

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: 8.0元

当前股价: 7.60元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2016.98
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	-5.35	-8.43	-37.76
家用电器	-1.96	2.54	-12.45
沪深300指数	-6.90	-5.99	-15.50



相关报告

秀强股份 - 需求继续放缓, 公司仍在寻找自身新增长点 2012-10-23

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

300160

推荐

家电镀膜玻璃将是公司发展方向

近期我们到公司调研, 就行业与公司经营情况与管理层进行了沟通。

投资要点:

- 彩晶今年仍为第一大产品, 但竞争加大未来价格仍将下行。公司前三季度彩晶销量约 150 万 m², 毛利率 30%, 低于上半年。由于下游压价与竞争激烈, 彩晶今年量价齐跌。公司明年将主动出击抓住部分低端订单以扩大销量, 但明年价格下行仍不可避免。我们估计彩晶利润在明年仍略有下滑。另外, 四川基地由于西部地区需求低于预期导致仅完成 60 万 m² 的产能建设, 且暂时不会再扩张, 目前四川盈利能力仍然较差。
- 减反膜三季度出货量明显下行, 全年利润占比仍将低于彩晶。减反膜原本为公司今年重点发展且增长突出的产品, 上半年已占据 37% 的利润比例。1-9 月销量 700 多万 m², 但三季度出货量较上半年明显下滑, 预计四季度仍然较差, 全年销量预计 1000 万 m², 利润占比仍差于彩晶。销量下滑一方面是由于国外双反导致需求下降, 另一方面也是公司担忧应收账款问题而有所控量。公司预计明年需求会有所增长, 但明年上半年业绩下滑的可能性较大。
- 家电镀膜玻璃将是明年增长的关键。鉴于彩晶与减反膜目前需求的下降, 公司推出家电镀膜玻璃以开拓新的需求点, 产品应用包括家电触摸屏、电子秤、酒柜等领域。目前公司本部与东莞均有产能, 本部 30 万 m² 线将于明年上半年投产, 东莞 60 万 m² 将于 13 年春节前后投产。目前了解该产品已有需求订单, 但未大量量产。公司预计该产品毛利率在 30% 以上, 这将是公司明年业绩增长的来源点, 但具体程度取决于市场开拓情况。
- 家电镀膜产品将是公司未来发展的方向。随着消费升级, 家电玻璃的外观与功能将不断需要改进, 因而镀膜玻璃有望对传统产品进行逐步替代。镀膜产品可实现隔热、导电、隔热等功能, 在家电等领域有较宽广的空间。有望成为未来带动家电玻璃需求的发展方向, 因而成为公司近两年开拓点。
- 投资建议: 我们认为目前两大产品彩晶与减反膜在明年增长空间相对有限, 公司的增长将更多依靠新推出的家电镀膜产品。预计公司 12-14 年 EPS 为 0.33、0.39、0.51 元, 给予推荐评级。
- 风险提示: 新产品市场开拓进展慢于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	796	762	931	1182
收入同比(%)	26%	-4%	22%	27%
归属母公司净利润	98	62	73	94
净利润同比(%)	64%	-37%	18%	29%
毛利率(%)	29.8%	24.3%	23.5%	23.6%
ROE(%)	9.6%	6.0%	6.6%	7.8%
每股收益(元)	0.52	0.33	0.39	0.51
P/E	14.52	22.87	19.42	15.01
P/B	1.40	1.36	1.27	1.17
EV/EBITDA	7	10	8	6

资料来源: 中投证券研究所

一、调研内容

1. **关于公司战略：**公司原来彩晶是最主要业绩来源，今年原本计划减反膜为最主要的产品，上半年确实做到了，但三季度情况急转直下，今年利润还是差于彩晶。未来方向在于家电镀膜产品，但短期内估计仍难以超越彩晶。

2. 彩晶玻璃：量与价都在下跌，明年不乐观。

a) 销量：今年 1-9 月销量为 150 万平米（去年全年 260 万平米），销量下降明显主要是上半年在投标时过于乐观，对于低端的订单报价较高，所以丢单，明年会调整策略。

b) 价格：去年开始实行招标方式，下游压价厉害，加上供给增加（小企业少了许多费用，有成本优势），导致价格下行，目前的毛利率约 30%。以上为本部情况，四川目前有 60 万平米，暂时不会再扩张了（厂地是租的）。当初主要是跟着海尔，但目前约 30%供给海尔。总的还是西部需求差于预期，今年上半年亏损的，现在稍好一些。

c) 2013 年看法：暂时不会再扩张，但 13 年会考虑把握部分中低端的订单，以扩大销量，量的增长预计有限。而现在下游厂家要求明年价格再降 10%，明年毛利率仍可能下行。因此预计 13 年彩晶业务利润预计仍会下降。

3. 减反膜：三季度明显下滑，明年或略好。

a) 产能与销量：目前有 18 条线，打满可做到 1500 万平米；但目前实际只有 8 条线在产，其它在改造。出货量，1-9 月是 700 多万平米，绝大部分在上半年，即三季度销量大幅下滑，预计四季度销量与三季度差不多。上半年最好的 4-5 单月出货达 180 万平米，当时是新线没出来产能跟不上；目前在 50-70 万平米/月，三季度下滑一方面是需求减弱，另一方面是公司担心销售收账问题，对出货有所控制。估计全年出货不到 1000 万平米。

b) 价格：目前光伏镀膜玻璃 30 多元，成本 24-25，毛利率不到 20%，估计后面会相对稳定。部分其它企业在晚上进行玻璃钢化，晚上的电为 0.4-0.5 元/度，而白天最高 1.2 元/度，这样就会相差 2 元/平米。

c) 2013 年看法：今年收入约 3 亿元，明年维持没有问题。预计明年需求会好些，主要是近两月需求比三季度略好，但估计明年上半年可能下滑。

4. 家电镀膜产品：公司未来的发展方向。

a) 产能与销量：目前本部有两条线，一条是原本的 TCO 线，目前已建好，可生产家电镀膜产品；一条是公告的 30 万平米家电镀膜线，这条线预计明年上半年投产。

b) 应用：目前家电镀膜产品还是解决美观，当然在功能上也有所改进。目前有隔热功能，有的还有显示功能。以后会发展至触摸屏功能。镀膜面板可以替代目前其它的产品，但不会上升很快。

c) 前景：未来家电玻璃要发展，肯定是由镀膜带动的，预计镀膜玻璃在家电玻璃中占比将逐步提升。该产品才出来三个月，所以目前量不大。目前来看订单还是有的，明年这块会放量，但具体目前难确定。TCO 方面，明年有一个 3.26MW 的金太阳项目，是宿迁的，自己公司也有做，有补贴。

d) 生产与投资：目前工序是钢化-镀膜-印刷。一条家电镀膜线投产约 6-7 个月，设备约 1500-1800 万元左右。

e) 东莞子公司：有 60 万平米的家电镀膜线。其实之前合作之前就在建设，他有产品与市场，我们有资金，所以进行合作。预计春节前后可以投产，产品主要用于电子秤、酒柜等玻璃，未来会有一些新的延伸。预计毛利率在 30% 以上。

5. 家电盖板玻璃：

a) 上半年盖板玻璃毛利率提升：主要是出口产品，多是有弧度的，钢化要求比较高，所以利润率高。明年这块的量有所增加，但特种玻璃空间相对有限。

二、盈利预测

表 1 公司盈利预测

	2011	2012E	2013E	2014E
TCO 玻璃				
产能 (万 m ²)			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	240	260
占比	88.9%	46.5%	55.8%	60.5%
税后价格 (元/m ²)	125	108	103	115
营业收入(万元)	31051.3	21600.0	24720.0	29900.0
增长率 (%)	25.3%	-30.4%	14.4%	21.0%
营业成本 (万元)	17828.3	14472.0	17551.2	21229.0
毛利率 (%)	42.6%	33.0%	29.0%	29.0%
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	1000	1100	1400
价格 (元/m ²)	38	32	33	35
营业收入(万元)	22542.0	32000.0	36300.0	49000.0
营业成本 (万元)	17914.3	26080.0	29766.0	40180.0
毛利率 (%)	20.5%	18.5%	18.0%	18.0%

建筑玻璃

产能 (万 m ²)	35	35	35	35
销量 (万 m ²)	30	30	30	32
价格 (元/m ²)	91	80	82	83
营业收入(万元)	2722.5	2400.0	2460.0	2656.0
营业成本 (万元)	2082.3	1848.0	1894.2	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	180	190	210
价格 (元/m ²)	61	60	60	60
营业收入(万元)	13558.7	10800.0	11400.0	12600.0
营业成本 (万元)	11209.2	8748.0	9120.0	10080.0
毛利率 (%)	17.3%	19.0%	20.0%	20.0%

家电盖板玻璃

产能 (万 m ²)	300	360	360	360
销量 (万 m ²)	231	220	260	280
价格 (元/m ²)	38	39	39	39
营业收入(万元)	8811.7	8580.0	10140.0	10920.0
营业成本 (万元)	6320.6	6177.6	7199.4	7753.2
毛利率 (%)	28.3%	28.0%	29.0%	29.0%

家电镀膜玻璃

产能 (万 m ²)		30	30
销量 (万 m ²)		15	30
价格 (元/m ²)		250	250
营业收入(万元)		3750	7500
营业成本 (万元)		2625	5175
毛利率 (%)		30.0%	31.0%

家电导电玻璃 (东莞)

产能 (万 m ²)	60	60
销量 (万 m ²)	45	60
价格 (元/m ²)	80	80
营业收入(万元)	3600	4800
营业成本 (万元)	2520	3312

毛利率 (%)			30.00%	31.00%
非主营业务				
收入 (万元)	874.9	780.0	700.0	800.0
成本 (万元)	533.3	310.0	500.0	500.0
总营业收入 (万元)	79561.1	76160.0	93070.0	118176.0
总营业成本 (万元)	55888.0	57635.6	71175.8	90274.3
毛利率 (%)	29.8%	24.3%	23.5%	23.6%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

二、投资建议

我们预计 12-14 年收入将从 7.6 亿元增至 11.8 亿元, EPS 分别为 0.33、0.39、0.51 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	958	994	1017
现金	548	500	387	246
应收账款	172	175	223	272
其他应收款	20	19	23	30
预付账款	83	75	93	117
存货	71	75	128	162
其他流动资产	115	115	140	190
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	1299	1404	1583
流动负债	244	236	275	359
短期借款	89	100	120	150
应付账款	72	69	71	108
其他流动负债	83	67	84	100
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	258	291	374
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	286	380
归属母公司股东权益	1016	1041	1114	1208
负债和股东权益	1283	1299	1404	1583

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	44	84	-28	36
净利润	98	62	73	94
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	5	-129	-110
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	-48	-113	-141

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	796	762	931	1182
营业成本	559	576	712	903
营业税金及附加	6	4	5	6
营业费用	44	41	49	61
管理费用	64	61	73	92
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	85	109
营业外收入	5	2	6	7
营业外支出	4	1	4	4
利润总额	114	74	87	112
所得税	16	12	14	18
净利润	98	62	73	94
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	98	62	73	94
EBITDA	142	99	121	161
EPS (元)	1.05	0.33	0.39	0.51

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	25.9%	-4.3%	22.2%	27.0%
营业利润	71.0%	-35.7%	16.7%	28.9%
归属于母公司净利润	64.1%	-36.5%	17.8%	29.4%
获利能力				
毛利率	29.8%	24.3%	23.5%	23.6%
净利率	12.3%	8.1%	7.8%	8.0%
ROE	9.6%	6.0%	6.6%	7.8%
ROIC	17.9%	9.7%	8.8%	8.7%
偿债能力				
资产负债率	20.8%	19.9%	20.7%	23.7%
净负债比率	37.18	38.78%	41.29	40.08%
流动比率	4.12	4.07	3.62	2.84
速动比率	3.83	3.75	3.15	2.38
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.59	0.69	0.79
应收账款周转率	5	4	5	5
应付账款周转率	9.03	8.15	10.14	10.06
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.33	0.39	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.45	-0.15	0.19
每股净资产(最新摊薄)	5.44	5.57	5.96	6.47
估值比率				
P/E	14.52	22.87	19.42	15.01
P/B	1.40	1.36	1.27	1.17
EV/EBITDA	7	10	8	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
2012-10-23	秀强股份 - 需求继续放缓，公司仍在寻找自身新增长点
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