

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: 9.00元

当前股价: 8.49元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2128.77
总股本(百万)	186
流通股本(百万)	67
流通市值(亿)	5
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	-22.82	-29.23	-25.32
家用电器	-7.49	-11.62	-2.25
沪深300指数	-4.31	-10.73	-6.19



相关报告

- 秀强股份 - 费用率明显下降, 利润平稳增长 2012-04-23
- 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

300160

推荐

减反膜成为公司业绩第一大来源

公司 2012 年上半年实现收入 4.47 亿元, 同比增 12.25%; 营业利润 4430.65 万元, 同比降 26.24%; 归属上市公司净利润 3675.25 万元, 同比降 27.77%。对应 EPS 为 0.2 元, 同比降 25.93%。

投资要点:

- 上半年增收不增利, 源于需求放缓, 预计下半年略有改善。上半年收入增 12.3%, 但净利降 27.8%, 根本原因在于总体需求的放缓。上半年传统家电玻璃销量与价格均出现下滑, 公司主要靠减反膜放量来减少下滑的程度。上半年毛利率 23.7%, 较去年 29.8% 下降 6.1 个百分点, 创历史新低。下半年货币环境逐步放松的情况下, 预计需求略有好转, 但公司盈利大幅上升可能性不大, 预计低位维持。
- 二季度净利润 1177 万元, 同环比降幅超 50%。公司虽然收入环比有所增长, 但利润不仅差于去年同期, 而且差于一季度, 为历年首次出现。毛利率 21.1% 同样为历史单季新低, 一方面是家电玻璃盈利下滑, 另一方面低利润率的减反膜占比提升也拉低整体毛利率。三项费用率 13.5% 较一季度 9.9% 明显提升, 主要在于财务费用率涨 3 个百分点, 资本成本仍然较高, 预计下半年有所好转。
- 转型效果显现, 减反膜成为业绩第一大来源。我们在年初一直强调今年家电需求将放缓, 但减反膜正处于放量阶段, 是今年的关注点。上半年减反膜销量估计超 600 万 m², 收入与毛利占比 48.9% 与 37.1%, 首次超越彩晶玻璃位居第一。家电玻璃中, 彩晶需求增长慢于产能扩张, 毛利率由 44.6% 降至 33.6%, 利润降幅超 50%; 有所增长的盖板玻璃估计是创新产品拉动所致。值得提醒的是, 减反膜受光伏行业影响, 未来量升价跌趋势仍将持续。公司只有靠以量补价, 才能保证减反膜业绩的增长。
- 今年产能增长主要在于减反膜, 未来关注公司在新材料方面的研究成果。公司今年资本开支明显放缓, 四川基地目前仅完成 60 万 m² 的彩晶玻璃建设, 预计其它会有所延缓。今年将新增约 1000 万 m² 减反膜, 目前已部分完成, 该项目为主要的产能增长。本次公司公告以 7000 万元成立新材料研究院有限公司, 开展无机非金属材料制备科技研发。这是公司重视研发的开始, 有利于公司长期成长, 但效果有待跟踪。
- 给予“推荐”的投资评级。预计 12-14 年收入将从 9.32 亿元增至 15.7 亿元, EPS 分别为 0.42、0.50、0.61 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	932	1249	1568
收入同比(%)	26%	17%	34%	26%
归属母公司净利润	98	78	93	114
净利润同比(%)	64%	-20%	19%	22%
毛利率(%)	29.8%	23.8%	22.8%	22.4%
ROE(%)	9.6%	7.4%	8.1%	9.0%
每股收益(元)	0.52	0.42	0.50	0.61
P/E	16.24	20.33	17.02	13.90
P/B	1.56	1.50	1.38	1.25
EV/EBITDA	8	10	8	6

资料来源: 中投证券研究所

一、受整体需求放缓影响，上半年增收不增利

1.1 上半年增收不增利，毛利率 23.7%创下历史低点。

公司 2012 年实现收入 4.47 亿元，同比增 12.25%；但净利润 3675.25 万元，同比降 27.77%。

我们认为这根本原因源于总体经济疲软大背景下导致的需求放缓。公司作为加工型企业，在去年上游玻璃价格大幅下降的情况下，受益成本下降而实现利润快速增长。但目前需求的放缓在大部分行业的整个产业链中产生影响，所以今年公司大部分产品毛利率出现明显下滑。

公司目前仍处于从家电玻璃向太阳能玻璃领域转型过程中，从业绩贡献上看开始有所体现。收入有所增长主要源于减反膜业务收入为去年的 260%，而家电总体下滑明显。这说明减反膜大幅放量确实减少了公司业绩下滑，这符合我们在年初提示的减反膜是 12 年关注点的判断。

总体看，今年上半年总体毛利率 23.7%，较去年的 29.8%下降 6.1 个百分点，创下 07 年以来的历史低点。净利润 8.2%也较去年的 12.3%明显下滑。从目前的情况看，下半年国内政策应该逐步放松，需求或略有好转，但估计公司盈利水平仍可能维持相对低位。

图 1 公司年度经营情况

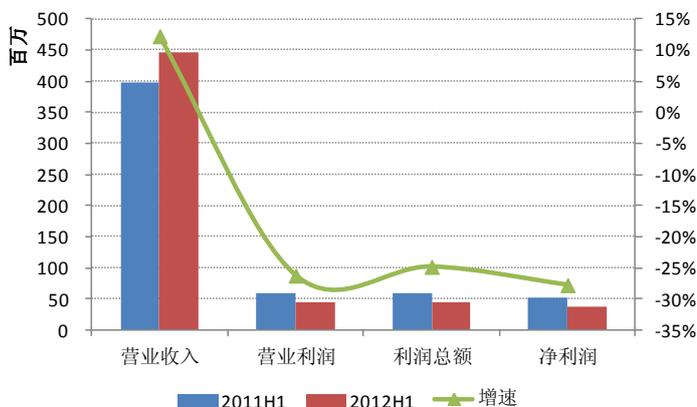
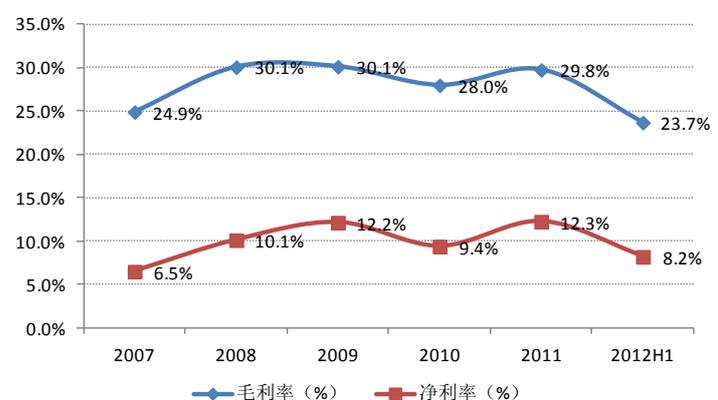


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 12 年二季度净利润仅 1177 万，同比环比降低均超 50%

从单季看，二季度的盈利表现在历史上属于较差的情况。收入同比环比有所增长，依然得益于减反膜的放量。单季毛利率 21.1%同样为历史上新低，较去年同期的 32.2%下滑 11 个百分点，一方面由于家电玻璃的盈利下滑：去年上半年家电玻璃受益成本下滑导致利润率高企，今年的家电玻璃的原片成本有所上升且本身产品价格下滑导致今年毛利率下滑；另一方面，减反膜放量但该产品毛利率仅 18%，明显拉低于整体盈利。

三项费用率为 13.5%，较一季度的 9.9%明显增长，主要在于财务费用率由负转正增加 3 个百分点，营业费用率也增加 1 个百分点左右。这说明资金成本在今

年上半年仍然较高，下半年或有所好转。

总体看，单季度 1177 万元的净利润，盈利下滑程度超过年初预期。下半年预计家电玻璃需求可能略有好转，而太阳能产业链受到国外经济危机及双反影响需求不容乐观，减反膜价格下滑仍将持续。

表 1 公司季度经营情况

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
收入 (亿元)	1.09	1.72	1.88	1.63	1.80	2.18	2.24	1.74	1.98	2.49
环比增速	-3.6%	58.5%	9.2%	-13.5%	10.5%	21.2%	2.6%	-22.4%	13.8%	25.9%
毛利率	21.4%	27.2%	30.1%	30.8%	29.5%	32.2%	31.8%	24.4%	27.0%	21.1%
费用率	16.5%	13.8%	14.0%	24.1%	13.4%	14.7%	11.0%	19.5%	9.9%	13.5%
归属股东净利润 (亿元)	0.04	0.18	0.26	0.12	0.22	0.29	0.38	0.08	0.25	0.12
环比增速	-75.4%	410.1%	41.5%	-51.5%	79.2%	29.4%	33.4%	-77.8%	194.2%	-52.9%
净利率	3.3%	10.5%	13.6%	7.6%	12.3%	13.2%	17.1%	4.9%	12.6%	4.7%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、转型效果显现，减反膜成第一大业绩来源

2.1 公司减反膜收入与毛利占比升至 48.9%与 37.1%

公司自 09 年开始进入太阳能领域，不过之前家电玻璃特别是彩晶玻璃仍然占据公司绝大部分的业绩。随着减反膜的逐步放量，今年上半年减反膜首次超越彩晶，成为业绩第一大来源。减反膜在收入与营业利润中占比分别达到 48.9%与 37.1%，而彩晶的比例为 25.5%与 35.3%。

减反膜的突出表现更多源于量的提升，且量增弥补了价跌。据我们大致测算，上半年减反膜销量超过 600 万 m²，约为去年同期的 3.5 倍以上；而收入 2.12 亿元，同比增 160%。这说明减反膜的单价在下降，而毛利率 18.4%低于去年的 20.5%也说明减反膜的盈利下滑。全年看，公司今年 1000 万平米的新产能预计将投产，估计全年总销量将较去年翻番，因此业绩关注点仍在减反膜。

受到家电补贴政策的退出，今年公司家电玻璃下滑明显。从彩晶、层架与盖板三大家电玻璃情况看，仅盖板有所增长。彩晶收入与利润更是下滑 36%与 51%，主要在于销售放缓，且新基地（四川）表现一般。目前四川基地仅建好 60 万平米的彩晶玻璃，上半年实现收入 685 万元，但亏损 95.8 万元，说明新增产能无法贡献业绩。家电盖板玻璃有所增长主要是因为公司推出创新产品。全年看，我们估计下半年家电玻璃总体需求可能略好于上半年，但盈利能力预计仍在低位维持。

图 3 公司各业务营业收入占比

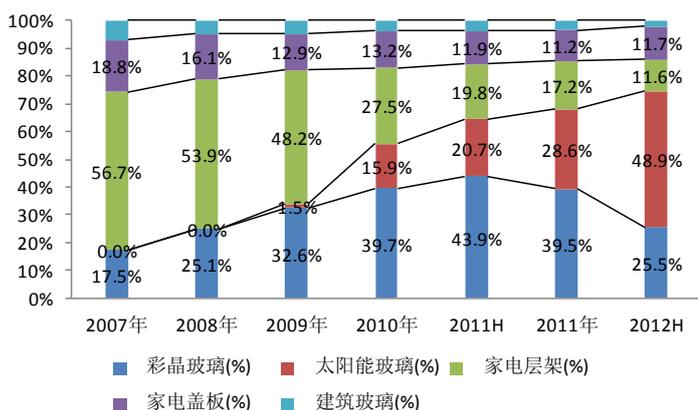
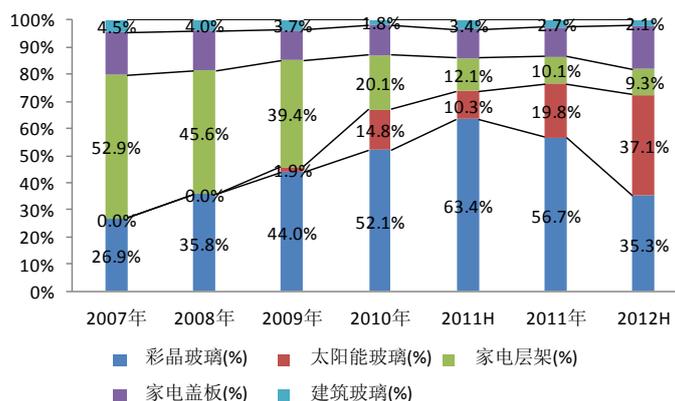


图 4 公司各业务营业利润占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

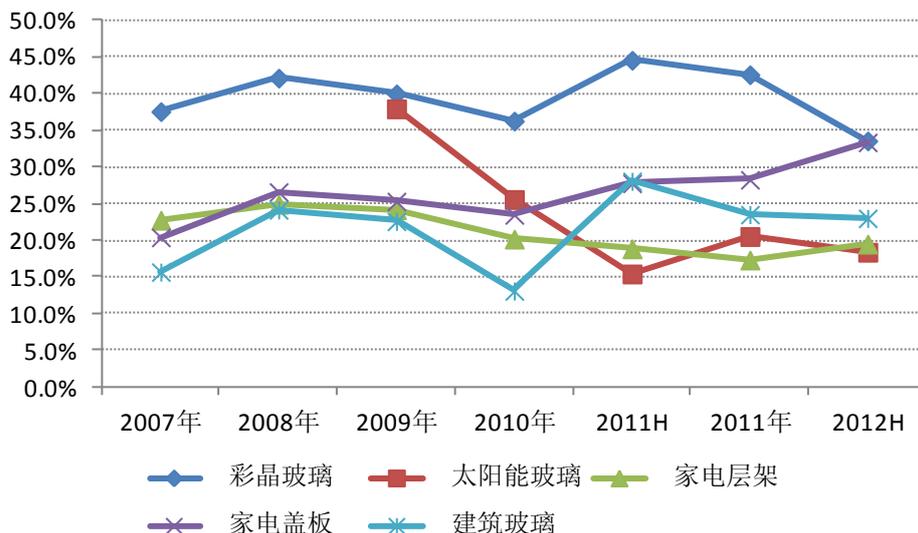
2.2 各产品利润率明显下滑，彩晶降 11 个百分点

2011 年公司盈利明显提升得益于玻璃原片成本下降；但今年该优势不再存在，需求放缓下本身产品不仅销量下降，且盈利明显下滑。

彩晶玻璃毛利率由去年同期的 44.6% 降至 33.6%，使得利润降幅明显超过收入降幅。层架与盖板玻璃利润率略有回升，主要在于推出镀膜玻璃与模内注塑产品。

减反膜毛利率 18.4%，较去年的 20.5% 有所下降，主要是下游不断压价造成减反膜价格下跌。我们预计下半年价格下跌仍将继续，如果公司无法进一步降低成本，则减反膜利润率下滑也将持续。

图 5 公司各种产品毛利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、今年产能增长集中于减反膜

公司目前的产能增长主要在于四川基地与减反膜，但家电需求放缓的情况下四

川基地的建设进程估计会有延缓，目前仅完成 60 万 m² 的彩晶产能。因此需求放缓导致产能扩张延后。

减反膜方面，年初的产能约 900 万 m²，预计今年可增加约 1000 万 m²，将是今年规模的主要增长来源。近两年减反膜仍处于放量阶段，若未来公司没有开发出新产品，仍可能扩大减反膜的规模。

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

四、公司周转率放缓明显

公司上半年存货与应收账款周转率由去年的 6.9 与 5.1 下降至 4.2 与 2.1，后者下滑更为明显。据我们了解，目前光伏行业的收款问题普遍较难，导致中上游企业应收账款增加明显。

公司经营性现金流 0.4 亿元，资本性支出放缓，也约 0.4 亿元，总体情况良好。资产负债率降至 21.7%，虽较去年底有所增加，但处于低水平，财务风险不大。

表 3 公司运营情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012H1
营运能力						
存货周转率(次)	13.1	6.9	6.6	6.9	6.9	4.2
应收账款周转率(次)	10.9	6.7	5.2	5.5	5.1	2.1
资金状况						
资产负债率(%)	71.2	55.7	54.9	63.2	20.8	21.7
经营活动现金流(亿元)	0.1	0.8	0.4	-0.2	0.4	0.4
增长率(%)		468.9	-57.4	-168.7	-283.6	-16.8
资本性支出						
资本性支出(亿元)	0.5	0.4	0.7	0.3	1.4	0.4
增长率(%)		-11.3	67.0	(57.2)	393.7	(74.2)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测

关于今年公司业绩预测，我们假设如下：

1. 彩晶玻璃：12年四川基地产能部分释放，目前彩晶新增60万m²；但总体需求增长将慢于产能增加，彩晶玻璃需求与价格将下滑。
2. 减反膜：12年上半年公司将再扩1000万m²，预计今年销量将翻番，达到1200万m²。目前下游组件商经营压力较大，预计减反膜价格仍有下行压力。
3. 家电镀膜与模内注塑产品：两者今年有所放量，毛利率估计在30%左右，能够弥补盖板与层架玻璃的下滑。
4. 由于目前TCO玻璃尚未量产，因此我们预测中不作估计。

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)			0.00	0.00
价格 (元/m ²)			70.00	65.00
营业收入(万元)			0.00	0.00
营业成本 (万元)			0.00	0.00
毛利率 (%)			37.0%	35.0%
彩晶玻璃				
产能 (万m ²)	280	340	430	430
销量 (万m ²)	249	220	260	300
占比	88.9%	51.2%	60.5%	69.8%
税后价格 (元/m ²)	125	114	118	120
营业收入(万元)	31051.3	25080.0	30680.0	36000.0
增长率 (%)	25.3%	-19.2%	22.3%	17.3%
营业成本 (万元)	17828.3	16552.8	19788.6	22680.0
毛利率 (%)	42.6%	34.0%	35.5%	37.0%
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	1300	2000	2300
价格 (元/m ²)	38	34	33	38
营业收入(万元)	22542.0	44200.0	66000.0	87400.0
营业成本 (万元)	17914.3	36244.0	55440.0	74290.0
毛利率 (%)	20.5%	18.0%	16.0%	15.0%
建筑玻璃				
产能 (万m ²)	35	35	35	35

销量 (万m ²)	30	30	32	32
价格 (元/m ²)	91	80	82	83
营业收入(万元)	2722.5	2400.0	2624.0	2656.0
营业成本 (万元)	2082.3	1848.0	2020.5	2045.1
毛利率 (%)	23.5%	23.0%	23.0%	23.0%
家电层架与注塑玻璃				
产能 (万m ²)	400	460	460	460
销量 (万m ²)	221	200	250	320
价格 (元/m ²)	61	61	60	60
营业收入(万元)	13558.7	12200.0	15000.0	19200.0
营业成本 (万元)	11209.2	9882.0	11850.0	14784.0
毛利率 (%)	17.3%	19.0%	21.0%	23.0%
家电盖板玻璃				
产能 (万m ²)	300	360	360	360
销量 (万m ²)	231	220	250	270
价格 (元/m ²)	38	39	39	39
营业收入(万元)	8811.7	8580.0	9750.0	10530.0
营业成本 (万元)	6320.6	6177.6	7020.0	7581.6
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	25	35
价格 (元/m ²)		330	300	280
营业收入(万元)		4950	7500	9800
营业成本 (万元)		3366	5025	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	93240.0	124854.0	156786.0
总营业成本 (万元)	55888.0	71014.4	96439.1	121730.7
毛利率 (%)	29.8%	23.8%	22.8%	22.4%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：推荐

我们预计12-14年收入将从9.32亿元增至15.7亿元, EPS分别为0.42、0.50、0.61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	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1008	1000	1076	1189
现金	548	437	258	160
应收账款	172	214	300	361
其他应收款	20	23	31	39
预付账款	83	92	125	158
存货	71	92	174	219
其他流动资产	115	140	188	251
非流动资产	275	340	410	566
长期投资	10	0	0	0
固定资产	215	256	339	469
无形资产	17	17	17	17
其他非流动资产	32	67	54	80
资产总计	1283	1340	1486	1754
流动负债	244	261	321	475
短期借款	89	100	120	203
应付账款	72	85	96	146
其他流动负债	83	76	104	126
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	283	336	490
少数股东权益	0	0	0	0
股本	93	187	187	187
资本公积	735	641	641	641
留存收益	188	229	322	436
归属母公司股东权益	1016	1057	1150	1264
负债和股东权益	1283	1340	1486	1754

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	44	22	-93	28
净利润	98	78	93	114
折旧摊销	22	23	31	44
财务费用	7	4	5	9
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-86	-74	-215	-140
其他经营现金流	4	-9	-8	0
投资活动现金流	-160	-90	-100	-200
资本支出	144	100	100	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	-42	15	74
短期借款	-77	11	20	83
长期借款	-15	0	0	0
普通股增加	23	93	0	0
资本公积增加	696	-93	0	0
其他筹资现金流	-20	-53	-5	-9
现金净增加额	492	-110	-179	-98

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	796	932	1249	1568
营业成本	559	710	964	1217
营业税金及附加	6	5	6	8
营业费用	44	50	66	82
管理费用	64	75	97	119
财务费用	7	4	5	9
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	86	107	130
营业外收入	5	10	6	7
营业外支出	4	5	4	4
利润总额	114	91	109	133
所得税	16	13	15	19
净利润	98	78	93	114
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	98	78	93	114
EBITDA	142	113	143	183
EPS (元)	1.05	0.42	0.50	0.61

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	25.9%	17.2%	33.9%	25.6%
营业利润	71.0%	-24.2%	24.1%	21.9%
归属于母公司净利润	64.1%	-20.1%	19.5%	22.4%
获利能力				
毛利率	29.8%	23.8%	22.8%	22.4%
净利率	12.3%	8.4%	7.5%	7.3%
ROE	9.6%	7.4%	8.1%	9.0%
ROIC	17.9%	10.4%	9.4%	9.1%
偿债能力				
资产负债率	20.8%	21.1%	22.6%	27.9%
净负债比率	37.18	35.29%	35.69	41.37%
流动比率	4.12	3.83	3.36	2.50
速动比率	3.83	3.47	2.81	2.04
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.71	0.88	0.97
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	9.03	9.02	10.62	10.04
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.42	0.50	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.12	-0.50	0.15
每股净资产(最新摊薄)	5.44	5.66	6.16	6.77
估值比率				
P/E	16.24	20.33	17.02	13.90
P/B	1.56	1.50	1.38	1.25
EV/EBITDA	8	10	8	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-23	秀强股份 - 费用率明显下降, 利润平稳增长
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

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