

其他白色家电

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

秀强股份

300160

推荐

传统业务景气下行, 开拓镀膜与触摸屏玻璃

公司12年实现收入7.88亿元, 同比降1.0%; 营业利润6032万元, 同比下降46.74%; 归属于上市公司净利润5109万元, 同比下降47.68%。对应EPS为0.28元, 拟10股派0.5元(含税)。

投资要点:

➤ **12年需求下降与竞争加剧, 利润降47.7%; 预计13年盈利将缓慢上行。**公司业务集中于家电与光伏玻璃, 12年彩晶玻璃竞争加剧, 销量与盈利均出现下滑; 而光伏行业不景气导致减反膜量增不抵价跌, 总盈利小幅下跌。两大主产品同时面临压力导致12年毛利与净利率下跌至23.3%与6.5%, ROE4.99%同样创下历史新低。12年或成为近几年的盈利底部。预计13年国内经济缓慢复苏, 且公司将开拓新产品, 盈利有望逐步上行, 呈现前低后高走势。

➤ **转型光伏玻璃过程受阻, 减反膜利润占比23.6%, 低于年中的37%。**公司过去两年试图通过减反膜实现由家电玻璃向光伏玻璃的转型, 但恰逢光伏行业双反等带来的行业不景气。12年虽然减反膜销量增长68%至987万平米, 但量增不抵下跌, 毛利率由11年的20.5%降至目前的13.95, 成为盈利最低的产品。12年上半年减反膜曾为公司第一大产品, 毛利占比达37%; 但下半年价格再降使得占比仅23.6%。目前光伏行业短期难以明显上行, 减反膜盈利也将受限。为此公司围绕玻璃深加工方向, 试图向镀膜玻璃与电子玻璃拓展, 寻求新增长点。

➤ **家电镀膜与触摸屏盖板玻璃为13年新增投资点, 或成为未来转型方向。**公司原有业务未来将提供稳定现金流, 不再扩张; 而将扩张镀膜玻璃与电子玻璃。本部30万平米与东莞60万平米家电镀膜线已于13年一季度投产, 同时公司将投资1200万元建成2万片/天的电容触摸屏盖板玻璃生产线, 全年将增至4万片/天的产能。目前触摸屏行业景气度高, 也带动了后端钢化加工行业的发展, 若公司生产与市场开拓顺利, 镀膜玻璃与电子玻璃有望成为未来几年公司主要的扩张方向。

➤ **应收账款增长明显, 负债率维持低位。**由于光伏行业不景气部分客户延期支付, 12年应收账款增加41%至2.43亿元, 占收入30%, 值得关注。而经营性现金流0.5亿元, 负债率维持20%左右, 情况相对良好。

➤ **投资建议: 家电镀膜玻璃与触摸屏电子玻璃将成为13年公司增长的关键。**预计13-15年EPS分别为0.35、0.43与0.51元, 维持“推荐”评级

风险提示: 家电与光伏玻璃再降价, 触摸屏玻璃量产慢于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	788	959	1167	1390
收入同比(%)	-1%	22%	22%	19%
归属母公司净利润	51	65	80	96
净利润同比(%)	-48%	26%	25%	19%
毛利率(%)	23.3%	23.4%	24.0%	24.3%
ROE(%)	5.0%	5.9%	6.8%	7.5%
每股收益(元)	0.27	0.35	0.43	0.51
P/E	26.73	21.15	16.97	14.28
P/B	1.33	1.25	1.16	1.07
EV/EBITDA	14	11	8	6

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 9.00元

当前股价: 7.16元

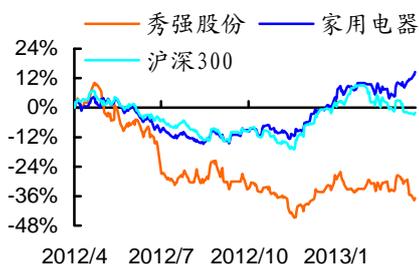
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2225.78
总股本(百万)	187
流通股本(百万)	68
流通市值(亿)	5
EPS	0.27
每股净资产(元)	5.51
资产负债率	21.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
秀强股份	-9.94%	-17.32%	-9.94%
家用电器	6.64%	14.03%	26.17%
沪深300	-4.51%	-1.45%	7.30%



相关报告

一、12年盈利创新低，13年或逐步上行

1.1 家电与光伏行业竞争加剧，利润率创下历史新低

公司 2012 年实现收入 7.88 亿元，同比下降 1.0%；归属上市公司净利润 5109 万元，同比降 47.7%。

12 年是国内经济形势较差的一年，而制造业企业多受到需求放缓的明显影响。公司家电玻璃与光伏玻璃两大主产品同时面临压力，盈利大幅下行。

11 年家电玻璃受益于玻璃成本的大幅下降，而这在 12 年已不持续。家电玻璃特别是彩晶玻璃过去盈利非常高，这吸引了大量产业资本进入，12 年竞争加剧使得公司彩晶玻璃销量与盈利均出现明显下滑。而家电层架与盖板国内竞争也较大，公司通过加大出口来拓展市场。光伏玻璃受到整体光伏行业不景气的影响，且下游组件商压价明显，虽然销量明显增加，但盈利能力持续超预期下滑。

两大主产品的同时下行导致公司 12 年毛利率仅达到 23.3%，较 11 年的 29.8%下降了 6.5 个百分点，这是自公司有公开数据以来即 2007 年以来的历史最低点。而 11 年的净利润 6.5%与 ROE4.99%也创下历史新低。

从中期来看，这种低盈利不可持续；国内经济缓慢复苏的迹象已经显现，我们认为 12 年或为未来两三年的历史低点。目前公司正在努力拓展新业务，包括家电镀膜玻璃与电子用触摸屏玻璃加工业务，预计 13 年整体盈利将逐步上行。

图 1 公司年度经营情况

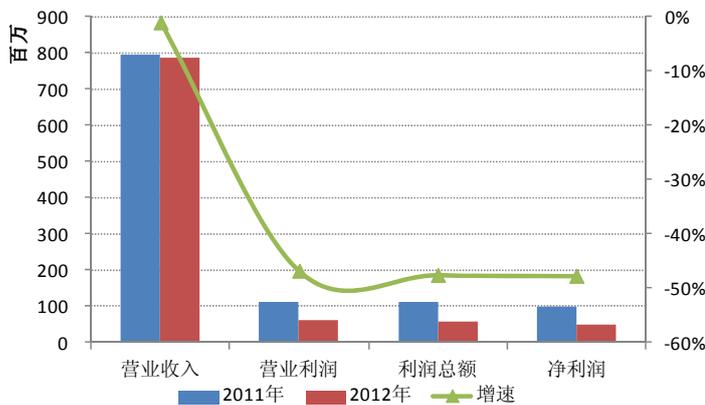
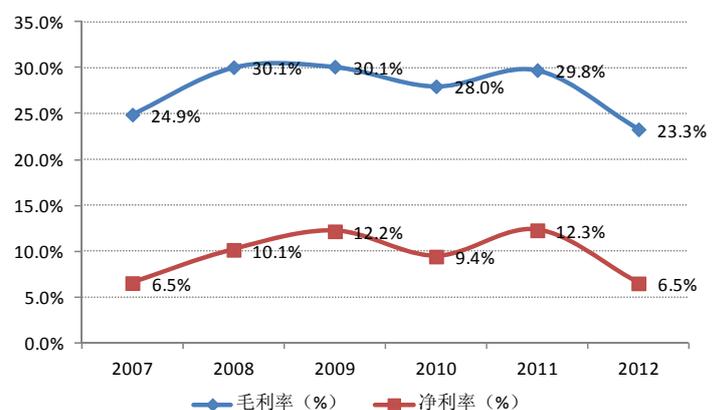


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 12年前高后低，四季度净利润仅 87 万元

从 12 年半年度的数据来看，下半年毛利与净利率为 22.8%与 4.2%，明显低于上半年的 23.7%与 8.2%；这说明下半年公司面临的压力更大。

从单季度来看，四季度是家电玻璃的相对淡季。12 年四季度收入 1.67 亿元，环比降 3.6%；但毛利率下降与费用率上行明显，导致净利润仅 87 万元，

环比下滑 93.6%，同比下滑 89.8%。同样说明 12 年相异于往年来说情况更为严峻。

13 年一季度，公司预告净利润约 1600-1900 万元，同比下降 24-36%，基本符合我们的判断。12 年前高后低的走势在 13 年有望得到改变，我们认为 13 年总体经济将缓慢复苏，而公司新增加的家电镀膜与触摸屏玻璃有望在下半年逐步放量，预计 13 年将呈现前低后高走势。

表 1 公司季度经营情况

	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
收入（亿元）	1.88	1.63	1.80	2.18	2.24	1.74	1.98	2.49	1.74	1.67
环比增速	9.2%	-13.5%	10.5%	21.2%	2.6%	-22.4%	13.8%	25.9%	-30.3%	-3.6%
毛利率	30.1%	30.8%	29.5%	32.2%	31.8%	24.4%	27.0%	21.1%	23.0%	22.5%
费用率	14.0%	24.1%	13.4%	14.7%	11.0%	19.5%	9.9%	13.5%	14.7%	18.8%
归属股东净利润（亿元）	0.26	0.12	0.22	0.29	0.38	0.08	0.25	0.1177	0.1347	0.0087
环比增速	41.5%	-51.5%	79.2%	29.4%	33.4%	-77.8%	194.2%	-52.9%	14.5%	-93.6%
净利率	13.6%	7.6%	12.3%	13.2%	17.1%	4.9%	12.6%	4.7%	7.8%	0.5%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、转型光伏道路不畅，减反膜利润占比仅 24%

2.1 公司减反膜利润贡献 24%，低于上半年的 37.1%

公司早期主要业务均围绕家电玻璃，从早期以层架玻璃为主到过去两年以彩晶玻璃为主。自 09 年开始公司进入光伏领域，开拓的减反膜放量明显，并于 12 年上半年成为第一大产品；但下半年超预期下行，目前利润占比仅 24%。家电玻璃依然为公司最主要的利润来源，转型光伏领域过程受阻。

由于 12 年年报公司未具体披露各种家电玻璃的业绩情况，我们仅作大致分析：家电玻璃中盈利最高的为彩晶玻璃，但高盈利吸引同行进行导致竞争加剧，价格与销量下滑在 12 年体现得尤为明显。12 年彩晶估计出货量少于 200 万平米（11 年为 250 万平米），而毛利率应该已降至 30% 以下。从家电玻璃总体来看，12 年在收入与毛利中占比分别为 58.1% 与 74.6%，该比例为近五年的低点。公司目前尝试接收部分低端的订单以促进销量，不过毛利率仍有面临下滑的可能。需求受限也使得公司暂停四川基地的进一步建设，目前四川仅 60 万平米的产能。

减反膜 12 年销量为 987 万平米，较 11 年的 588 万平米上升了 67.87%。但光伏行业不景气导致单价快速下行，总体毛利率基本稳定。目前减反膜在收入与毛利中占比为 39.6% 与 23.6%，这明显低于 12 年上半年的 48.9% 与 37.1%，说明下半年减反膜盈利下滑明显。公司 12 年产能达到 1200 万平米，预计 13 年将能够达到 1500 万平米以上，同时公司通过技改试图降低成本。随着国内光伏市场相关政策出台，我们估计公司 13 年减反膜销量仍将实现增长，而盈利已处低位，下降空间不大。

随着两大主产品低于预期的表现，公司开始寻求新的增长点，包括家电镀膜玻璃、隔热玻璃以及年报中新披露的触摸屏玻璃。可以看出，公司未来增长

点仍紧密围绕玻璃深加工进入，而新产品往往具体更高的景气度与盈利。若今年新产品能够逐步放量，将为公司未来增长提供新的动力。

图 3 公司各业务营业收入占比

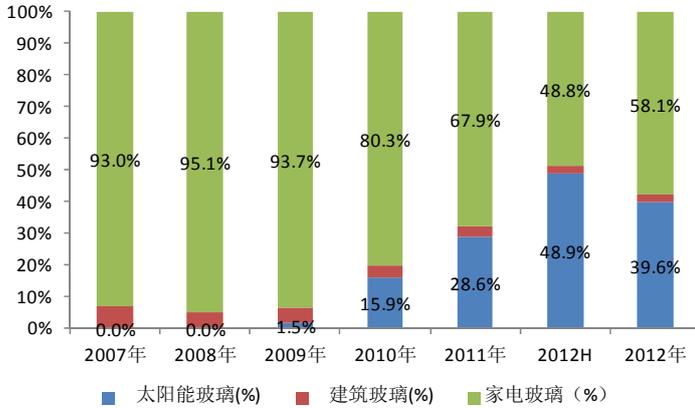
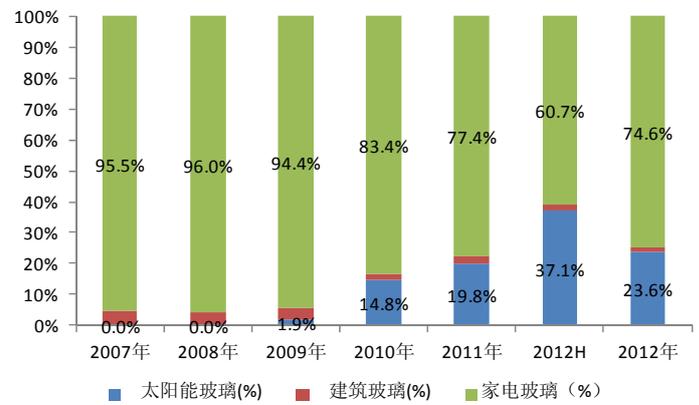


图 4 公司各业务营业利润占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.2 减反膜利润率降至 13.9%，为盈利最低产品

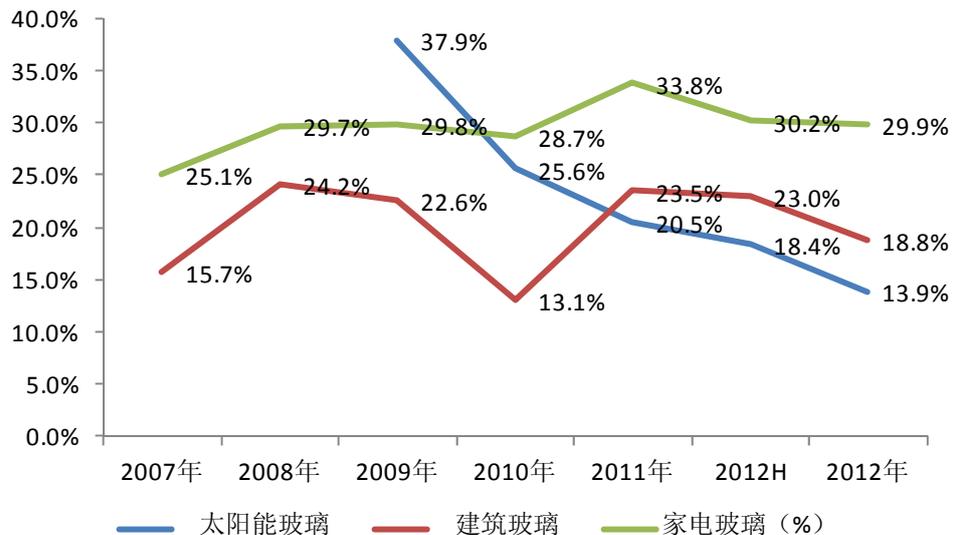
2012 年各主要产品因需求疲软与竞争加剧，盈利处下行通道。

从家电玻璃总体来看，12 年毛利率 29.9%，低于 11 年的 33.8%，主要是彩晶明显拖累。预计 13 年彩晶毛利率仍可能下行，但新产品家电镀膜玻璃或能够提供一定的支撑。

减反膜毛利率仅 13.9%，而 11 年与 12 年上半年分别为 20.5%与 18.4%，说明盈利下滑主要体现在下半年。预计 13 年减反膜利润率再下行可能性不大。

13 年的关注点在于新推出的家电镀膜玻璃与触摸屏盖板玻璃。预计公司总体的毛利率会略有上升。

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、家电镀膜与触摸屏盖板玻璃为新投资点

公司原有产品家电玻璃（彩晶、盖板、层架）将不再扩张；而减反膜目前生产线在 13 年全部达产后预计短期内也不再增加产能。

从目前公司战略上看，传统业务将以提供稳定的现金流为主；未来的拓展点将集中于家电镀膜玻璃与电子领域的触摸屏盖板玻璃。其中，本部 30 万平米与东莞 60 万平米的家电镀膜玻璃今年一季度已基本投产，预计产品毛利率在 30% 以上。

值得关注的是本次年报中新增加的电容触摸屏盖板玻璃生产线，目前触摸屏市场增长快速，从而带动后端的钢化加工；公司上半年计划投资 1200 万元建成 2 万片的日产能，全年达到 4 万片的产能。电子玻璃领域目前景气度高，若该产品放量明显，有望提升公司盈利。

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
家电玻璃	江苏	130		上市前
		150	4000	2011 年 1 月
	四川	150	4000	2012 投产 60 万平米, 其它暂停
	江苏	400		上市前
		300		上市前
	四川	120	1000	未投产
	江苏	30	4,496	2013 年上半年
东莞	60	1,234	2013 年 3 月	
光伏玻璃	江苏	600		2011 年底
		1000	9336	2012 年中期逐步投产
电子玻璃	东莞	2 万片/天	1200	2013 年

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、应收账款上升明显，负债率较低

公司 12 年存货周转率由 6.9% 上升至 8.2%，但应收账款周期率由 5.1 降到 3.8，主要与光伏行业不景气部分客户延长付款期相关。12 年公司应收账款 2.43 亿元，同比增长 41%，占总收入的 30%，值得关注。

公司经营性现金流为 0.5 亿元，同期资本开支 0.7 亿元，存在 0.2 亿元的现金缺口。而资产负债率为 20.4%，保持在较低水平。

表 3 公司运营情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
营运能力						
存货周转率(次)	13.1	6.9	6.6	6.9	6.9	8.2
应收账款周转率(次)	10.9	6.7	5.2	5.5	5.1	3.8
资金状况						

资产负债率(%)	71.2	55.7	54.9	63.2	20.8	20.4
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	10.3
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	(48.4)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测

表 4 公司盈利预测

家电玻璃（彩晶、层架、盖板）	2012	2013E	2014E	2015E
产能（万m ² ）	1160	1160	1160	1160
销量（万m ² ）	631	665	710	740
价格（元/m ² ）	71	70	71	72
营业收入(万元)	44789	46550	50410	53280
营业成本（万元）	31397	33051	35791	37829
毛利率（%）	29.9%	29.0%	29.0%	29.0%
晶体硅太阳能电池封装玻璃				
产能（万m ² ）	1600	2000	2000	2000
销量（万m ² ）	987	1200	1400	1700
价格（元/m ² ）	31	32	33	33
营业收入(万元)	30560.6	38400.0	46200.0	56100.0
营业成本（万元）	26319.5	32640.0	39039.0	47124.0
毛利率（%）	13.9%	15.0%	15.5%	16.0%
建筑玻璃				
产能（万m ² ）	35	35	35	35
销量（万m ² ）	16	20	22	24
价格（元/m ² ）	110	115	117	118
营业收入(万元)	1757.4	2300.0	2574.0	2832.0
营业成本（万元）	1427.1	1840.0	2059.2	2237.3
毛利率（%）	18.8%	20.0%	20.0%	21.0%
家电镀膜玻璃				
产能（万m ² ）	0	30	30	30
销量（万m ² ）	0	13	22	35
价格（元/m ² ）	0	250	250	240
营业收入(万元)	0	3250	5500	8400
营业成本（万元）	0	2308	3850	5880
毛利率（%）	0.0%	29.0%	30.0%	30.0%

家电导电玻璃（东莞）				
产能（万m ² ）		60	60	90
销量（万m ² ）		30	50	80
价格（元/m ² ）		80	80	80
营业收入(万元)		2400	4000	6400
营业成本（万元）		1680	2760	4416
毛利率（%）		30.00%	31.00%	31.00%
触摸屏盖板玻璃				
产能（万片/天）		2	4	4
销量（万片/年）		300	1000	1500
价格（元/片）		10	8	8
营业收入(万元)		3000	8000	12000
营业成本（万元）		1950	5200	7800
毛利率（%）		35.00%	35.00%	35.00%
非主营业务				
收入（万元）	1654.7	1800.0	2000.0	2200.0
成本（万元）	1266.8	1350.0	1400.0	1600.0
总营业收入（万元）	78762.0	95900.0	116684.0	139012.0
总营业成本（万元）	60410.5	73468.0	88699.3	105286.1
毛利率（%）	23.3%	23.4%	24.0%	24.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：推荐

我们预计公司 13-15 年 EPS 分别为 0.35、0.43 与 0.51 元，维持“推荐”评级

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	889	1005	1261	1488	营业收入	788	959	1167	1390
现金	364	400	500	600	营业成本	604	735	887	1053
应收账款	243	269	315	348	营业税金及附加	5	6	7	8
其他应收款	23	24	29	35	营业费用	40	48	59	70
预付账款	100	118	133	158	管理费用	78	92	111	128
存货	76	96	160	190	财务费用	-7	5	13	26
其他流动资产	83	100	124	159	资产减值损失	6	3	3	3
非流动资产	412	474	536	685	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	0	0	0	投资净收益	-2	-2	-2	0
固定资产	251	333	400	502	营业利润	60	68	85	102
无形资产	23	23	23	23	营业外收入	4	11	14	16
其他非流动资产	130	118	113	160	营业外支出	4	4	5	6
资产总计	1301	1479	1797	2174	利润总额	60	75	94	112
流动负债	237	351	601	881	所得税	9	11	14	16
短期借款	80	151	373	614	净利润	51	65	80	96
应付账款	61	83	99	116	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	96	117	128	151	归属母公司净利润	51	65	80	96
非流动负债	28	28	16	16	EBITDA	79	102	137	179
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.27	0.35	0.43	0.51
其他非流动负债	28	28	16	16					
负债合计	265	379	616	897					
少数股东权益	6	6	6	6	主要财务比率				
股本	187	187	187	187	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	641	641	641	641	成长能力				
留存收益	202	266	347	443	营业收入	-1.0%	21.8%	21.7%	19.1%
归属母公司股东权益	1030	1094	1175	1271	营业利润	-46.7%	13.4%	24.2%	19.6%
负债和股东权益	1301	1479	1797	2174	归属于母公司净利润	-47.7%	26.4%	24.6%	18.8%
					获利能力				
					毛利率(%)	23.3%	23.4%	24.0%	24.3%
					净利率(%)	6.5%	6.7%	6.9%	6.9%
					ROE(%)	5.0%	5.9%	6.8%	7.5%
					ROIC(%)	5.9%	7.1%	7.9%	8.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	20.4%	25.6%	34.3%	41.3%
					净负债比率(%)	30.16	39.77%	60.60	68.48%
					流动比率	3.75	2.87	2.10	1.69
					速动比率	3.43	2.59	1.83	1.47
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.69	0.71	0.70
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	9.04	10.19	9.75	9.77
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.27	0.35	0.43	0.51
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.35	-0.04	0.46
					每股净资产(最新摊薄)	5.51	5.86	6.29	6.80
					估值比率				
					P/E	26.73	21.15	16.97	14.28
					P/B	1.33	1.25	1.16	1.07
					EV/EBITDA	14	11	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
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