%	13.6%	7.6%	12.3%	13.2%	17.1%	4.9%	12.6%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司家电镀膜玻璃产能情况

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
		150	4000	2011年1月
	四川	150	4000	2012年12月
家电层架玻璃	江苏	400		上市前
家电盖板		300		上市前
家电层架与盖板玻璃	四川	120	1000	2012年12月
晶硅电池封装玻璃	江苏	900		2011年底前
		1000	9336	2012年年底
家电镀膜玻璃	江苏	30	4,496	2012年下半年
TCO 玻璃	江苏	30	8,437	尚未量产, 预计未来将增至 210 万 m ²

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 3 公司运营情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q1
营运能力						
存货周转率(次)	13.1	6.9	6.6	6.9	6.9	1.8
应收账款周转率(次)	10.9	6.7	5.2	5.5	5.1	1.0
资金状况						
资产负债率(%)	71.2	55.7	54.9	63.2	20.8	20.9
经营活动现金流(亿元)	0.1	0.8	0.4	-0.2	0.4	0.5
增长率(%)		468.9	-57.4	-168.7	-283.6	2.0
资本性支出						
资本性支出(亿元)	0.5	0.4	0.7	0.3	1.4	0.1
增长率(%)		-11.3	67.0	(57.2)	393.7	(91.0)

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

二、盈利预测

表 4 公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E	2014E
TCO 玻璃				
产能 (万m ²)		30.00	30.00	31.00
销量 (万m ²)			15.00	20.00
价格 (元/m ²)			70.00	65.00
营业收入(万元)			1050.00	1300.00
营业成本(万元)			661.50	845.00
毛利率(%)			37.0%	35.0%
彩晶玻璃				

产能 (万 m ²)	280	430	430	430
销量 (万 m ²)	249	300	360	380
占比	88.9%	69.8%	83.7%	88.4%
税后价格 (元/m ²)	125	126	126	125
营业收入(万元)	31051.3	37800.0	45360.0	47500.0
增长率 (%)	25.3%	21.7%	20.0%	4.7%
营业成本 (万元)	17828.3	23058.0	28123.2	28975.0
毛利率 (%)	42.6%	39.0%	38.0%	39.0%

晶体硅太阳能电池封装玻璃

产能 (万 m ²)	600	1600	2000	2000
销量 (万 m ²)	588	1200	2000	2500
价格 (元/m ²)	38	34	33	38
营业收入(万元)	22542.0	40800.0	66000.0	95000.0
营业成本 (万元)	17914.3	33048.0	54120.0	77425.0
毛利率 (%)	20.5%	19.0%	18.0%	18.5%

建筑玻璃

产能 (万 m ²)	35	35	35	35
销量 (万 m ²)	30	32	34	36
价格 (元/m ²)	91	86	86	86
营业收入(万元)	2722.5	2752.0	2924.0	3096.0
营业成本 (万元)	2082.3	2256.6	2397.7	2538.7
毛利率 (%)	23.5%	18.0%	18.0%	18.0%

家电层架与模内注塑产品

产能 (万 m ²)	400	460	460	460
销量 (万 m ²)	221	250	300	350
价格 (元/m ²)	61	61	60	60
营业收入(万元)	13558.7	15250.0	18000.0	21000.0
营业成本 (万元)	11209.2	12352.5	14040.0	15960.0
毛利率 (%)	17.3%	19.0%	22.0%	24.0%

家电盖板玻璃

产能 (万 m ²)	300	360	360	360
销量 (万 m ²)	231	250	280	300
价格 (元/m ²)	38	39	39	39
营业收入(万元)	8811.7	9750.0	10920.0	11700.0
营业成本 (万元)	6320.6	7020.0	7862.4	8424.0
毛利率 (%)	28.3%	28.0%	28.0%	28.0%

家电镀膜玻璃

产能 (万 m ²)		30	30	30
销量 (万 m ²)		15	28	35

价格 (元/m ²)		330	300	280
营业收入(万元)		4950	8400	9800
营业成本 (万元)		3366	5628	6825
毛利率 (%)		32.0%	33.0%	33.0%
非主营业务				
收入 (万元)	874.9	780.0	800.0	1000.0
成本 (万元)	533.3	310.0	320.0	350.0
总营业收入 (万元)	79561.1	107132.0	145054.0	180596.0
总营业成本 (万元)	55888.0	78045.1	107524.8	134517.7
毛利率 (%)	29.8%	27.2%	25.9%	25.5%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1008	1057	1103	1327
现金	548	420	167	160
应收账款	172	246	348	415
其他应收款	20	27	36	45
预付账款	83	101	140	175
存货	71	101	194	242
其他流动资产	115	161	218	289
非流动资产	275	389	553	697
长期投资	10	0	0	0
固定资产	215	280	444	588
无形资产	17	17	17	17
其他非流动资产	32	92	91	91
资产总计	1283	1446	1656	2024
流动负债	244	275	341	526
短期借款	89	100	120	229
应付账款	72	94	108	161
其他流动负债	83	81	113	136
非流动负债	22	22	16	16
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	22	22	16	16
负债合计	267	297	356	542
少数股东权益	0	0	0	0
股本	93	93	93	93
资本公积	735	735	735	735
留存收益	188	321	472	654
归属母公司股东权益	1016	1149	1300	1482
负债和股东权益	1283	1446	1656	2024

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	44	17	-67	94
净利润	98	133	150	182
折旧摊销	22	24	37	56
财务费用	7	4	6	10
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-86	-135	-252	-154
其他经营现金流	4	-9	-8	0
投资活动现金流	-160	-140	-200	-200
资本支出	144	150	200	200
长期投资	-2	-10	0	0
其他投资现金流	-18	0	0	0
筹资活动现金流	607	-5	14	99
短期借款	-77	11	20	109
长期借款	-15	0	0	0
普通股增加	23	0	0	0
资本公积增加	696	0	0	0
其他筹资现金流	-20	-15	-6	-10
现金净增加额	492	-128	-252	-7

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	796	1071	1451	1806
营业成本	559	780	1075	1345
营业税金及附加	6	5	7	9
营业费用	44	58	76	94
管理费用	64	86	113	137
财务费用	7	4	6	10
资产减值损失	3	3	3	3
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	113	135	170	208
营业外收入	5	22	6	7
营业外支出	4	2	1	2
利润总额	114	155	175	213
所得税	16	22	25	30
净利润	98	133	150	182
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	98	133	150	182
EBITDA	142	163	213	274
EPS (元)	1.05	1.43	1.61	1.95

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	25.9%	34.7%	35.4%	24.5%
营业利润	71.0%	19.3%	25.8%	22.0%
归属于母公司净利润	64.1%	36.3%	12.8%	21.4%
获利能力				
毛利率	29.8%	27.2%	25.9%	25.5%
净利率	12.3%	12.4%	10.4%	10.1%
ROE	9.6%	11.6%	11.6%	12.3%
ROIC	17.9%	14.1%	11.9%	12.0%
偿债能力				
资产负债率	20.8%	20.5%	21.5%	26.8%
净负债比率	37.18	33.70%	33.68	42.20%
流动比率	4.12	3.85	3.24	2.52
速动比率	3.83	3.48	2.67	2.06
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.79	0.94	0.98
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	9.03	9.41	10.69	10.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.43	1.61	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.18	-0.71	1.01
每股净资产(最新摊薄)	10.88	12.31	13.91	15.87
估值比率				
P/E	24.06	17.65	15.64	12.89
P/B	2.31	2.04	1.81	1.59
EV/EBITDA	13	12	9	7

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
2012-03-29	秀强股份 - 成本下降促 11 年快速增长, 减反膜将成 12 年看点
2012-03-01	秀强股份 - 不断拓宽玻璃深加工领域, 12 年关注减反膜
2012-01-16	秀强股份 - 公司增长将受制于家电增速放缓与光伏需求的不确定
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

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。

免责声明

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