

动态报告/公司快评

家用电器

禾盛新材 (002290)
谨慎推荐

白色家电

调研简报

2010 年 11 月 17 日

新材料替代仍有较大空间

分析师： 王念春 0755-82130407 wangnc@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号： S0980205100168

分析师： 黄海培 021-60933150 huanghpei@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号： S0980210060045

事项：

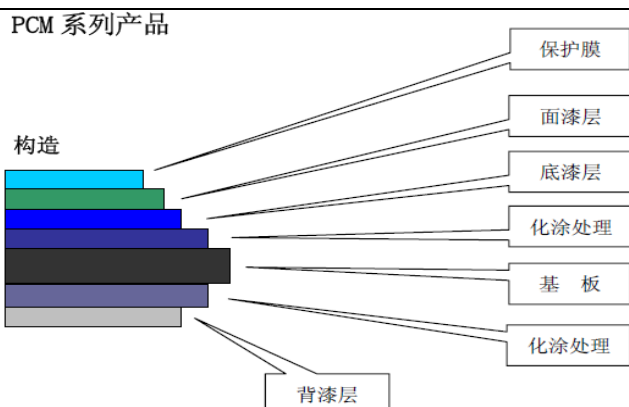
近期，我们调研了禾盛新材，与高管进行了沟通。

评论：

■ 主营新材料、应用领域拓展值得期待

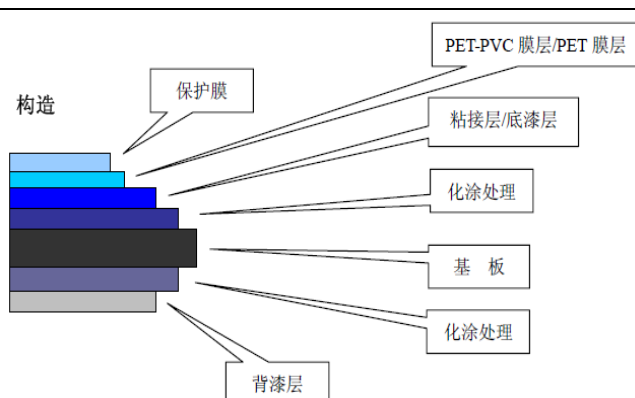
公司当前专业从事家电用涂层或覆塑复合材料的研发、生产和销售，产品包括 PCM（涂层板材）和 VCM（覆塑板材）两大系列。PCM 主要用作冰箱、洗衣机等家电面板、侧后板材料；VCM 主要用作冰箱、洗衣机、电热水器等家电面板材料。

图 1: PCM 产品结构示意图



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2: VCM 产品结构示意图



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

基板主要有冷轧板和镀锌板（厚度从 0.5mm 到 1mm）。镀锌板主要用于洗衣机外壳，不易生锈；冷轧板主要用于冰箱外壳，适用温度范围大。产品寿命等同于相应的家电产品，一般在 10 年左右。复合材料所具有的优点使其逐步替代原来使用的喷涂粉末涂料，目前家电外观复合材料的使用比率大概在 50% 左右，仍有相当大的替代空间。

涂层复合材料在家电产品上直接替代了原来的喷涂粉末涂料，具备以下明显优势：

实现更好的多样性色彩和外观图案设计；

满足日益严格的环保要求；

简化下游企业的制造流程、提升加工效率。

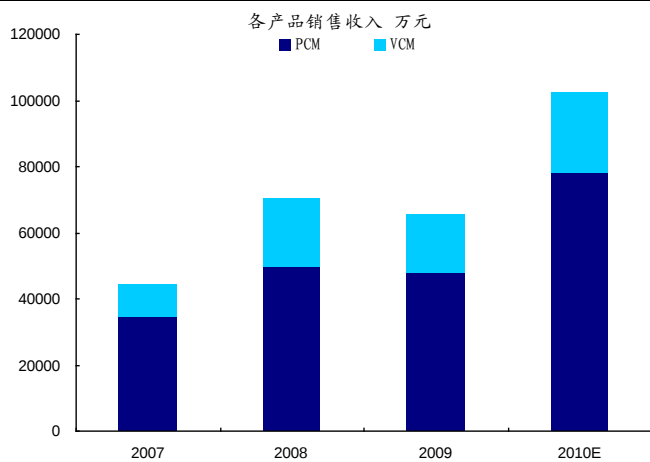
材料应用领域拓展值得期待

以公司目前主营的复合材料而言，完全有可能应用到其他产品领域或是替代工艺类似产品。家电产品领域可从目前主要应用的冰箱、洗衣机、微波炉等扩展到液晶电视后板、空调外机等，用于家装外观材料（如防盗门、厨房橱柜等）。

延伸投资上游关键原材料、利于降低成本和开发新产品

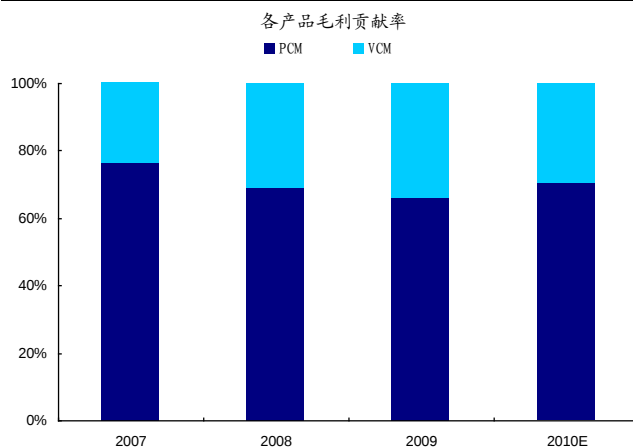
高光膜、PET 膜是公司所需的关键原材料，预期公司将进一步延伸投资研发上游关键材料，有利于公司增加对上游材料的议价能力，更有利于开发新产品，增加对下游客户的差异化产品，提升盈利能力。

图 3：2007 - 2010 各产品收入（万元）



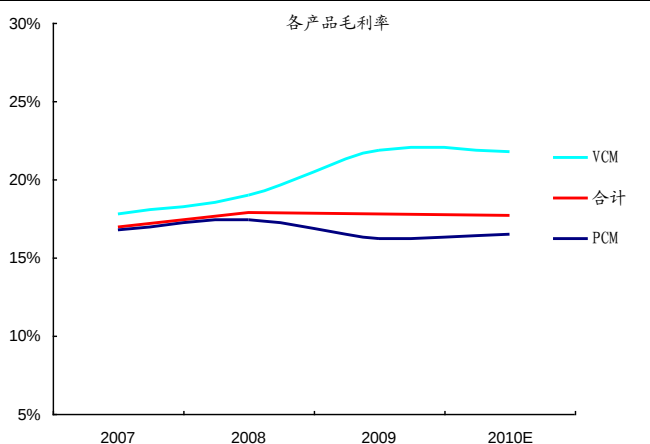
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 4：2007 - 2010 各产品毛利贡献率（%）



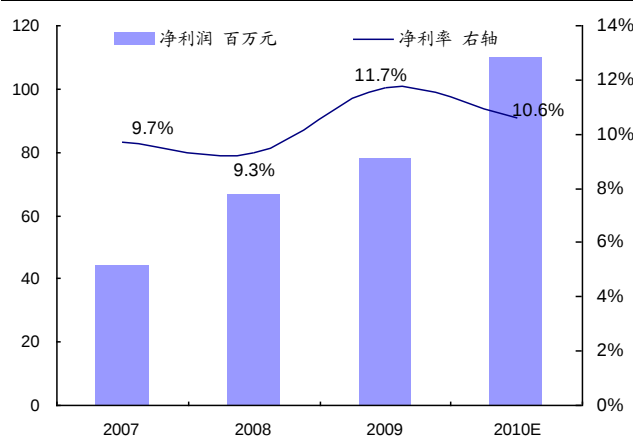
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 5：2007 - 2010 各产品毛利率（%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 6：2007 - 2010 净利率和净利润（百万元 %）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

■ 复合材料替代喷涂粉末涂料仍有较大空间、预期年需求增速约 33—35%。

从公司的产品所属大类而言，属于彩涂板，目前国内彩涂板大部分用于建筑材料，不少钢铁厂都有涉及生产和制造，但从家电专用涂层或覆塑复合材料而言，属于小类子行业应用，因此相关可与公司相抗衡的公司并不多。为了更好的分析 PCM 和 VCM 产品未来的成长空间，我们也从下游行业的增长和应用比率上升的角度来估算未来复合材料的增长率预期。

我们的估算假设条件主要包括：

1、0.5mm 厚度的冷轧板制成的 VCM，每平方米大约重量为 3.9 公斤。按此推算，每台冰箱所需 PCM 和 VCM 合计约 12—15 公斤，每台洗衣机所需 PCM 和 VCM 合计约 9—10 公斤。

2、保守估算冰箱和洗衣机行业增速在 2011-2014 年复合增长率 10%。

3、2009 年，冰箱和洗衣机的复合材料使用比率约 40%，按 2011、2012 年每年使用比率上升 5%，2013、2014 年每年使用比率上升 10% 估算。

表 1：冰箱和洗衣机行业国内外销量合计（万台）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
冰箱	5,405	6,834	7,517	8,269	9,096	10,005
洗衣机	3,953	4,720	5,192	5,711	6,282	6,911
液晶电视						

资料来源：产业在线、国信证券经济研究所

表 2：冰箱和洗衣机外观使用复合材料的用量合计估算（万吨）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
冰箱	26	37	49	64	83	105
洗衣机	14	19	23	28	37	47
小计	40	56	72	92	120	152
年增速		39%	29%	27%	30%	27%

资料来源：产业在线、国信证券经济研究所

按以上推断只考虑冰箱和洗衣机的复合材料用量在 2011-2014 年年增速约 30%。

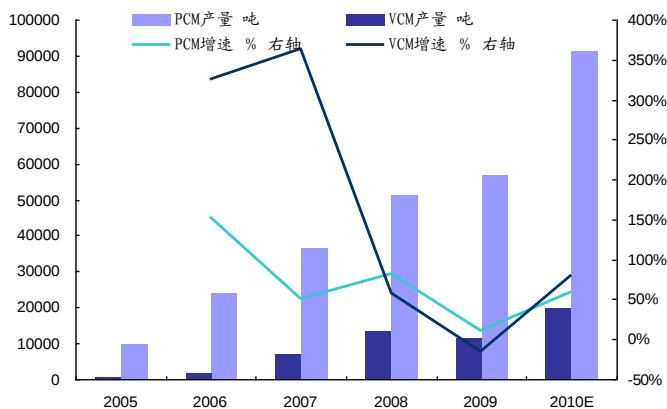
如考虑其他产品用量、微波炉、液晶电视后背板，还会对复合材料的年需求增速起到进一步的提升作用。

我们估算 2010 年液晶电视内外销合计 8500 万台，使用金属背板更容易做到机身薄型，且大屏幕背板使用金属背板也更具较好的强度，按照约 5% 使用新的复合材料，每台大约使用 5-7 公斤，再进一步考虑其他可能的用途，如空调外机、微波炉等等，总体我们估算复合材料在 2011-2014 年需求年复合增速约 33%—35%。

■ 公司在行业中的规模优势、新产品开发优势均有上升趋势。

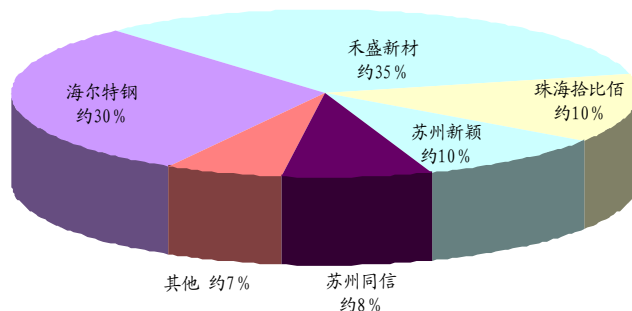
公司目前两类产品合计产能约 12 万吨，处于饱和生产状态。市场份额在国内同行中处于略微领先的位置，随着公司合肥生产基地 12 万吨设计产能的逐步投产，公司在行业中的规模优势还有进一步上升的趋势。且公司有意投资上游关键原材料的制造，增加对上游的议价能力以及新产品开发能力，均有利于公司在行业中竞争优势的上升。

图 7: 2005-2010 公司 PCM VCM 产量及增速 (吨 %)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 8: 国内家电外观用复合材料市场份额



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

目前公司在后戴街新厂区流水线生产产能 12 万吨/年, 在租用的和昌电器旧厂区“片对片”生产产能 8000 吨/年。

2010 年, 全年产量将近 10 万吨, 超越海尔特钢 (主要供货对象为海尔系企业), 成为业内第一。金属复合材料属于细分行业, 集中度高, 毛利率稳定 (17% 左右)。技术壁垒并非难以逾越, 但由于行业容量不大, 且达到对材料加工的稳定和获得客户认可均需要一定的时间, 因此行业竞争格局目前相对稳定, 但我们估算公司利润率未来并没有提升空间, 更多是依靠销量的扩大来获得较好的持续成长性, 扩大市场份额、拓展新客户、拓展新的应用领域。

■ 2010 年前三季度业绩增长符合预期, 净利润增长 33%, EPS 0.53 元。

公司 2010 年 1-9 月销售收入 8.1 亿, 同比增长 70%。净利润 8023 万, 同比增长 33%。收入增长主要来自于产能扩张, 募投项目扩产后, 产能同比增长 50+%; 另一方面则是由于价格上涨。材料成本上升以及研发费用在三季度的投入增加两项因素, 使得公司毛利率由去年同期的 19.6% 下降至 17.4%, 管理费用在三季度增长 97%。公司产品价格在 10 月份已经做了上调, 且合肥基地投产后规模扩大, 预计不会有进一步侵蚀利润扩大。

2010 年全年预计收入 11 亿元, 净利润 1 亿元, 同比增长 30% 左右。

■ 具备较好的成本传导能力

产品原材料占成本 95% 以上, 其中, 金属基板 (冷轧板、镀锌板) 占成本 70% 以上, 复合膜占 20% 左右。公司采取“成本 + 固定利润”定价模式。由于竞争对手 (预涂彩色钢板) 以及下游家电企业 (喷涂钢板) 使用相同的原材料, 公司的规模和产品品种在同行中领先程度不断上升, 因此相对而言公司具有比其他同行更好的议价能力或是主动性, 公司则可以顺利将部分价格波动传导到下游, 只是在时间上略有滞后。

因此, 当钢材价格上涨时, 收入上涨同样价格, 毛利占比则会下降。对于此定价模式, 我们更应该关注销量和净利润增速, 2010 年分别为 40% 和 33%, 差异由非经常性损益产生。

目前金属价格处于上涨周期, 四季度公司产品将再次上调价格。

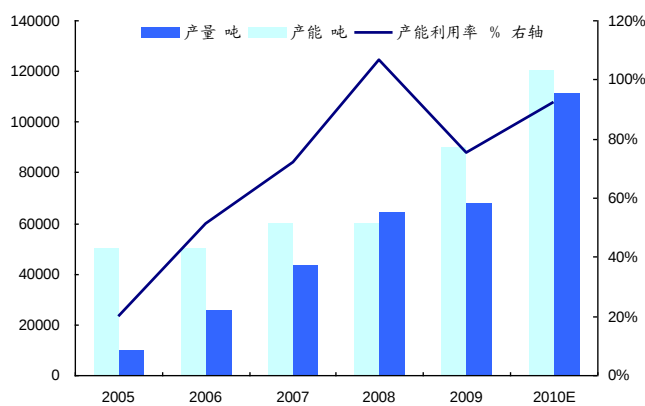
■ 开发新客户、提升市场份额

公司的主要客户美的公告增发项目, 冰箱、空调产能各扩张 900 多万台, 预计 2011 年产量扩张 50%。美菱电器、合肥三洋也均有扩产计划, 公司在合肥的生产基地将主要针对以上三个客户, 获得进一步市场份额的提升。

海外新客户同样也是未来业绩增长来源。海外市场已经复苏, 预计 2010 年公司出口额 1.2 亿元, 同比增长超过 100%。

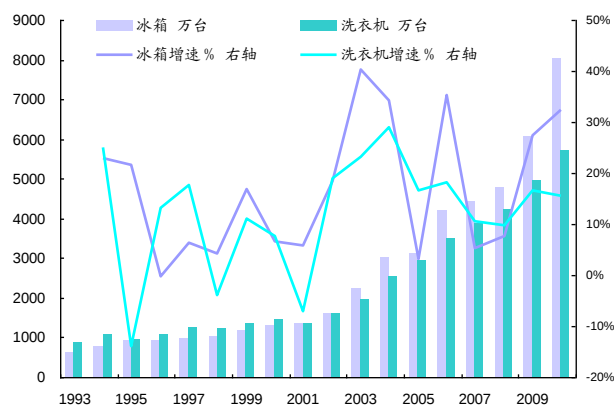
泰国夏普、越南大同、美国惠尔浦（墨西哥工厂）与公司一直有合作，虽然目前销售收入不大，每家客户需求量在几十万美元至几百万美元，但此类海外企业需求增速快，未来将成为公司新的利润增长点。

图 10：2005-2010 公司产能、产量及产能利用率（吨 %）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 11：1993-2010 冰箱、洗衣机产量及增速（万台 %）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

2009 年公司进入微波炉领域，新增客户有天津 LG 等；2010 年等离子电视背板领域，新增客户有胜利精密、友达光电等；2011 年进入空调外机领域，潜在客户美的、LG；2012 年产品可能涉及 DVD、吸油烟机、防盗门等众多领域。

2010 年 2 月，公司在合肥设立全资子公司合肥禾盛新材料有限公司，拥有 100 亩土地，规划生产空调外机壳，主要为了满足美的电器、合肥三洋、荣事达等当地企业需求，2010 年 11 月试生产，预计 2011 年产能达到 6 万吨，2012 年产能达到 12 万吨。

2010 年 2 月，公司在苏州获得 150 亩地，规划生产家电金属外壳相关上游关键原材料产品，但具体项目将在年底确定，预计产能不小于 15 万吨。

表 3：美的 2010 年增发募投项目（万元，月）

项目名称	项目投资总额	募集资金拟投入额	建设期（月）	增加产能
中央空调（合肥）项目	150000	130000	24	
压缩机（芜湖）项目	90000	80000	15	600万台压缩机
冰箱（荆州）项目	85000	80000	24	500万台冰箱
冰箱（南沙）项目	62000	42000	13	400万台冰箱
家用空调（南沙）项目	50000	33000	24	450万台家用空调
家用空调（芜湖）项目	71000	71000	18	500万台窗机、抽湿机、移动空调
合计	508000	436000		

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

美的电器增发项目以及小天鹅的产能投入计划，将增加冰箱和洗衣机产能 50-100%。

美菱电器拟定向增发增加 220 升-300 升、300 升以上三门、多门及对开门冰箱 200 万台(合肥)，300 升以下 60 万台、300 升以上 60 万台冰柜（合肥），60 万台冰箱双班生产线,共 120 万台（绵阳）。公司原来冰箱产能大约 500 万台，以此看美菱电器的产能将上升 50%。再考虑合肥三洋的采购量，仅此三个客户，公司估算 3-4 年需要 30 万吨 VCM 和 PCM。

■ 与阪和兴业株式会社签订大额销售合作意向书

公司昨日公告阪和将作为公司最重要的战略合作伙伴，向全世界销售公司生产的 PCM 钢板/PET 钢板。预期 2011

年销售目标 PCM 钢板/PET 钢板 5 万吨。考虑到公司的合肥基地产能释放约 6 万吨，而目前产能已经处于饱和状态，因此公司并不缺乏客户，只待产能的充分释放。

■ 给予“谨慎推荐”评级。

2010-2012 年 EPS 0.72 元，1.07 元，1.47 元，对应 PE 分别为 45、30、22 倍。公司所处行业的需求年增速预期 33-35%，对传统材料的替代仍有较大空间。且公司的规模和新产品开发也处在上升趋势，我们对公司给予“谨慎推荐”评级。

盈利预测假设条件：

表 4：主要产品收入和毛利率假设条件（百万元、%）

收入	2010 年	2011 年	2012 年	毛利率	2010 年	2011 年	2012 年
PCM	830	1,270	1,778	PCM	16.50%	16.20%	16.00%
VCM	260	403	564	VCM	22%	21.50%	21.20%
合计	1090	1672.9	2342.06	合计	17.81%	17.48%	17.25%

资料来源：国信证券经济研究所

表 5：公司盈利预测表

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
营业总收入	712.62	665.50	1,090.00	1,672.90	2,342.06
营业总成本	638.03	580.43	964.59	1,485.06	2,083.33
营业成本	586.51	539.49	895.85	1,380.53	1,937.99
营业税金及附加	1.14	0.95	1.30	2.00	2.79
销售费用	18.38	16.05	25.07	40.15	56.21
管理费用	20.86	22.11	37.06	55.21	77.29
财务费用	10.17	0.39	1.31	2.17	3.04
资产减值损失	0.97	1.44	4.00	5.00	6.00
营业利润	74.59	85.06	125.41	187.84	258.73
利润总额	77.77	91.12	127.61	190.04	260.93
减：所得税	11.21	13.13	19.14	28.51	39.14
净利润	66.57	77.99	108.47	161.54	221.79
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00		
归属于母公司所有者的净利润	66.57	77.99	108.47	161.54	221.79
每股收益：	1.06	1.12	0.72	1.07	1.47

资料来源：国信证券经济研究所

表 6：喷涂与预涂工艺比较

喷涂	预涂
直接成本	经济优势
设备购买与维护	简化生产工艺，节省投资和运转费用
能耗高	高效施工设备
耗时长、效率低	
间接成本	环境优势
喷漆漆雾损失	无有毒废弃物
烘道及喷漆室维护	在线溶剂焚化
	符合环保法规
潜在成本	可靠性
保险、操作费用	性能优于传统方法
环境治理和仓储	

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。