

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: 8.27元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2325.82
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	-1.55	8.82	-7.49
家用电器	1.30	17.80	23.66
沪深300指数	0.86	18.80	14.47



相关报告

秀强股份 - 主要产品下滑超预期, 关注家电镀膜玻璃 2013-01-27

秀强股份 - 家电镀膜玻璃将是公司发展方向 2012-11-20

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

300160

推荐

盈利触及历史低点, 家电镀膜玻璃值得重点关注

公司今日公布 2012 年业绩快报, 全年实现净利润 5200 万元, 同比降 46.57%。对应 EPS 为 0.28 元。符合预期。

投资要点:

- **四季度单季净利润为 195 万元, 创下历史低点。**公司四季度下滑幅度加大, 一方面在于家电玻璃竞争加剧毛利率快速下滑; 另一方面在于光伏减反膜为保证回款情况而对出货有所控制, 同时盈利能力相对较低。
- **2012 年净利润率仅 6.6%, ROE 为 5.1%, 或为未来两三年历史底部。**公司两大业务彩晶与减反膜因受行业景气度与市场竞争影响, 12 年盈利均出现下滑。分开看, 彩晶量价同时下跌, 目前已降到 30% 以下的毛利率, 未来成长性将明显减弱; 减反膜在过去两年大幅扩张后却遇上光伏行业景气快速变差, 12 年虽然销量仍有明显增长(估计在 1000 万 m² 左右, 增幅超过 50%), 但盈利能力下滑使得利润增长不明显。中期来看, 我们认为 12 年这种低利润率难以维持。在经济有望逐步复苏的情况下, 公司盈利有望触底回升缓慢上行。
- **13 年家电镀膜玻璃是重点发展产品。**公司彩晶玻璃与普通的层架玻璃未来将不再扩张, 但光伏减反膜需求在仍有增长的情况下 13 年销量预计仍将稳步提高(我们估计在 20-30%)。而公司目前重要的关注点在于新产品家电镀膜玻璃, 主要用于家电触摸屏、电子秤、酒柜等领域。东莞 60 万 m² 将于 3 月投产, 本部也有 30 万 m² 的产能。从目前市场看, 今年需求有望逐步放量, 且毛利率初步估计可达 30% 左右。若市场开拓顺利, 家电镀膜玻璃等相关的产品有望成为公司未来投资的方向, 逐步减弱彩晶玻璃的主导地位。
- **投资建议:** 12 年是彩晶与光伏总体较弱的一年。预计 13 年总体盈利有望缓慢上行, 新产品将成为中期能否稳步成长的关键。预计 12-14 年 EPS 为 0.28、0.33 与 0.44 元, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 新产品家电镀膜玻璃进展慢于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	796	787	913	1052
收入同比(%)	26%	-1%	16%	15%
归属母公司净利润	98	52	62	82
净利润同比(%)	64%	-47%	20%	32%
毛利率(%)	29.8%	23.0%	22.5%	23.4%
ROE(%)	9.6%	5.0%	5.7%	7.0%
每股收益(元)	0.52	0.28	0.33	0.44
P/E	15.38	29.12	24.21	18.30
P/B	1.48	1.46	1.37	1.28
EV/EBITDA	7	12	10	7

资料来源: 中投证券研究所

一、公司运营情况

图 1 公司年度经营情况

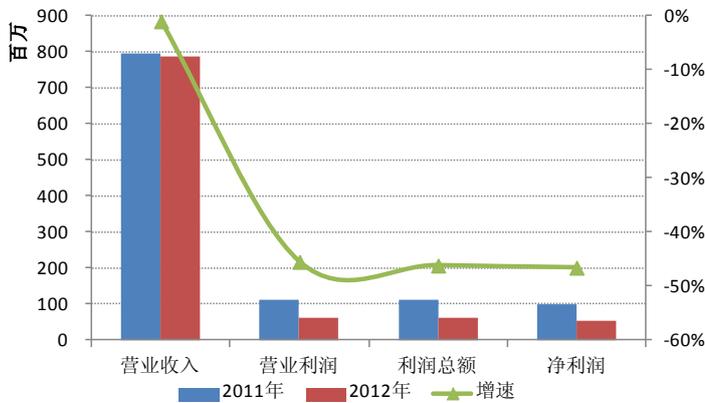
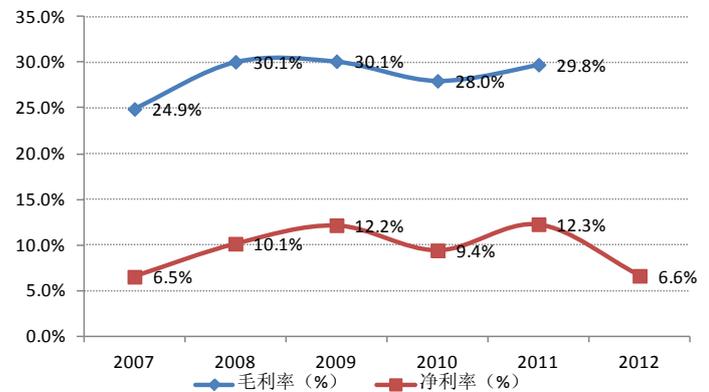


图 2 公司历年利润率



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

	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
收入 (亿元)	1.72	1.88	1.63	1.80	2.18	2.24	1.74	1.98	2.49	1.74	1.67
环比增速	58.5%	9.2%	-13.5%	10.5%	21.2%	2.6%	-22.4%	13.8%	25.9%	-30.3%	-3.6%
毛利率	27.2%	30.1%	30.8%	29.5%	32.2%	31.8%	24.4%	27.0%	21.1%	23.0%	-
费用率	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)	0.18	0.26	0.12	0.22	0.29	0.38	0.08	0.25	0.1177	0.1347	0.0195
环比增速	410.1%	41.5%	-51.5%	79.2%	29.4%	33.4%	-77.8%	194.2%	-52.9%	14.5%	-85.5%
净利率	10.5%	13.6%	7.6%	12.3%	13.2%	17.1%	4.9%	12.6%	4.7%	7.8%	1.2%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、公司产能情况

表 2 秀强股份公司产能情况

生产线	地点	产能 (万㎡)	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 投产 60 万平米
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	未投产
晶硅电池封装玻璃	江苏	600	-	2011 年底前
		1000	9336	2012 年上半年
家电镀膜玻璃	江苏	30	4,496	2013 年上半年
	东莞	60	-	2013 年 3 月

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、盈利预测

表 3 公司盈利预测

	2011	2012E	2013E	2014E
彩晶玻璃				
产能 (万 m ²)	280		340	430
销量 (万 m ²)	249		190	230
占比	88.9%		55.9%	53.5%
税后价格 (元/m ²)	125		115	98
营业收入(万元)	31051.3		21850.0	21000.0
增长率 (%)	25.3%		-29.6%	-3.9%
营业成本 (万元)	17828.3		15513.5	15120.0
毛利率 (%)	42.6%		29.0%	28.0%
晶硅太阳能电池封装玻璃				
产能 (万 m ²)	600		1600	2000
销量 (万 m ²)	588		1020	1300
价格 (元/m ²)	38		33	35
营业收入(万元)	22542.0		33864.0	40000.0
营业成本 (万元)	17914.3		27700.8	32960.0
毛利率 (%)	20.5%		18.2%	17.6%
建筑玻璃				
产能 (万 m ²)	35		35	35
销量 (万 m ²)	30		30	32
价格 (元/m ²)	91		81	80
营业收入(万元)	2722.5		2430.0	2400.0
营业成本 (万元)	2082.3		1871.1	1848.0
毛利率 (%)	23.5%		23.0%	23.0%
家电层架与注塑玻璃				
产能 (万 m ²)	400		460	460
销量 (万 m ²)	221		180	210
价格 (元/m ²)	61		61	60
营业收入(万元)	13558.7		10980.0	11400.0
营业成本 (万元)	11209.2		8893.8	9120.0
毛利率 (%)	17.3%		19.0%	20.0%
家电盖板玻璃				
产能 (万 m ²)	300		360	360
销量 (万 m ²)	231		225	280

价格 (元/m ²)	38	39	39	39
营业收入(万元)	8811.7	8775.0	10140.0	10920.0
营业成本 (万元)	6320.6	6318.0	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)		0	30	30
销量 (万 m ²)		0	13	22
价格 (元/m ²)		0	250	250
营业收入(万元)		0	3250	5500
营业成本 (万元)		0	2308	3850
毛利率 (%)		0.0%	29.0%	30.0%

家电导电玻璃 (东莞)

产能 (万 m ²)			60	60
销量 (万 m ²)			30	60
价格 (元/m ²)			80	80
营业收入(万元)			2400	4800
营业成本 (万元)			1680	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	78679.0	91290.0	105220.0
总营业成本 (万元)	55888.0	60607.2	70734.9	80550.2
毛利率 (%)	29.8%	23.0%	22.5%	23.4%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、投资建议

我们预计 12-14 年收入将从 7.87 亿元增至 10.5 亿元, EPS 分别为 0.28、0.33、0.44 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	954	972	964
现金	548	477	373	277
应收账款	172	181	219	242
其他应收款	20	20	23	26
预付账款	83	79	92	105
存货	71	79	127	145
其他流动资产	115	119	137	169
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	1294	1382	1529
流动负债	244	241	274	339
短期借款	89	100	120	150
应付账款	72	73	71	97
其他流动负债	83	69	83	92
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	263	290	355
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	202	264	347
归属母公司股东权益	1016	1030	1092	1175
负债和股东权益	1283	1294	1382	1529

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	44	64	-16	80
净利润	98	52	62	82
折旧摊销	22	23	31	44
财务费用	7	4	5	7
投资损失	0	2	2	0
营运资金变动	-86	-8	-109	-53
其他经营现金流	4	-9	-8	0
投资活动现金流	-160	-92	-102	-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	-2	-2	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	-71	-103	-97

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	796	787	913	1052
营业成本	559	606	707	806
营业税金及附加	6	4	5	5
营业费用	44	42	48	55
管理费用	64	63	71	82
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	-2	-2	0
营业利润	113	62	72	95
营业外收入	5	3	6	7
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	114	61	74	98
所得税	16	10	12	16
净利润	98	52	62	82
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	98	52	62	82
EBITDA	142	89	108	146
EPS (元)	1.05	0.28	0.33	0.44

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	25.9%	-1.1%	16.0%	15.3%
营业利润	71.0%	-44.9%	15.2%	31.8%
归属于母公司净利润	64.1%	-47.2%	20.3%	32.3%
获利能力				
毛利率	29.8%	23.0%	22.5%	23.4%
净利率	12.3%	6.6%	6.8%	7.8%
ROE	9.6%	5.0%	5.7%	7.0%
ROIC	17.9%	8.3%	7.6%	8.1%
偿债能力				
资产负债率	20.8%	20.4%	21.0%	23.2%
净负债比率	37.18	37.95%	41.41	42.28%
流动比率	4.12	3.95	3.55	2.84
速动比率	3.83	3.62	3.08	2.41
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.61	0.68	0.72
应收账款周转率	5	4	5	5
应付账款周转率	9.03	8.36	9.86	9.62
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.28	0.33	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.34	-0.09	0.43
每股净资产(最新摊薄)	5.44	5.52	5.85	6.29
估值比率				
P/E	15.38	29.12	24.21	18.30
P/B	1.48	1.46	1.37	1.28
EV/EBITDA	7	12	10	7

相关报告

报告日期	报告标题
2013-01-27	秀强股份 - 主产品下滑超预期, 关注家电镀膜玻璃
2012-11-20	秀强股份 - 家电镀膜玻璃将是公司发展方向
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

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