

湘财证券研究所

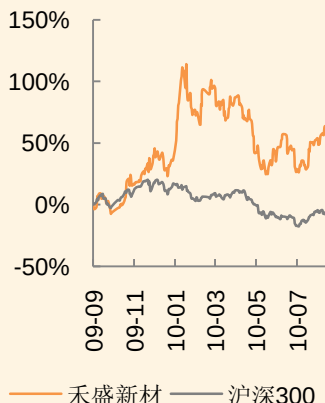
家电行业

刘飞烨

Tel: 021-68634518-8812

E-Mail: LFY2840@xcsc.com

公司最近一年股价走势:



研究要点

- **业绩符合预期** 2010 年上半年公司实现营业收入 5.41 亿元, 同比增长 80.53%; 实现净利润 0.58 亿元, 同比增长 44.38%, 基本每股收益为 0.38 元。
- **受益下游产品旺销, PCM 和 VCM 均出现大幅增长** 分业务来看, 上半年公司 PCM 产品实现销售收入 4.1 亿元, 同比增长 101.59%; VCM 产品实现销售收入 1.3 亿元, 同比增长 42.58%。公司 PCM 和 VCM 产品均用于冰箱和洗衣机的面板和侧板。上半年在家电下乡、以旧换新等政策的持续刺激下, 冰箱和洗衣机维持旺销的态势, 在消化库存的同时, 两类产品的产量也有较大幅度增长。上半年冰箱和洗衣机产量分别同比增长 38.5% 和 17.6%。受益于冰洗行业的增长, 公司 PCM 和 VCM 产品需求也呈现快速增长的趋势, 由于替代效应的存在, 其增速均高于冰洗行业的增速。
- **综合毛利率略有下滑, 但二季度毛利率环比继续提升** 上半年公司综合毛利率为 17.95%, 较去年同期下降 1.82 个百分点。但分季度来看, 公司二季度毛利率为 18.2%, 较一季度环比提升 0.53 个百分点, 维持了一季度的上升趋势。我们认为公司毛利率的变化主要是和公司成本加成法的定价模式有关, 该模式在原材料波动的情况下为公司锁定了一定的毛利率水平。即公司产品的销售价格会随原材料价格的波动进行调整, 但这一调整存在一定的滞后期, 因此体现为钢价上涨时, 公司毛利率略有下降, 而钢价下跌时, 公司毛利率则会有所提升。
- **募投项目将逐步解决产能瓶颈** 目前公司产能约 11-12 万吨, 还无法满足下游旺盛需求, 各生产线均处于满产运行, 公司募投项目的实施将逐步解决公司产能瓶颈。“年产 12 万吨家电用复合材料生产线项目”是公司募投项目之一, 其中 6 万吨产能在苏州总部实施, 目前已经处于满产状态; 另外 6 万吨产能通过今年投资的全资子公司合肥禾盛新型材料有限公司实施, 预计 2010 年 11 月份能投入生产。此外, 2010 年 5 月公司将“年产 800 万平方米高光膜生产线项目”变更为“年产 6 万吨家电用复合材料生产线项目”, 该项目也是通过合肥禾盛新材在合肥进行建设, 预计该生产线有望在 2011 年 9 月投产, 预计 2011 年公司产能有望达 18 万吨。此次募投项目的变更, 公司是出于对募投资金使用效益最大化的考虑, 高光膜主要是用于 VCM 产品, 而由于成本较高目前市场上对 VCM 的需求增速相对缓慢, 为避免项目建设后可能出现的高光膜产能闲置情况, 公司将该项目变更为 PCM/VCM 生产线项目。
- **盈利预测及投资建议** 我们认为随着家电产品消费的逐渐高端化, 家电企业将非核心部件外包将是未来趋势, 家电复合材料增长空间巨大, 公司 PCM 和 VCM 产品对传统后涂装工艺有着替代作用, 未来几年有望保持快速增长。我

们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.80 元、1.18 元和 1.63 元，维持公司“增持”评级。

□ **风险提示** 下游需求波动的风险；

盈利预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	665	1134	1710	2372
增长率 YOY（%）	-6.6%	70.3%	50.9%	38.7%
净利润（百万元）	78	120	178	245
增长率 YOY（%）	17.2%	54.5%	47.4%	38.1%
摊薄 EPS（元）	0.52	0.80	1.18	1.63

数据来源：湘财证券研究所

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	898	1306	1608	2025	营业收入	665	1134	1710	2372
现金	482	400	400	400	营业成本	539	930	1397	1935
应收账款	100	302	406	608	营业税金及附加	1	2	3	4
其他应收款	1	2	3	4	营业费用	16	27	41	57
预付账款	31	140	182	252	管理费用	22	40	60	85
存货	231	372	489	580	财务费用	0	-12	-3	-2
其他流动资产	53	91	128	180	资产减值损失	1	5	5	5
非流动资产	97	89	81	72	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	78	71	64	56	营业利润	85	142	208	288
无形资产	15	15	15	15	营业外收入	6	1	1	1
其他非流动资产	4	3	2	2	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	995	1395	1689	2097	利润总额	91	143	209	289
流动负债	159	455	571	734	所得税	13	23	31	43
短期借款	0	169	182	220	净利润	78	120	178	245
应付账款	31	55	78	106	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	127	231	311	408	归属母公司净利润	78	120	178	245
非流动负债	0	0	0	-0	EBITDA	92	139	213	295
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.93	0.80	1.18	1.63
其他非流动负债	0	0	0	-0					
负债合计	159	455	571	734	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	84	150	150	150	成长能力				
资本公积	572	505	505	505	营业收入	-6.6%	70.3%	50.9%	38.7%
留存收益	180	284	462	707	营业利润	14.0%	67.4%	46.0%	38.3%
归属母公司股东权益	836	940	1118	1363	归属于母公司净利润	17.2%	54.5%	47.4%	38.1%
负债和股东权益	995	1395	1689	2097	获利能力				
					毛利率(%)	18.9%	18.0%	18.3%	18.4%
现金流量表					净利率(%)	净利率(%)	11.7%	10.6%	10.4%
单位:百万元					ROE(%)	9.3%	12.8%	15.9%	18.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	20.7%	15.5%	19.3%	20.6%
经营活动现金流	-49	-246	-16	-39	偿债能力				
净利润	78	120	178	245	资产负债率(%)	16.0%	32.6%	33.8%	35.0%
折旧摊销	6	8	9	9	净负债比率(%)	0.00%	37.18%	31.87%	29.92%
财务费用	0	-12	-3	-2	流动比率	5.66	2.87	2.82	2.76
投资损失	0	0	0	0	速动比率	4.21	2.05	1.96	1.97
营运资金变动	-135	-373	-205	-302	营运能力				
其他经营现金流	1	10	6	11	总资产周转率	0.96	0.95	1.11	1.25
投资活动现金流	-25	-0	-0	-0	应收账款周转率	7	5	5	4
资本支出	25	0	0	0					

长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	17.18	21.60	20.99	20.96
其他投资现金流	0	-0	-0	-0	每股指标（元）				
筹资活动现金流	501	164	16	39	每股收益(最新摊薄)	0.52	0.80	1.18	1.63
短期借款	-49	169	13	38	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.32	-1.63	-0.11	-0.26
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.56	6.25	7.43	9.06
普通股增加	21	67	0	0	估值比率				
资本公积增加	529	-67	0	0	P/E	61.01	39.50	26.79	19.39
其他筹资现金流	-0	-5	3	2	P/B	5.69	5.06	4.26	3.49
现金净增加额	427	-82	0	-0	EV/EBITDA	47	31	20	15

数据来源：湘财证券研究所

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。