

湘财证券研究所

家电行业

刘飞烨

Tel: 021-68634518-8306

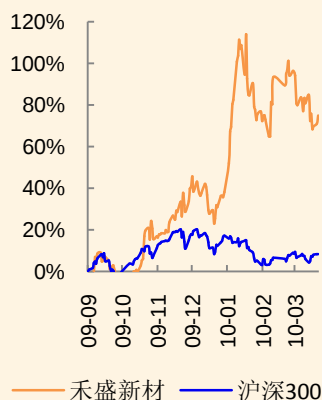
E-Mail: lfy2840@xcsc.com

陈 钢

Tel: 021-68634518-8331

E-Mail: cg2012@xcsc.com

公司股价最近一年走势：



事件：

近日我们到禾盛新材（002290）进行了实地调研，与公司董秘袁文雄先生就公司近期销售情况、未来发展规划、经营战略等进行了充分交流。

研究要点：

□ 家电用复合材料专业供应商

公司作为国内最早专业生产家电用复合材料产品的企业之一，其主要产品为 PCM 和 VCM 两种。PCM 是涂层板材，其色彩鲜艳但以单色为主，具有良好耐蚀性和柔韧性，又能满足高速、精密加工设备的要求，主要用于冰箱、洗衣机的面板和侧板，PCM 在公司收入中的比重为 71.44%；VCM 是覆膜板材，可以实现更加丰富的色彩、精美的图案和珠光闪烁的效果，耐腐蚀性和耐刮伤性较好，但由于目前 VCM 成本较 PCM 更高，其应用范围尚小，主要用于高端的冰箱和洗衣机面板，VCM 在公司收入中的比重仅为 26.89%。

□ 增长空间较大

目前家电消费观念的逐步转变，人们不仅仅看重家电本身的功能，也越来越看重其装饰效果，因此对于家电外观的要求逐渐提高；家电产业向中国转移以及家电下乡、以旧换新等家电相关政策的扶持将推动家电行业未来几年的稳定增长。这都为家电用复合材料行业的发展带来了契机，目前国内家电用复合材料正处于快速增长期，预期未来 3 年将能达到 30% 的复合增长率。

公司产品主要销售给冰箱和洗衣机的生产企业，目前公司主要合作客户为三星、LG 等外资企业。其中苏州三星、泰州 LG 和南京 LG 三个主要客户订单量即超过公司营业收入的 40%；其次为美菱电器的 6.52% 和合肥荣事达的 5.72%。公司市场占有率约为 20%，作为家电用彩涂板的龙头，在行业的高速增长中将受益最大。

□ 原材料上涨对公司利润影响有限

公司所有产品均采用订单制生产，以原材料价格加上一定的生产费用的方式销售给家电企业。原材料价格上涨时，公司产品售价也会同步上调，具有较强的成本转嫁能力，换言之，公司为自身锁定了一定的利润空间。因此即便今年钢价有上涨的预期，但我们预计对公司毛利率影响有限，可能仅仅有很小幅度的下调。

□ 独特模式决定公司高盈利能力

公司作为彩涂板的供应商，采取“订单生产+及时配送”的模式。公司直接面对家电生产商，包括各类品牌制造商和 OEM 厂商，通过其在业内的影响力，

与主要客户进行订单谈判；同时公司将配送环节外包给专业的运输公司直接配送到家电企业的生产线；因此不同于家电整机企业的销售模式，公司不需要投入大量的广告费用、渠道费用等，保证了较高的净利率水平。根据 2009 年的数据，公司毛利率为 18.93%，由于期间费用率仅为 5.79%，因此净利率高达 11.72%，无论对于家电整机企业还是配件企业，公司盈利能力都是名列前茅的。

□ 产能处于快速扩张期

目前公司增长的最大制约就是产能问题，公司目前拥有 3 条生产线，约 8 万吨的产能，产能的局限使公司在拓展新客户方面受到了一定限制。

公司募投项目拟建设年产 12 万吨 PCM/VCM 生产线，其中约一半的产能在苏州建设，去年已实现 3 万多吨，预计今年将增至 5 万吨；另外一半的产能将通过全资子公司合肥禾盛新材在合肥实施建设，预计年底有望投产。届时合肥产能将主要供应三洋、美菱、荣事达、华凌等家电企业，可为公司节约大量的物流成本并大量缩短配货时间。若苏州和合肥基地的生产线均能在年底顺利达产，公司产能将能实现翻倍扩张。

□ 盈利预测与投资建议

考虑到产能扩张给公司带来的外延式增长，我们预计公司 10 年 EPS 分别为 1.29 元和 1.83 元，对应于昨日收盘价 34.50 元，PE 分别为 26.7 倍和 18.9 倍，首次给予公司“增持”评级。

□ 风险提示

产能配套增长或低于预期。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。