

其他白色家电

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 9.00元

当前股价: 8.30元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2128.30
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	-3.04	-5.03	-30.41
家用电器	4.19	-0.03	-10.88
沪深300指数	4.35	-3.39	-10.29



相关报告

秀强股份-减反膜成为公司业绩第一大来源 2012-07-30

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

300160

推荐

需求继续放缓, 公司仍在寻找自身新增长点

公司今日公布12年三季报, 前三季度实现收入6.2亿元, 同比减0.25%; 归属于上市公司股东的净利润为5023万元, 同比降43.67%; 对应EPS为0.27元。符合我们之前的预期。

投资要点:

- **家电与光伏需求继续下滑, 收入与利润降幅扩大。**家电与光伏行业需求未有明显改善, 导致家电玻璃与减反膜不仅价格下降, 销量同比环比也均出现下滑。公司收入增速首次转负, 前三季度收入增速为-0.2%, 而净利润增速-43.7%, 均较上半年有明显下降。从毛利率来看目前为23.5%, 较上半年的23.7%进一步下降, 再创历史新低。由于四季度家电需求难有大幅回升, 而光伏行业在国外双反背景下需求将较三季度进一步萎缩, 全年业绩下滑已成定局。
- **三季度净利1347万元, 其中低毛利的减反膜缩量使得单季利润率有所好转。**公司三季度收入同比环比均出现下滑, 但毛利率23%略好于二季度, 这并非意味着需求好转。公司业务结构中, 家电玻璃利润率均高于光伏减反膜; 而三季度减反膜明显缩量减少了对整体利润率的拖累。我们预计短期内较低的利润率仍将持续。
- **需求放缓投资项目进展慢于预期, 明年关注创新家电玻璃产品。**公司近几年分别依靠彩晶与减反膜实现快速增长, 但目前整体需求明显放缓, 这也是公司投资项目放缓进展的原因所在。但在仍有大量超募资金的情况下, 公司试图寻找新的增长点。但在宏观环境较差的情况下, 公司目前只能在自己有优势的家电玻璃行业寻找新产品, 如家电镀膜与导电玻璃。对于明年, 在整体货币政策放松情况下家电需求将有所提升, 但光伏行业至少明年上半年以前估计难见好转, 创新产品效益可关注。
- **现金流良好, 负债率低, 财务风险不大。**公司前三季度经营性现金流为4879万元, 同比增188%。而资本开支7434万元, 存在约2500万元的缺口。由于大量超募资金未使用, 负债率保持在21.5%的低水平, 因此财务风险较低。
- **给予“推荐”的投资评级。**预计12-14年收入将从8.1亿元增至12.2亿元, EPS分别为0.33、0.41、0.57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	808	911	1218
收入同比(%)	26%	2%	13%	34%
归属母公司净利润	98	62	76	107
净利润同比(%)	64%	-36%	22%	40%
毛利率(%)	29.8%	23.8%	24.2%	24.3%
ROE(%)	9.6%	6.0%	6.8%	8.7%
每股收益(元)	0.52	0.33	0.41	0.57
P/E	15.80	24.77	20.26	14.45
P/B	1.52	1.48	1.38	1.26
EV/EBITDA	8	11	9	6

资料来源: 中投证券研究所

一、公司经营数据

图 1 公司年度经营情况

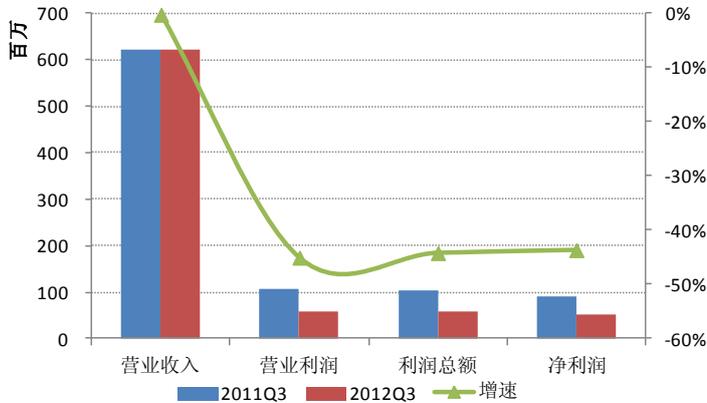
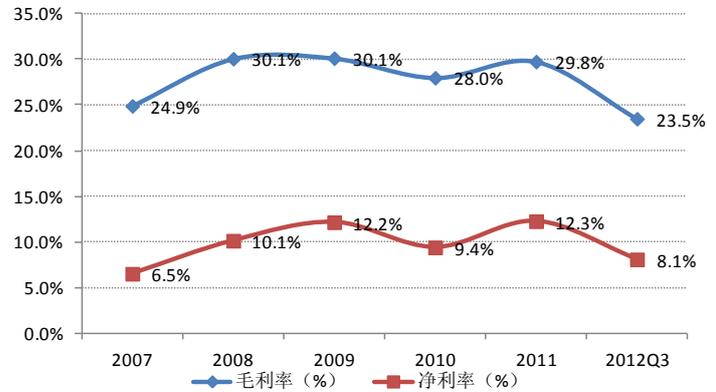


图 2 公司历年利润率



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

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
收入 (亿元)	1.09	1.72	1.88	1.63	1.80	2.18	2.24	1.74	1.98	2.49	1.74
环比增速	-3.6%	58.5%	9.2%	-13.5%	10.5%	21.2%	2.6%	-22.4%	13.8%	25.9%	-30.3%
毛利率	21.4%	27.2%	30.1%	30.8%	29.5%	32.2%	31.8%	24.4%	27.0%	21.1%	23.0%
费用率	16.5%	13.8%	14.0%	24.1%	13.4%	14.7%	11.0%	19.5%	9.9%	13.5%	14.7%
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	0.1177	0.1347
环比增速	-75.4%	410.1%	41.5%	-51.5%	79.2%	29.4%	33.4%	-77.8%	194.2%	-52.9%	14.5%
净利率	3.3%	10.5%	13.6%	7.6%	12.3%	13.2%	17.1%	4.9%	12.6%	4.7%	7.8%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司运营情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q3
营运能力						
存货周转率(次)	13.1	6.9	6.6	6.9	6.9	6.4
应收账款周转率(次)	10.9	6.7	5.2	5.5	5.1	3.0
资金状况						
资产负债率(%)	71.2	55.7	54.9	63.2	20.8	21.5
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	1.9
资本性支出						
资本性支出(亿元)	0.5	0.4	0.7	0.3	1.4	0.7
增长率(%)		-11.3	67.0	(57.2)	393.7	46.2

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、公司产能情况

表 3 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	2013 年
家电导电膜玻璃		60		2013 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

三、盈利预测

表 2 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	430	430	430
销量 (万m ²)	249	200	220	250
占比	88.9%	46.5%	51.2%	58.1%
税后价格 (元/m ²)	125	108	110	115
营业收入 (万元)	31051.3	21600.0	24200.0	28750.0
增长率 (%)	25.3%	-30.4%	12.0%	18.8%
营业成本 (万元)	17828.3	14472.0	16093.0	18975.0
毛利率 (%)	42.6%	33.0%	33.5%	34.0%
晶硅太阳能电池封装玻璃				

产能 (万㎡)	600	1600	2000	2000
销量 (万㎡)	588	1100	1000	1400
价格 (元/㎡)	38	32	33	35
营业收入(万元)	22542.0	35200.0	33000.0	49000.0
营业成本 (万元)	17914.3	28864.0	27720.0	40670.0
毛利率 (%)	20.5%	18.0%	16.0%	17.0%
建筑玻璃				
产能 (万㎡)	35	35	35	35
销量 (万㎡)	30	30	32	32
价格 (元/㎡)	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㎡)	400	460	460	460
销量 (万㎡)	221	200	230	280
价格 (元/㎡)	61	61	60	60
营业收入(万元)	13558.7	12200.0	13800.0	16800.0
营业成本 (万元)	11209.2	9882.0	11040.0	13440.0
毛利率 (%)	17.3%	19.0%	20.0%	20.0%
家电盖板玻璃				
产能 (万㎡)	300	360	360	360
销量 (万㎡)	231	220	250	270
价格 (元/㎡)	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㎡)		0	30	30
销量 (万㎡)		0	15	30
价格 (元/㎡)		0	300	280
营业收入(万元)		0	4500	8400
营业成本 (万元)		0	3150	5796
毛利率 (%)		0.0%	30.0%	31.0%
非主营业务				
收入 (万元)	874.9	780.0	800.0	900.0
成本 (万元)	533.3	310.0	400.0	500.0
总营业收入 (万元)	79561.1	80760.0	91074.0	121836.0

总营业成本(万元)	55888.0	61553.6	69075.5	92223.7
毛利率(%)	29.8%	23.8%	24.2%	24.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、投资建议：推荐

我们预计 12-14 年收入将从 8.1 亿元增至 12.2 亿元, EPS 分别为 0.33、0.41、0.57 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	966	994	1037
现金	548	478	401	244
应收账款	172	186	219	280
其他应收款	20	20	23	30
预付账款	83	80	90	120
存货	71	80	124	166
其他流动资产	115	122	137	195
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	1306	1404	1602
流动负债	244	243	271	363
短期借款	89	100	120	150
应付账款	72	74	69	111
其他流动负债	83	69	82	102
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	265	287	378
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	213	289	396
归属母公司股东权益	1016	1041	1117	1224
负债和股东权益	1283	1306	1404	1602

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	44	63	8	20
净利润	98	62	76	107
折旧摊销	22	23	31	44
财务费用	7	4	5	7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-86	-17	-97	-138
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	23
短期借款	-77	11	20	30
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	-7
现金净增加额	492	-69	-77	-157

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	796	808	911	1218
营业成本	559	616	691	922
营业税金及附加	6	4	5	6
营业费用	44	44	48	63
管理费用	64	65	71	93
财务费用	7	4	5	7
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	73	89	124
营业外收入	5	2	6	7
营业外支出	4	1	4	4
利润总额	114	74	91	127
所得税	16	12	15	20
净利润	98	62	76	107
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	98	62	76	107
EBITDA	142	100	125	176
EPS (元)	1.05	0.33	0.41	0.57

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	25.9%	1.5%	12.8%	33.8%
营业利润	71.0%	-35.4%	21.2%	40.0%
归属于母公司净利润	64.1%	-36.2%	22.3%	40.2%
获利能力				
毛利率	29.8%	23.8%	24.2%	24.3%
净利率	12.3%	7.7%	8.4%	8.8%
ROE	9.6%	6.0%	6.8%	8.7%
ROIC	17.9%	9.5%	9.3%	9.7%
偿债能力				
资产负债率	20.8%	20.3%	20.4%	23.6%
净负债比率	37.18	37.69%	41.84	39.66%
流动比率	4.12	3.97	3.66	2.86
速动比率	3.83	3.64	3.21	2.40
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.62	0.67	0.81
应收账款周转率	5	4	5	5
应付账款周转率	9.03	8.43	9.66	10.26
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.33	0.41	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.34	0.04	0.11
每股净资产(最新摊薄)	5.44	5.57	5.98	6.55
估值比率				
P/E	15.80	24.77	20.26	14.45
P/B	1.52	1.48	1.38	1.26
EV/EBITDA	8	11	9	6

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
2012-07-30	秀强股份 - 减反膜成为公司业绩第一大来源
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

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, 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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

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