

“玻璃+幼教”双轮驱动，业绩表现亮眼

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2017年上半年实现营业收入7.2亿元, 同比增长18.9%, 归母净利润1.1亿元, 同比大幅增长57.3%, 扣非后归母净利润1.1亿元, 同比大幅增长56.1%。
- **“玻璃”+“幼教”双轮驱动助推业绩稳健增长。** 公司聚焦玻璃深加工和教育两大主营业务, 双轮驱动推动公司营收实现同比18.93%的增长。其中玻璃深加工业务实现营收6.4亿元, 同比增长14.51%, 为公司贡献了89%的业绩; 教育产业实现营收0.64亿元, 同比大幅增长545.02%, 发展潜力巨大, 将会是公司业绩的有力补充。报告期内, 公司毛利率增加5.33pp到34.44%, 主要是公司增加了高附加值的玻璃产品产销比例, 使得报告期内家电玻璃产品毛利达到33.71% (+6.61pp)。期间费用率小幅下降0.15pp, 较为稳定。
- **多维发力, 打造领先学前教育品牌。** 公司积极实施并购整合与外延式扩张的发展战略, 先后并购全人教育、培基教育、苏州童梦等优质线下资源, 并加强在信息化、人才、装备、内容等方面的服务能力整合, 有利于打造学前教育品牌。
 - 1) **线下扩张直营幼儿园版图。** 报告期内, 公司新收购幼儿园4所, 签订转让协议幼儿园9所; 签约新建了2家幼儿园; 筹建15个“托幼之家”项目; 选定6所幼儿园进行示范幼儿园的项目建设, 教育版图进一步扩大。
 - 2) **线上强化“秀强家园”功能。** 秀强家园APP是公司教育信息化品牌, 主要用于幼儿园信息化教务管理。软件方面, 公司进行迭代研发、引入“缴费”功能提高客户体验; 硬件方面, 采购更为智能化的设备, 以提升产品竞争力。
 - 3) **教师培训体系输送专业人才。** 公司联合徐州幼儿师范高等专科学校, 打造了全面的人才孵化系统和完整的幼儿教师培训体系, 为公司的幼儿园的扩张及持续发展奠定良好的师资基础。报告期内, 公司共有127名教育从业人员参加培训并获得幼儿园园长证书。
 - 4) **内容端研发特色课程体系。** 公司结合“国际元素本土化, 本土元素国际化”的教育理念, 围绕健康、语言、艺术、社会和科学五大领域, 自主研发课程与教材, 能够让孩子接触国内外优秀文化, 丰富教学内容, 提高教学质量。
- **优化产品结构、加大市场开发, 巩固传统业务竞争力。** 公司传统业务是玻璃深

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1147.26	1404.83	1667.30	1972.20
增长率	12.47%	22.45%	18.68%	18.29%
归属母公司净利润(百万元)	119.55	185.82	234.63	293.36
增长率	97.76%	55.44%	26.27%	25.03%
每股收益EPS(元)	0.20	0.31	0.39	0.49
净资产收益率ROE	9.75%	13.52%	15.12%	16.55%
PE	45	29	23	18
PB	4.37	3.89	3.45	3.02

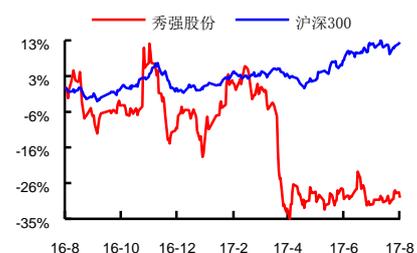
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517030001
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

联系人: 杭爱
电话: 010-57631198
邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.98
流通A股(亿股)	5.87
52周内股价区间(元)	8.26-14.32
总市值(亿元)	53.50
总资产(亿元)	20.73
每股净资产(元)	2.20

相关研究

加工产品的研发、生产和销售，主要产品包括家电玻璃、光伏玻璃和家居玻璃。报告期内，公司不断优化产品结构、加大营销力度，传统业务实现稳步发展



1) 对内，针对国内市场对高端家电玻璃产品的需求，公司加大研发力度，并对不同客户提供个性化服务，扩大了家电玻璃产品市场的占有率（同比增长 13%）并整体提升产品毛利率；

2) 对外，公司不断调整出口结构，积极开拓海外市场，从而占领了更大的海外市场份，报告期内家电玻璃产品出口额为 1.31 亿元，同比增长 33.9%。

- **非公开发行股份，深化一体两翼产业布局。**公司宣布拟非公开发行不超过 1.2 亿股股票，募集不超过 10 亿元资金用于智能玻璃生产线建设项目、“儿童之城”艺体培训中心建设项目、旗舰型幼儿园升级改造等项目等，一方面完善玻璃业务产品结构，增强传统主业盈利能力；另一方面，形成特色幼儿培训体系，与现有业务形成强协同效应，公司整体竞争力得到显著增强。
- **新余祥翼增持股票，形成安全边际。**江苏童梦原股东新余祥翼如约以 11.52 元/股均价（倒挂 26.6%）通过二级市场买入约 542 万股公司股票，相关股票将于购买完成之日起 48 月内分期解禁。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2017-2019 年实现归母净利润 1.9 亿、2.3 亿和 2.9 亿元，年均复合增速达 34.9%，对应 EPS 分别为 0.31 元、0.39 元和 0.49 元。公司“玻璃+幼教”布局逐步成型，玻璃业务产品结构优化、业绩稳定可持续，幼教业务线上线下结合、内生外延并进，我们看好公司未来发展，参考可比公司估值给予公司 2017 年 35 倍 PE，对应目标价为 10.85 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，幼儿园拓展进度不及预期的风险，并购整合不及预期的风险，汇率波动风险。

关键假设：

假设 1：公司持续优化产品结构、加大营销力度，玻璃业务平稳增长，家电玻璃业务毛利率提升至 33%；

假设 2：受益幼教行业发展契机，公司幼教业务实现较快增长，毛利率维持在 60%；

假设 3：全人教育、江苏童梦等顺利实现业绩承诺。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
家电玻璃	收入	864.02	1002.3	1182.7	1395.6
	增速	16.3%	16.0%	18.0%	18.0%
	毛利率	31.22%	33.0%	33.0%	33.0%
光伏玻璃	收入	150.3	157.8	161.0	164.2
	增速	-25.9%	5.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	14.94%	15.0%	15.0%	15.0%
建筑玻璃	收入	10.75	10.9	11.0	11.1
	增速	-17.4%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	29.77%	30.00%	30.00%	30.00%
幼教	收入	61.04	170.9	247.8	334.6
	增速	-	180.0%	45.0%	35.0%
	毛利率	60.21%	60.00%	60.00%	60.00%
其他	收入	61.15	63.0	64.9	66.8
	增速	-0.3%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	23.03%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	1,147.26	1,404.8	1,667.3	1,972.2
	增速	12.47%	22.5%	18.7%	18.3%
	毛利率	30.18%	33.4%	34.6%	35.5%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1147.26	1404.83	1667.30	1972.20	净利润	119.46	185.73	234.50	293.20
营业成本	801.06	935.16	1091.16	1272.95	折旧与摊销	53.72	70.10	70.10	70.10
营业税金及附加	10.62	11.55	14.28	16.67	财务费用	1.73	2.14	2.37	2.32
销售费用	64.38	78.36	93.19	110.16	资产减值损失	-2.31	0.00	0.00	0.00
管理费用	137.62	163.52	196.05	231.12	经营营运资本变动	-1.44	-111.12	-76.77	-100.16
财务费用	1.73	2.14	2.37	2.32	其他	-16.73	0.11	-0.12	0.05
资产减值损失	-2.31	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	154.42	146.96	230.08	265.52
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-218.03	-170.38	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-53.61	41.13	-13.33	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-271.64	-129.25	-13.33	0.00
营业利润	134.16	214.11	270.26	338.98	短期借款	129.58	20.29	-130.71	-129.16
其他非经营损益	5.72	2.37	3.48	3.11	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	139.88	216.47	273.74	342.09	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	20.42	30.74	39.24	48.88	支付股利	-18.68	-36.94	-57.42	-72.51
净利润	119.46	185.73	234.50	293.20	其他	-12.22	-2.14	-2.37	-2.32
少数股东损益	-0.09	-0.09	-0.13	-0.16	筹资活动现金流净额	98.68	-18.79	-190.50	-203.99
归属母公司股东净利润	119.55	185.82	234.63	293.36	现金流量净额	-18.53	-1.08	26.25	61.53
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	141.56	140.48	166.73	228.26	成长能力				
应收和预付款项	411.55	563.10	650.26	770.98	销售收入增长率	12.47%	22.45%	18.68%	18.29%
存货	112.31	131.16	153.33	178.98	营业利润增长率	80.93%	59.59%	26.22%	25.43%
其他流动资产	33.67	29.10	38.79	44.21	净利润增长率	97.62%	55.47%	26.26%	25.03%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	63.83%	51.02%	19.69%	20.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	491.81	426.63	361.45	296.27	毛利率	30.18%	33.43%	34.56%	35.45%
无形资产和开发支出	262.11	428.36	424.24	420.11	三费率	17.76%	17.37%	17.49%	17.42%
其他非流动资产	261.07	220.28	232.81	232.01	净利率	10.41%	13.22%	14.06%	14.87%
资产总计	1714.09	1939.11	2027.61	2170.83	ROE	9.75%	13.52%	15.12%	16.55%
短期借款	239.58	259.88	129.16	0.00	ROA	6.97%	9.58%	11.57%	13.51%
应付和预收款项	174.36	221.11	255.16	298.02	ROIC	10.86%	14.25%	16.24%	19.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.53%	20.38%	20.56%	20.86%
其他负债	75.37	84.58	92.65	101.47	营运能力				
负债合计	489.32	565.56	476.98	399.50	总资产周转率	0.71	0.77	0.84	0.94
股本	597.76	597.76	597.76	597.76	固定资产周转率	2.34	3.07	4.24	6.02
资本公积	230.21	230.21	230.21	230.21	应收账款周转率	4.43	5.09	4.86	4.91
留存收益	399.38	548.25	725.47	946.32	存货周转率	7.26	7.62	7.62	7.62
归属母公司股东权益	1227.35	1376.23	1553.44	1774.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.39%	—	—	—
少数股东权益	-2.58	-2.67	-2.81	-2.97	资本结构				
股东权益合计	1224.77	1373.55	1550.63	1771.33	资产负债率	28.55%	29.17%	23.52%	18.40%
负债和股东权益合计	1714.09	1939.11	2027.61	2170.83	带息债务/总负债	48.96%	45.95%	27.08%	0.00%
					流动比率	1.58	1.66	2.34	3.46
					速动比率	1.32	1.41	1.99	2.95
					股利支付率	15.63%	19.88%	24.47%	24.72%
					每股指标				
					每股收益	0.20	0.31	0.39	0.49
					每股净资产	2.05	2.30	2.59	2.96
					每股经营现金	0.26	0.25	0.38	0.44
					每股股利	0.03	0.06	0.10	0.12
业绩和估值指标									
EBITDA	189.61	286.35	342.73	411.41					
PE	44.75	28.79	22.80	18.24					
PB	4.37	3.89	3.45	3.02					
PS	4.66	3.81	3.21	2.71					
EV/EBITDA	27.40	18.36	14.84	11.90					
股息率	0.35%	0.69%	1.07%	1.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn