

2009 年 08 月 26 日

 上市定价(人民币) : 25.93-30.73 元
 目标价格(人民币) : 38.92-41.70 元

长期竞争力评级 : 高于行业均值
市场数据(人民币)

发行价(元)	27.80
发行 A 股数量(百万股)	16.80
总股本(百万股)	83.60
国金白色家电指数	9254.13
沪深 300 指数	3109.83
中小板指数	4359.00



禾盛新材 (002290.SZ)

——三重驱动力将带来三年左右的快速增长
公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.691	0.700	1.063	1.038	1.537	1.755
净利润增长率	N/A	153.61%	51.91%	30.30%	48.10%	14.20%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	21.72	46.92	20.19	20.19	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.6	20.6	N/A	N/A
净资产收益率	37.14%	30.94%	31.97%	10.42%	14.33%	14.68%
每股净资产(元)	1.86	2.26	3.33	9.96	10.73	11.95
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	N/A	16.80	16.80	16.80
总股本(百万股)	25.00	62.60	62.60	83.60	83.60	83.60

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 禾盛新材是我国最早的、专业从事家电用外观部件复合材料生产和销售的企业之一，目前约占该领域国内市场 20% 的份额，仅次于海尔特钢，为该领域国内领导企业之一。
- 我们认为三重驱动力将为公司带来三年左右的快速成长：
 - ◆ 驱动力之一：PCM、VCM 复合材料替代性应用的进一步普及，从目前的 12% 左右提高到 2011 年的 25% 左右。
 - ◆ 驱动力之二：客户壁垒和新市场开发带来客户数量的不断增加。客户壁垒主要体现在产品认证和客户关系上，能够帮助公司维护现有的业务和市场份额。新市场开发有继续开发国际品牌客户以进入他们的全球采购体系、继续开发国内自有品牌及 OEM 厂商客户、加大海外市场开拓三个主要方向。
 - ◆ 驱动力之三：未来几年我国家电产量总体稳中有升。
- 公司本次公开发行 2100 万股，募投项目有助于解决产能瓶颈，高光膜项目提高公司 VCM 产品的市场竞争力。
- 预计公司 2009-2011 年销售收入分别为 7.47、10.35、13.76 亿元，对应增速 4.8%、38.6%、32.9%；按照发行后总股本计算的全面摊薄 EPS 分别 1.038 元、1.537 元、1.755 元。详细的三张表见报告附表。
- 采用下游客户以家电企业为主的上市公司作为公司的估值参考，并考虑禾盛新材近两三年将快速甚至高速增长，我们认为公司的合理市盈率在 2009 年 25 倍、2010 年 20 倍，合理价格在 25.93-30.73 元之间。禾盛新材的发行价 27.8 元，上市首日开盘价预计在 38.92-41.7 元之间。
- 风险提示：公司所处领域市场竞争加剧、应收账款风险、所得税率风险。

王晓莹

 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

内容目录

禾盛新材：专业的家电外观部件复合材料供应商	4
公司沿革及股权结构	4
定位专注于为家电企业配套以 PCM 和 VCM 为主的外观部件复合材料	4
三重驱动力将为公司带来三年左右的快速成长	6
驱动力之一：PCM、VCM 复合材料替代性应用的进一步普及	6
驱动力之二：客户壁垒和新市场开发带来客户数量的不断增加	7
驱动力之三：未来几年我国家电产量总体稳中有升	9
募投项目分析：解决产能瓶颈，涉足关键原材料	9
募投项目及达产计划	9
产能扩张速度合理	10
高光膜项目提高公司 VCM 产品的市场竞争力	10
公司盈利预测	11
盈利预测关键假设	11
盈利预测结论	13
股票估值和定价	13
风险提示	13
公司所处领域市场竞争加剧的风险	13
应收账款风险	14
所得税率风险	14

图表目录

图表 1：家电用外观部件复合材料的主要应用	4
图表 2：家电用外观部件复合材料企业的市场份额	4
图表 3：禾盛新材发行上市后股权结构及股东说明	4
图表 4：PCM 复合材料示意图	5
图表 5：VCM 复合材料示意图	5
图表 6：公司收入构成为 PCM 和 VCM 产品	5
图表 7：2008 年公司向不同类型客户的销量比重	5
图表 8：家电外观部件应用复合材料的工艺流程与传统工艺的区别	6
图表 9：家电外观部件应用复合材料与传统工艺的性能价格比较	6
图表 10：冰箱复合材料应用比率及增长情况	7
图表 11：2011 年各类家电复合材料应用比率增长预计	7
图表 12：2008 年公司向主要客户的销量及比重	8
图表 13：2009 年 1-6 月公司内销出口金额比重	8
图表 14：公司与冰箱、洗衣机产量份额前十位企业的合作关系	8

图表 15：06 年至今冰箱、洗衣机历年产量增速及 09-11 年预测.....	9
图表 16：公司募投项目及达产计划	10
图表 17：09 年 1-6 月公司 VCM 产品的成本构成.....	10
图表 18：公司产品销量、均价预测的关键假设	11
图表 19：公司主要产品收入及毛利预测.....	12
图表 20：相关公司估值水平.....	13

禾盛新材：专业的家电外观部件复合材料供应商

公司沿革及股权结构

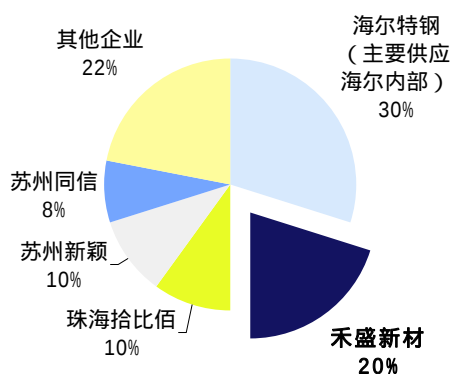
- 禾盛新材成立于 2002 年 11 月，是我国最早的、专业从事家电用外观部件复合材料生产和销售的企业之一，目前约占该领域国内市场 20% 的份额（冰箱用复合材料市场的 25%，洗衣机用复合材料市场的 15%），仅次于海尔特钢，为该领域国内领导企业之一（图表 1、2）。
- ◆ 公司沿革可以追溯到 1998 年，技术出身的公司创始人、现任董事长赵东明了解到国外白色家电的面板制造出现新的替代工艺，在萌芽期进入这一领域，并获得成功。

图表1：家电用外观部件复合材料的主要应用



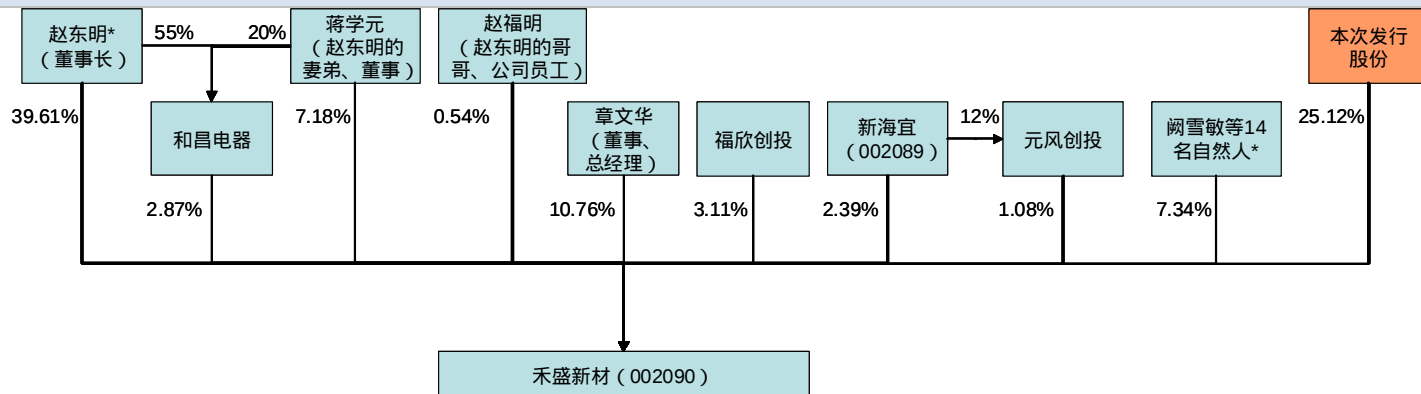
来源：国金证券研究所

图表2：家电用外观部件复合材料企业的市场份额



- 本次公开发行股票前，公司总股本为 6,260 万股；本次上市拟公开发行 2100 万股，发行上市后公司的股权结构及股东说明如下图（图 3）。

图表3：禾盛新材发行上市后股权结构及股东说明



*标注说明：

- 1、赵东明董事长是公司的实际控制人，直接及间接持有公司 41.19% 股权。
- 2、新海宜实际控制人张亦斌是公司自然人股东，持股 0.62%；章文华姐夫沈晓民也是公司自然人股东，持股 1.08%；自然人股东中阙雪敏、沈晓民、黄晓蔚、赵福明、张富军、袁文雄、徐芳、李彬为公司员工。

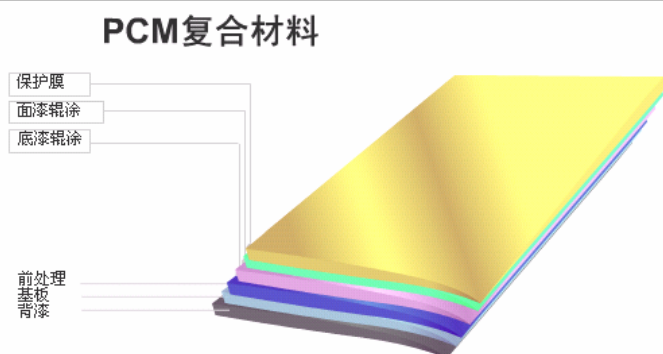
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- ◆ 董事长赵东明是公司的实际控制人，发行上市后，将直接及间接持有公司 41.19% 股权。另外，其妻弟、公司董事蒋学元将直接及间接持有 7.19% 股权，其哥哥、公司员工赵福明将持有 0.54% 股权。
- ◆ 从股权结构中还可以看到公司在上市前已对骨干员工进行了股权激励，公司副总经理、董秘、生产部经理、贸易部经理均为自然人股东。

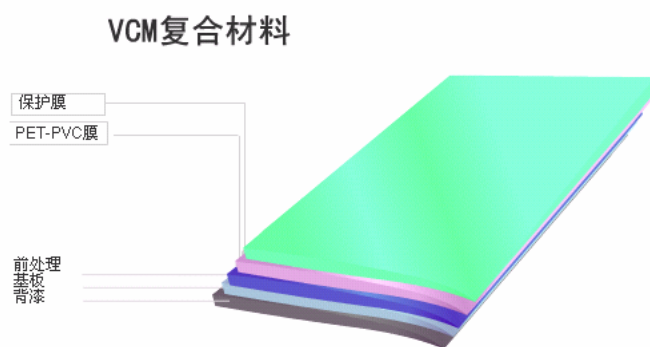
定位专注于为家电企业配套以 PCM 和 VCM 为主的外观部件复合材料

- 公司目前的主要产品为 PCM（Pre-coated metal sheets，预涂板）和 VCM（Polyvinyl chloride coated metal sheets，覆膜板）两大系列（图表 4、5、6），都属于涂层板材的大类。
- ◆ 涂层板材是将冷轧钢板或镀锌钢板，首先进行表面化学预处理（脱脂、清洗、化学转化处理），然后以连续的方法涂上涂料（辊涂）或粘接有机薄膜（PVC 膜等），再经烘烤和冷却而制成的产品。由于这种钢铁产品出厂时已有色彩或花纹，又俗称彩色涂层钢板、彩涂板。
- ◆ 涂层板材是一种复合材料，即钢铁材料与有机材料的复合。因此它兼有两者的优点：既具有钢板的机械强度高、易加工性能，又具有有机材料良好的着色性、成型性、耐蚀性、装饰性。这就使该复合材料制成的产品具有优良的实用性、装饰性、加工性、耐久性。

图表4：PCM 复合材料示意图



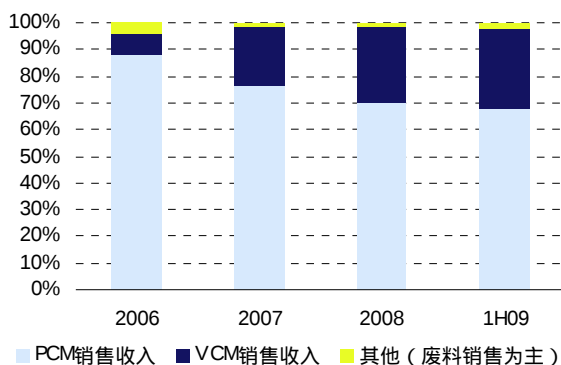
图表5：VCM 复合材料示意图



来源：公司网站，国金证券研究所

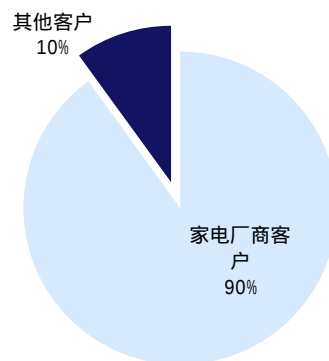
- 涂层板材从上个世纪 50 年代以后被广泛应用于各类工业品的生产，由于在家电产品上的应用要求更高，因此直到上个世纪 70-80 年代才由日本等发达国家开发成功。目前涂层板材可应用于建筑业、家电业、机电产品、交通运输业、办公用品、室内装饰等领域，国内多数涂层板材企业生产的主要是建筑用的产品，但禾盛新材自设立以来一直专注于为家电客户配套各种外观部件材料，以求专业性。2008 年度公司为家电企业供应的家电外观部件材料占总销售量的 90% 左右（图表 7）。
- ◆ 家电用复合材料是涂层板材中品质和性能要求更高的一类。在一方面，与建筑用材相比，家电用材有着严格的外观质量和加工成型要求，对色差、表面平整度等要素尤为严格，从而对生产设备、工艺技术有更高要求。另一方面，不同的家电产品的对材料还有特殊使用要求，如冰箱产品的耐污染性和发泡亲和性、洗衣机外壳的耐洗涤性和耐腐蚀性能，面包机、微波炉、烤箱外壳的耐热性等。

图表6：公司收入构成为 PCM 和 VCM 产品



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表7：2008 年公司向不同类型客户的销量比重



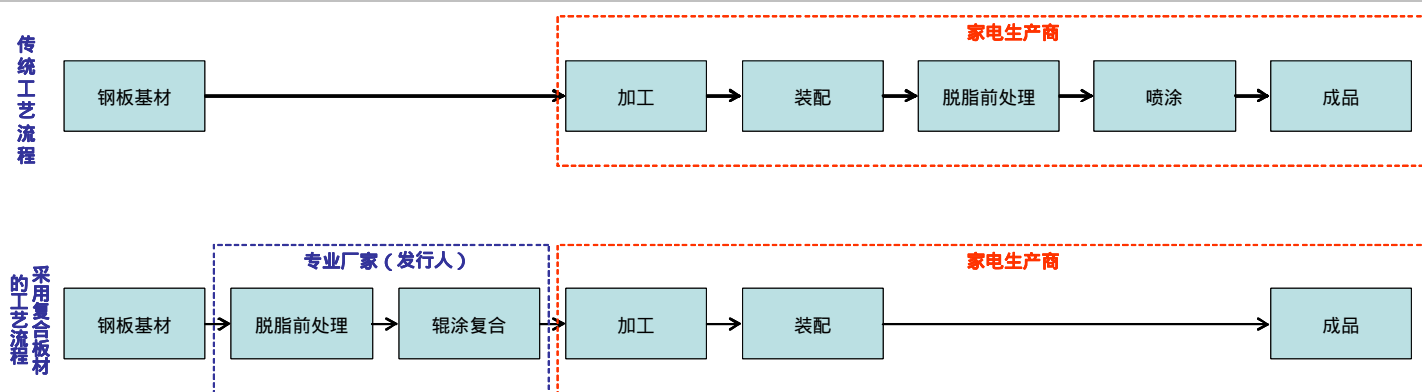
- 更具体地，公司生产的家电用涂层复合材料产品可分为以下几大类：
 - ◆ 用于冰箱、洗衣机等家电面板、侧后板材料的 PCM 产品
 - ◆ 用于冰箱、洗衣机等家电面板材料的 VCM 产品
 - ◆ 其他用途的复合材料产品（微波炉、电热水器等产品的外壳面板）

三重驱动力将为公司带来三年左右的快速成长

驱动力之一：PCM、VCM 复合材料替代性应用的进一步普及

- PCM、VCM 复合材料和传统工艺相比，在性能价格比上优势明显，并且能够创造更大的附加值。
 - ◆ 传统的白色家电生产流程中家电厂商一般直接对外采购冷轧钢板等原材料，加工成型后采用喷涂工艺制成家电外壳，生产在家电企业内部进行。作为传统工艺的替代，PCM、VCM 复合材料的应用对传统的生产过程有两点改变：一是金属外壳涂装从加工装配完成之后再行喷涂的“后涂装”改为“预涂”后再进行加工装配；二是本来必须在家电企业内部生产线上完成的这道工序转变为可以批量直接对外采购成品材料（图表 8）。

图表8：家电外观部件应用复合材料的工艺流程与传统工艺的区别



来源：国金证券研究所

- ◆ 通过比较两者的优缺点，可以明显看出采用复合材料的优势（图 9）。

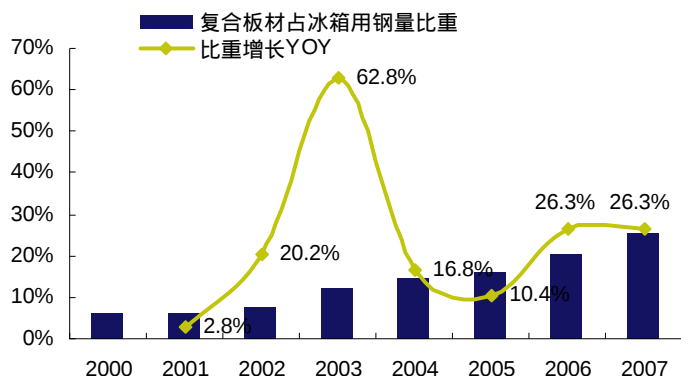
图表9：家电外观部件应用复合材料与传统工艺的性能价格比较

	PCM、VCM 复合材料	传统喷涂
附加值	● PCM 的原材料构成与传统喷涂差不多，专业供应商虽然赚取百分之十几的毛利率，但同时专业供应商的大批量采购、生产效率高、具有规模优势，因此仅考虑成本增加的话幅度应该低于 10%。 ● VCM 则无法在家电企业的传统工艺下完成，自建则更加不具备规模优势。 ● 更重要的是，采用复合材料明显提高家电产品的外观档次，售价更高，带来更大的附加值空间。	
生产效率	是传统工艺喷涂速度的 10 倍	在空间复杂的成型件上进行喷涂
环保性	更环保，无有毒废弃物、在线溶剂焚化、符合环保法规	磷化处理和喷涂粉尘回收不够环保，且涂料浪费大
外观装饰性	外观表现丰富、装饰性强、可实现低光到高光不同效果，可表现精美的图案和珠光闪烁的效果，契合家电产品在外观颜色和选材的变化上日益丰富的趋势	表面质量较差、色彩都比较单一、无法提高家电产品的外观档次
耐用性	耐腐蚀性、耐刮伤性好	表面硬度低、耐腐蚀性差
加工性	机械加工性更好	相对差一些

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

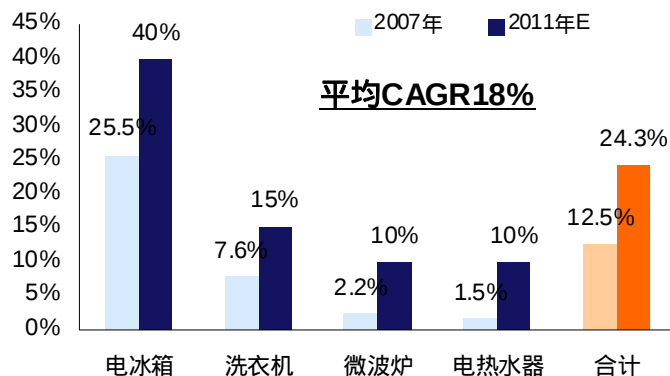
- 目前我国家电产品采用复合材料进行生产的比例较低，仅有 12%左右，而像日本和欧美国家则已达到 50%以上。近几年正好是一个快速替代的阶段，预计国内市场复合材料的用量占家电产品用材中的比例 2011 年可达到 25%左右。
- ◆ 我国家电用复合材料行业的起步较晚、初期基数虽小但增速并没有出现翻番式的高速增长；以目前应用复合材料的比率最大的冰箱为例，便可以看出这一特点（图 10）。主要原因，一方面是国内家电消费能力是在 2005 年后才开始有一个明显的提高；另一方面是国内家电企业工艺装配线大多在上个世纪 80 年代中到 90 年代中期建成，这些生产线上基本都是传统喷涂工艺，前期这些设备仍可利用，要改换工艺需要增加技改费用，因此影响了替代普及速度。
- ◆ 上述影响在 05 年以后已经减小，近几年国内家电企业（包括外资品牌的中国制造基地）淘汰旧工艺的动作明显加快加大。如在电冰箱制造领域（现在的趋势是不但面板、连侧板都已开始大量应用 PCM 复合材料，这样更加提高了应用率）：苏州三星冰箱侧板采用 PCM 产品的已占到总量的 90%，西门子冰箱约 70%侧板采用 PCM 产品，荣事达 60%以上的冰箱采用 PCM 产品，海尔黄岛生产基地 6 条冰箱生产线中有 3 条线采用 PCM 产品；在洗衣机领域，小天鹅通用滚筒洗衣机百分之百采用 PCM 产品，韩资、日资、海尔的全自动机型也在批量采用 PCM 产品，南京 LG 洗衣机 100%采用 PCM 产品；在微波炉领域，松下早已大批量采用 PCM 产品，LG 天津采用 PCM 产品的约占到 50%左右并计划在近期完全淘汰喷涂生产线。

图表10：冰箱复合材料应用比率及增长情况



来源：公司招股说明书、中国家电协会调研报告、国金证券研究所

图表11：2011 年各类家电复合材料应用比率增长预计



- ◆ 公司预计到 2011 年，我国几个应用复合材料量比较大的家电产品电冰箱、洗衣机、微波炉、电热水器的应用比率将分别增长到 40%、15%、10%、10%，合计增长到 24.3%，每年的复合增长率达到 18%（图表 11）。我们认为这样的估计是合理的。

驱动力之二：客户壁垒和新市场开发带来客户数量的不断增加

- 客户壁垒主要体现在产品认证和客户关系上，能够帮助公司维护现有的业务和市场份额。
- ◆ 产品认证壁垒要求高、投入大、耗时长，在国际品牌的家电企业客户上体现得尤为突出；而且此类企业由于产品相对高端，复合材料应用率高，也正是公司收入和利润贡献比重最大的客户群体。国际品牌的家电制造企业往往有自己的技术标准和产品特色，其对各零部件供应商也有着不同的认证标准体系，因此通过客户的材料供应认证是进入该市场的关键。客户认证涉及管理体系、技术水平、生产能力等方面，整个认证过程一般需要 6-12 个月，日本、德国品牌甚至需要 2-

4 年。而且前期还要相当一段时间的供应商免费小批量供货测试，最终才能成为其合格供应商。

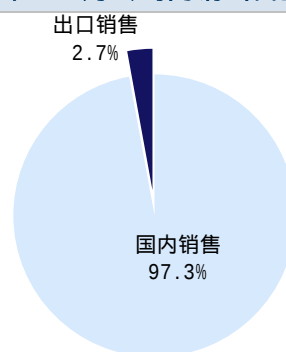
- ◆ 客户关系壁垒，一方面是一旦复合材料供应商通过了客户的认证后，客户为保证产品品质及维护供货的稳定性，不会轻易更换供应商，新进入者要获得客户的信任与认同需要较长时间；另一方面是公司凭借对家电外观流行趋势的把握、实现客户设计理念的技术能力、以及对核心客户一对一的服务（指定专门的业务代表和技术工程师为其提供实时的服务，在最短的时间内进行信息的沟通，了解其最新需求，缩短生产反馈时间），与客户形成一种互相依存的稳定的战略合作关系。
- 新市场开发有三个主要方向：继续开发国际品牌客户以进入他们的全球采购体系，继续开发国内自有品牌及 OEM 厂商客户，加大海外市场开拓。
- ◆ 公司目前的客户数量达 120 家，不过核心客户仅 23 家，并且前 7 家客户就占了公司 PCM 销量的 90%和 VCM 销量的 57%（图表 10）；高客户集中度有产能瓶颈的原因。公司 6 万吨/年的现有产能（PCM、VCM 合计）早在 07 年底就已饱和，08 年已有 1.4 万吨 PCM 产品需要通过外协进行生产。不过 08 年以来公司还是积极开发新客户，进行产品认证或小批量试产。由于公司募投项目已投入建设，今年 6 月末已形成 4 万吨/年的新增产能，下半年总产能将达 10 万吨/年，因此下半年起将不再有产能瓶颈，可以承接新开发客户的批量订单。

图表12：2008 年公司向主要客户的销量及比重

客户	PCM 销售		VCM 销售	
	销量 (吨)	占比	销量 (吨)	占比
1 苏州三星	15404	30.1%	602	4.7%
2 泰州 LG	10282	20.1%	2381	18.4%
3 南京 LG	9219	18.0%	0	0.0%
4 合肥荣事达	4264	8.3%	1840	14.2%
5 上海夏普	3993	7.8%	0	0.0%
6 合肥美菱	1591	3.1%	936	7.2%
7 无锡松下	1014	2.0%	1576	12.2%
合计	45767	89.6%	7335	56.7%

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表13：2009 年 1-6 月公司内销出口金额比重



图表14：公司与冰箱、洗衣机产量份额前十位企业的合作关系

冰箱前十位	产量份额	是否前七位客户	洗衣机前十位	产量份额	是否前七位客户	说明
海尔	22.3%	否	海尔	22.4%	否	海尔自供
海信科龙	10.7%	否	荣事达	8.3%	是	海信科龙冰箱用材料预计 3Q09 批量供货
美菱	6.4%	否	松下	7.0%	是	与美菱已建立合作
奥马	6.1%	否	小天鹅	6.6%	否	与小天鹅已建立合作
荣事达	5.1%	是	LG	5.2%	是	
新飞	4.8%	否	合肥三洋	4.4%	否	08 年向合肥三洋销售 1150 万元
华凌	4.6%	否	三星	4.2%	是	与华菱已建立合作
星星	3.6%	否	新乐	4.1%	否	与星星已建立合作
西门子	3.3%	否	金帅	3.2%	否	与西门子 09 年合同金额 2300 万
LG	3.2%	是	金羚	2.8%	否	

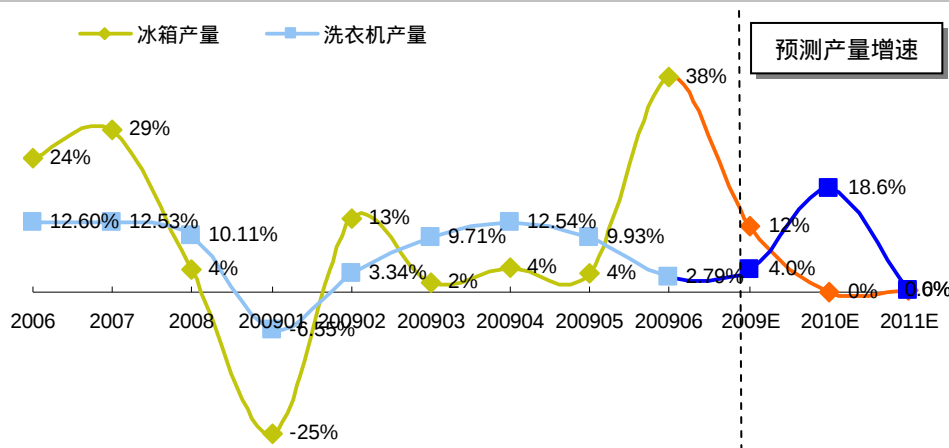
来源：公司招股说明书、IND、国金证券研究所

- ◆ 对比冰箱、洗衣机产量前十位企业与公司最主要客户的名单可以看到，国际品牌西门子，国内品牌的海信科龙、美菱、小天鹅、华凌、星星等企业都已与公司建立合作关系（图表 14），尤其对于西门子、美菱、小天鹅、星星等地处江浙皖的企业而言，公司的地缘优势带来的物流成本低、效率高更具有吸引力，今年下半年起就可能放量。
- ◆ 从公司的出口内销金额比重可以看到，同样因为一直以来的产能受限，公司的出口收入比重不到 3%。和国际竞争对手相比，公司的价格与日本企业相差约 300 美元/吨，与韩国企业相差约 200 美元/吨，因此国际市场竞争力较强。加上公司已经在国内进入了国际品牌的采购体系，再要进入这些品牌在全球其他地区的生产基地就便捷了许多，如泰国松下、印度三星、印度 LG 客户，公司目前已在积极与这些客户进行产品技术规格等内容的磋商，部分材料已完成检测程序，今年下半年可能也将陆续供货。公司海外市场的拓展目标是争取到 2010 年公司产品的直接外销收入可以占到 20%。

驱动力之三：未来几年我国家电产量总体稳中有升

- 公司目前产品主要供应冰箱面、侧板，其次是洗衣机面、侧板；受益于国内市场消费升级和更新换代、国际市场产能转移的持续，冰箱和洗衣机在过去几年都保持了较快的增长速度。即使 08 年至今受金融危机影响出口下滑幅度较大，但在国家拉动内需的家电下乡补贴、以旧换新补贴等政策下，冰箱和洗衣机的产量只有 09 年 1 月出现了同比下降，目前依然是正增长（图表 15）。
- 我们根据相对刚性家电内需市场容量的测算模型、考虑房地产成交量复苏中一部分投资性购房贡献的额外家电需求、以及对 2010、2011 年出口复苏的预期，预计 09-11 年我国冰箱、洗衣机的产量还将稳重有升（图表 15）。

图表15：06 年至今冰箱、洗衣机历年产量增速及 09-11 年预测



来源：国金证券研究所

募投项目分析：解决产能瓶颈，涉足关键原材料

募投项目及达产计划

- 公司本次拟公开发行 2100 万股募集资金 2.5 亿元，募投项目为两项（图表 16）。

图表16：公司募投项目及达产计划

项目名称	投资总额 (亿元)	运用募集资金投资 (亿元)	建设期	每年新增产能				说明
				2009年	2010年	2011年	2012年	
年产12万吨家电用复合材料(PCM/VCM)生产线项目	2.70	1.81	2008年初-2009年	6万吨	3.6万吨	2.4万吨	—	- 原有产能6万吨/年。 09年6月已完成新增4万吨产能建设。 2011年全部达产后将形成18万吨/年的产能，其中PCM产品14.8万吨/年、VCM产品3.2万吨/年。
年产800万平方米高光膜生产线项目	0.73	7.01	2009年-2010年	建设期	建设期	640万平方米	160万平方米	全部用于满足公司生产VCM产品的原材料需求。

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

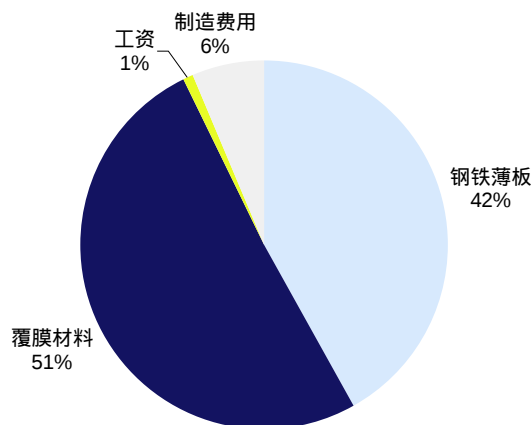
产能扩张速度合理

- 根据公司的建设规划，2008-2011年公司产能分别为6万吨、12万吨、15.6万吨、18万吨，09-11年增速分别为100%、30%和15%。结合对公司产能饱和的现状和今后增长三重驱动力的分析，我们认为公司的产能扩张速度合理。
- ◆ 上文已述，公司6万吨/年的原有产能（PCM、VCM合计）早在07年底就已饱和，08年已有1.4万吨PCM产品需要通过外协进行生产，并且公司08年就已开始自筹资金开始本次募投项目的建设。截至今年6月底，公司募投项目的生产及配套用房建设工程已基本完工，主要生产设备已完成安装调试并投入生产使用，累计已完成工程建设及设备投资5530万元，总产能达到了10万吨/年。

高光膜项目提高公司VCM产品的市场竞争力

- 项目能够降低公司VCM产品的生产成本。
- ◆ 高光膜是一种复合膜，是将PET、印刷层、粘胶层、PVC等多层结构进行复合，是VCM复合材料的主要原材料（VCM是中高端白色家电产品的主要外观部件材料），09年1-6月覆膜材料在公司VCM产品成本构成中的比重是51%，超过钢铁薄板的成本比重（图表17）。目前公司生产VCM所需的高光膜全部向外采购，主要供应商为国内的天津LG化学和日韩等国的专业膜材料生产商，采购价格高造成生产成本低；因此年产800万平方米高光膜生产线项目能够降低公司VCM产品的生产成本。

图表17：09年1-6月公司VCM产品的成本构成



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

- 项目能够解决公司生产 VCM 产品用膜对外依赖的情况，有效的提高公司推出新产品速度，引导客户和市场消费，提高企业的综合竞争力。
- 公司目前产能 1 万吨，2011 年规划产能是 3.2 万吨，届时约需高光膜 900 万平方米，而按照项目建设规划 2011 年公司高光膜产能将为 640 万平方米，因此出现差能过剩的可能性小。

公司盈利预测

盈利预测关键假设

- 我们对公司产品的销量预测主要是基于前文分析的三个驱动力；均价预测考虑钢价波动等因素（图表 18、19）：

图表18：公司产品销量、均价预测的关键假设

		2006	2007	2008	1H09	2009E	2010E	2011E	说明
公司产能	PCM 产能（吨）	50000	50000	50000	100000	120000	156000	148000	根据招股书披露的产能规划
	VCM 产能（吨）	10000	10000	10000				32000	
国内销售	国内冰箱产量 YOY	24.0%	28.9%	4.1%	6.1%	11.7%	0.2%	0.5%	根据我们的相对刚性家电内需市场容量的测算模型、考虑房地产成交量复苏中一部分投资性购房贡献的额外家电需求、以及对 2010、2011 年出口复苏的预期（图表 15）
	国内洗衣机产量 YOY	12.6%	12.5%	10.1%	5.1%	4.0%	18.6%	0.6%	
	PCM/VCM 应用率（冰、洗平均）	—	21%	25%	—	27%	31%	35%	我们认可公司对于 2011 年复合材料在冰箱、洗衣机上的平均应用率达到 35% 的预测
	PCM/VCM 应用率（冰、洗平均）YOY	—	—	19%	—	8%	15%	13%	
	公司市场份额	—	—	20%	—	20.5%	21.5%	22.0%	公司的目标是 2011 年市场份额达到 25%，但基于行业壁垒主要是客户认证的时间，我们的预测份额比公司目标低
	公司市场份额 YOY	—	—	—	—	2%	5%	2%	
国外销售	公司海外销售收入（百万元）	9.3	17.2	10.9	8.0	25	100	150	公司的经营目标是 2010 年出口要占总收入的 20%，我们按约占 10% 来假设
	公司海外销售收入 YOY	—	84.7%	-36.6%	—	129%	300%	50%	
公司销量	PCM 内销量 YOY	—	51.1%	40.5%	—	8.2%	22.9%	16.1%	向其他家电（微波炉、电热水器等）的销量小，不单独进行预测，一并考虑在内
	VCM 内销量 YOY	—	363%	87.1%	—	4.0%	22.9%	16.1%	
	PCM 销量（吨）	24071	36371	51106	23347	57803	80892	108436	
	VCM 销量（吨）	1494	6922	12948	5659	13622	17349	21042	
	合计销量（吨）	25565	43292	64054	—	71425	98241	129479	
销售均价	钢价 YOY（以冷轧薄板为例）	—	—	17%	-29%	-20%	10%	10%	钢板占 PCM 成本 80%、VCM 成本 50% 左右，09 年 PCM 受钢价波动影响大，后两年我们预期高光膜项目投产能够降低 VCM 成本、规模效应降低产品价格随钢价上涨的幅度。
	PCM	8447	9471	9721	8694	8943	9122	9305	
	PCM 均价 YOY	—	12.1%	2.6%	-10.7%	-8.0%	2.0%	2.0%	
	VCM	11525	14410	15890	16039	16049	16370	16697	
	VCM 均价 YOY	—	25.0%	10.3%	0.9%	1.0%	2.0%	2.0%	

来源：国金证券研究所

- 毛利率假设（图表 19）：由于公司 PCM 产品的定价模式是成本加固定毛利额，因此随着钢价的上涨，毛利率会相应下降；另外出口规模的扩大也会相应降低毛利率。

图表19：公司主要产品收入及毛利预测

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
PCM						
平均售价（元/吨）	8,447.11	9,470.81	9,720.93	8,943.26	9,122.12	9,304.57
增长率（YOY）		12.12%	2.64%	-8.00%	2.00%	2.00%
销售数量（吨）	24,071.01	36,370.62	51,105.77	57,803.05	80,892.18	108,436.17
增长率（YOY）		51.10%	40.51%	13.10%	39.94%	34.05%
销售收入（百万元）	203.33	344.46	496.80	516.95	737.91	1,008.95
增长率（YOY）		69.41%	44.22%	4.06%	42.74%	36.73%
毛利率	14.58%	16.73%	16.33%	18.00%	17.40%	17.00%
销售成本（百万元）	173.68	286.83	415.67	423.90	609.51	837.43
增长率（YOY）		65.14%	44.92%	1.98%	43.79%	37.39%
毛利（百万元）	29.65	57.63	81.13	93.05	128.40	171.52
增长率（YOY）		94.39%	40.78%	14.70%	37.99%	33.59%
占总销售额比重	88.05%	76.35%	69.71%	69.19%	71.28%	73.35%
占主营业务利润比重	87.61%	74.13%	64.33%	62.91%	65.14%	67.45%
VCM						
平均售价（元/吨）	11,525.44	14,410.30	15,889.66	16,048.56	16,369.53	16,696.92
增长率（YOY）		25.03%	10.27%	1.00%	2.00%	2.00%
销售数量（吨）	1,493.80	6,921.52	12,947.91	13,621.60	17,348.57	21,042.49
增长率（YOY）		363.35%	87.07%	5.20%	27.36%	21.29%
销售收入（百万元）	17.22	99.74	205.74	218.61	283.99	351.34
增长率（YOY）		479.33%	106.27%	6.26%	29.91%	23.72%
毛利率	14.52%	17.80%	18.34%	19.80%	19.50%	19.20%
销售成本（百万元）	14.72	81.99	168.01	175.32	228.61	283.89
增长率（YOY）		457.10%	104.92%	4.36%	30.39%	24.18%
毛利（百万元）	2.50	17.75	37.73	43.28	55.38	67.46
增长率（YOY）		610.20%	112.53%	14.71%	27.94%	21.81%
占总销售额比重	7.46%	22.11%	28.87%	29.26%	27.43%	25.54%
占主营业务利润比重	7.39%	22.84%	29.92%	29.26%	28.10%	26.53%
其他业务收入（主要包括材料的销售、加工费收入和废料销售）						
销售收入（百万元）	10.08	6.95	10.08	11.58	13.32	15.32
增长率（YOY）		-31.05%	45.05%	14.88%	15.00%	15.00%
毛利率	16.77%	33.87%	71.90%	80.00%	70.00%	70.00%
销售成本（百万元）	8.39	4.60	2.83	2.32	4.00	4.60
增长率（YOY）		-45.21%	-38.37%	-18.24%	72.50%	15.00%
毛利（百万元）	1.69	2.35	7.25	9.27	9.33	10.72
增长率（YOY）		39.21%	207.93%	27.82%	0.62%	15.00%
占总销售额比重	4.37%	1.54%	1.42%	1.55%	1.29%	1.11%
占主营业务利润比重	5.00%	3.03%	5.75%	6.27%	4.73%	4.22%
销售总收入（百万元）	230.93	451.15	712.62	747.14	1035.22	1375.62
销售总成本（百万元）	197.09	373.42	586.51	599.22	838.12	1121.32
毛利（百万元）	33.84	77.74	126.11	147.92	197.10	254.30
平均毛利率	14.65%	17.23%	17.70%	19.80%	19.04%	18.49%

来源：国金证券研究所

- 费用假设（附表）：公司的销售费用主要由包装费、运输费、销售机构费用组成，会随着公司海内外市场的扩大而扩大，但由于明后年收入增速较快，因此销售费用率预计仍会有所下降。公司的管理费用主要由管理及研发人员工资、研发领用耗费组成，预计今年下半年为开发新客户，研发投入

入增速会大于收入增速，从而管理费用率有所上升，明后年同销售费用率，会逐年有所下降。

盈利预测结论

- 预计公司 2009-2011 年销售收入分别为 7.47、10.35、13.76 亿元，对应增速 4.8%、38.6%、32.9%；按照发行后总股本计算的全面摊薄 EPS 分别 1.038 元、1.537 元、1.755 元。详细的三张表见报告附表。

股票估值和定价

- 由于公司所处行业的关键成功因素主要是通过客户认证和客户关系维护，因此我们采用下游客户以家电企业为主的上市公司作为公司的估值参考（图表 20）。

图表20：相关公司估值水平

上市公司	下游客户产品	09.8.26 收盘价	EPS			PE		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
600143 金发科技	冰箱（部分）	8.98	0.33	0.49	0.64	27.2	18.3	14.0
002165 红宝丽	冰箱（部分）	20.60	0.65	0.91	1.19	31.7	22.6	17.3
002139 拓邦电子	洗衣机、小家电（部分）	19.01	0.56	0.75	0.96	33.9	25.3	19.8
002011 盾安环境	空调（部分）	13.30	0.52	0.61	0.72	25.6	21.8	18.5
002050 三花股份	空调、冰箱（全部）	15.38	0.85	1.019	1.236	18.1	15.1	12.4
002203 海亮股份	空调（部分）	11.70	0.49	0.67	0.6	23.9	17.5	19.5
平均：						26.7	20.1	16.9

来源：朝阳永续、国金证券研究所

- 上表中企业的 09 年平均 PE 为 26.7 倍，除三花股份的下游客户产品基本为家用电器以外，其他公司的产品都还应用在非家用电器领域；因此禾盛新材的估值应在三花股份的估值和平均估值之间；由于禾盛新材近两三年在客户壁垒和解决了产能瓶颈问题的作用下预计将快速甚至高速增长，我们认为公司的合理市盈率在 2009 年 25 倍、2010 年 20 倍，即合理价格在 25.93-30.73 元之间。参考近期上市中小板企业上市首日开盘价的情况，相对于发行价的溢价程度在 50%左右、全面摊薄对应 08 年静态 PE 在 30-35 倍；禾盛新材的发行价 27.8 元对应全面摊薄的 08 年静态 PE 为 35 倍，因此预计禾盛新材上市首日开盘价相对于发行价的溢价程度在 40-50%，即 38.92-41.7 元之间。

风险提示

公司所处领域市场竞争加剧的风险

- 公司是国内最早介入家电用复合板材的企业之一，凭借地缘优势和专注于技术、品质提高获得成功，其先发优势又带来规模成本优势，并筑起了一定的客户认证和客户关系壁垒，最终成为目前除海尔特钢（主要供应海尔内部）以外的国内最大专业供应商。由于这一领域盈利性较好，而进入壁垒在技术、资本投入上都不高，主要壁垒还是 2 年左右的客户认证期、以及介入客户产品开发前期阶段所形成的较为稳固的战略合作关系。因此我们认为这一领域的竞争程度会逐渐提高，尤其是在经过 2 年左右的认证期后，公司所面临竞争就会加剧。
- 当然公司也为此开始进行新产品储备，将在现有 PCM 和 VCM 两大产品的基础上进一步开发新的复合材料品种，增加技术含量更高的 VCM 用复合

膜产品的生产和销售，这将能在未来带来新的增长点，同时也能防止 PCM、VCM 产品被其他产品替代的风险。

应收账款风险

- 作为家电企业的供应商，公司对主要客户均给予一定期限的信用期，不是现款现货，因此产品销售形成应收账款。从公司招股说明书的重大销售合同披露中可以看到，LG、三星的账期在 1 个月，夏普、日立 2-3 个月，西门子为 75 天，美的集团、合肥三洋等企业则是 1 个月内以 6 个月内的承兑汇票支付货款；虽然应收账款客户多为国内重要的家电生产企业，主要客户均与公司有长期合作关系，资信情况良好，但公司还是存在一定的应收账款风险。

所得税率风险

- 公司目前的所得税率为 15%，是因 2008 年 12 月 9 日公司被认定为江苏省第二批高新技术企业，依据相关规定，自 2008 年起的三年内公司享受 15% 的企业所得税优惠税率。同时公司目前也在申报国家级高新技术企业的资质。我们在盈利预测中 2009、2010 年均按 15% 的税率进行测算，如果因所得税政策发生改变导致公司将被追缴因税收优惠而减免的部分（可能性很小），将导致公司的实际业绩低于我们的盈利预测。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	231	451	713	747	1,035	1,376
增长率		95.4%	58.0%	4.8%	38.6%	32.9%
主营业务成本	-197	-373	-587	-599	-838	-1,121
% 销售收入	85.3%	82.8%	82.3%	80.2%	81.0%	81.5%
毛利	34	78	126	148	197	254
% 销售收入	14.7%	17.2%	17.7%	19.8%	19.0%	18.5%
营业税金及附加	0	-1	-1	-1	-2	-3
% 销售收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-6	-12	-18	-19	-26	-33
% 销售收入	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%
管理费用	-4	-10	-21	-25	-31	-37
% 销售收入	1.6%	2.1%	2.9%	3.4%	3.0%	2.7%
息税前利润（EBIT）	24	55	86	102	138	182
% 销售收入	10.4%	12.3%	12.0%	13.6%	13.3%	13.2%
财务费用	-3	-4	-10	-2	12	12
% 销售收入	1.2%	0.9%	1.4%	0.3%	-1.1%	-0.9%
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	20	50	75	99	149	194
营业利润率	8.7%	11.1%	10.5%	13.3%	14.4%	14.1%
营业外收支	0	1	3	3	2	2
税前利润	20	52	78	102	151	196
利润率	8.8%	11.4%	10.9%	13.7%	14.6%	14.2%
所得税	-3	-8	-11	-15	-23	-49
所得税率	15.0%	15.0%	14.4%	15.0%	15.0%	25.0%
净利润	17	44	67	87	128	147
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	17	44	67	87	128	147
净利率	7.5%	9.7%	9.3%	11.6%	12.4%	10.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	17	44	67	87	128	147
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	5	5	8	14	23
非经营收益	5	3	7	0	-2	-2
营运资金变动	-12	-82	-5	31	-70	-36
经营活动现金净流	14	-31	73	125	71	132
资本开支	-4	-5	-40	-140	-17	-38
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	-5	5	0	0	0	0
投资活动现金净流	-9	1	-40	-141	-17	-38
股权募资	0	45	0	573	-13	0
债权募资	-8	38	-16	-49	0	1
其他	3	-19	-7	-3	-35	-51
筹资活动现金净流	-4	65	-23	520	-48	-50
现金净流量	1	34	10	505	6	43

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	10	45	55	560	565	609
应收款项	38	85	86	102	167	208
存货	61	94	152	131	172	230
其他流动资产	6	20	21	29	40	52
流动资产	115	244	314	822	944	1,100
% 总资产	79.7%	86.8%	81.5%	79.8%	81.6%	82.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	27	34	68	192	189	197
% 总资产	18.4%	12.3%	17.8%	18.7%	16.3%	14.8%
无形资产	2	2	2	12	22	32
非流动资产	29	37	71	208	213	230
% 总资产	20.3%	13.2%	18.5%	20.2%	18.4%	17.3%
资产总计	145	281	385	1,029	1,157	1,330
短期借款	27	65	49	0	0	0
应付款项	73	72	127	158	204	278
其他流动负债	-1	2	1	38	57	51
流动负债	98	139	177	196	260	329
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	98	139	177	196	260	330
普通股股东权益	47	142	208	833	897	999
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	145	281	385	1,029	1,157	1,330

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.691	0.700	1.063	1.038	1.537	1.755
每股净资产	1.860	2.262	3.325	9.961	10.725	11.954
每股经营现金净流	0.570	-0.492	1.174	1.498	0.846	1.574
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.415	0.615	0.526
回报率						
净资产收益率	37.15%	30.94%	31.98%	10.42%	14.33%	14.68%
总资产收益率	11.95%	15.59%	17.28%	8.43%	11.10%	11.03%
投入资本收益率	27.67%	22.74%	28.53%	10.41%	13.06%	13.63%
增长率						
主营业务收入增长率		95.36%	57.95%	4.84%	38.56%	32.88%
EBIT增长率		131.29%	54.80%	18.91%	35.18%	31.97%
净利润增长率		153.61%	51.92%	30.30%	48.10%	14.20%
总资产增长率		94.29%	37.07%	167.21%	12.40%	14.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.5	36.4	34.1	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	56.8	76.2	76.6	80.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	34.4	43.8	26.2	26.0	28.0	30.0
固定资产周转天数	41.9	25.4	16.3	26.8	35.6	34.2
偿债能力						
净负债/股东权益	35.88%	14.60%	-2.91%	-67.20%	-63.06%	-60.80%
EBIT利息保障倍数	8.9	14.3	8.4	49.0	-11.8	-15.0
资产负债率	67.84%	49.61%	45.95%	19.09%	22.49%	24.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。