

2010-11-23

家用电器

禾盛新材 002290-SZ

维持

买入

当前价格	33.40 元
目标价格	45.00 元
目标期限	6 个月

赵磊 (执业证书编号: S0930209110229)

联系人: 何伟

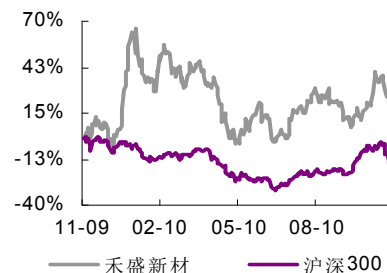
021-22169108

hewei@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	150
总市值(百万元)	5,026
流通比例(%)	38.67%
12 个月最高/最低(元)	75.97/23.00
主要股东	赵东明

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.06	-5.10	40.67
绝对收益	9.26	4.58	28.22

相关报告:

出口大订单提升公司估值

2010-11-16

与速度赛跑, 抢占家电复合材料高地

- ◇ 调研地点: 苏州
- ◇ 拜访对象: 禾盛新材董事会秘书

◆ 家电复合材料行业处于黄金增长期, 未来三年复合增长率 35%

国内市场家电复合材料(俗称家电彩板)对喷涂工艺替代率仅 25%, 行业正处于黄金增长期, 预计 2011-2013 年 CAGR 达到 35%。不完全统计, 仅上市家电企业未来两年的扩产计划将新增 36 万吨/年的需求量, 相当于 2009 年国内需求总量。

◆ 2011 年产能翻倍, 未来三年发展瓶颈在于产能扩张速度

公司当前产能 12 万吨/年, 2010 年 12 月公司合肥一期将投产, 释放产能 6 万吨/年; 2011 年 3 月, 公司合肥二期投产, 释放产能 6 万吨/年。公司业绩有望在 2011 年实现爆发性增长。以公司当前掌握的资源, 后续有能力快速启动新的大规模产能扩张计划。

家电非核心配件领域容易形成优势龙头企业(市占率 50%左右), 家电复合材料行业正处于龙头形成期。公司当前市占率 25%, 是同类企业中唯一的上市企业, 借助资本市场实现产能迅速扩张将扩大公司同竞争对手之间的领先差距, 未来公司有望成为行业优势龙头。

◆ 战略合作迅速打开海外市场

国内家电复合材料具备全球成本优势, 但国内市场供不应求拖延了出口市场的启动。公司当前以少量战略订单维持海外客户的合作关系。随着产能释放, 公司加快海外业务拓展。公司同日本大型贸易商阪和成为战略合作伙伴。阪和将在海外经销公司产品, 2011 年销售目标是五万吨。

◆ 公司业务具备抗通货膨胀属性

公司主要原材料为钢板, 钢板价格的上涨完全能够向下游家电企业转移。历史数据表明, 公司收入将随钢板价格同步上涨。

◆ 具备估值优势, 维持“买入”评级

预计 2010-2012 年公司 EPS 为 0.75/1.40/1.88 元(对公司产能扩张能力信心增强, 调高 2012 年 EPS), 未来三年利润复合增长率 58%。公司估值在同类企业中具备优势。维持“买入”评级, 调高六个月目标价至 45 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	713	665	1,102	2,156	3,016
营业收入增长率	57.95%	-6.61%	65.64%	95.55%	39.93%
净利润(百万元)	67	78	113	210	283
净利润增长率	51.92%	17.16%	45.05%	86.07%	34.58%
EPS(元)	0.44	0.52	0.75	1.40	1.88
ROE(归属母公司) (摊薄)	31.98%	9.33%	12.13%	18.98%	21.31%
P/E	76	64	44	24	18
P/B	24	6	5	5	4
EV/EBITDA	25	26	34	20	15

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要件

关键假设

- 1、2011 年产 12 万吨的合肥基地顺利投产，公司全年实现 20 万吨产量
- 2、日本阪和顺利向海外销售公司产品 5 万吨
- 3、2011 年冷轧和镀锌板均价上涨带动公司产品均价上涨 10%

我们区别于市场的观点

市场认为公司估值较高，股价继续上涨存在压力。公司所处的行业属于家电非核心配件领域，竞争门槛不高，未来前景未必好。

我们认为 2011 年公司产能将顺利释放，内需的增长以及出口市场的开拓将实现公司业绩的爆发性增长。公司 2011 年产量将增加 80%，同时预期钢铁价格上涨带动产品价格上涨 10%，公司收入有望增长一倍(180%*110%)。比较可比公司，公司估值还处于低位。

家电复合材料行业正处于黄金增长期，预计 2011-2013 年 CAGR 达到 35%。不完全统计，仅上市家电企业未来两年的扩产计划将新增 36 万吨/年的需求量，相当于 2009 年国内需求总量。

当前家电复合材料领域还未形成具有明显优势的龙头企业。家电非核心配件市场注重规模优势和稳定的客户关系，往往能够形成市占率很高的优势龙头企业，例如三花股份生产用于冰箱、空调的四通阀、截止阀国内市场占有率分别为 60%和 40%；常发股份生产用于冰箱、空调的蒸发器和冷凝器国内市场占有率 50%以上；康盛股份生产的冰箱冷凝管国内市场占有率达到 60%以上。我们认为公司具备成长为家电复合材料领域优势龙头企业的潜质。

股价上涨的催化因素

换年行情启动

公司启动新的扩产计划

估值和目标价格

预计 2010-2012 年公司 EPS 为 0.75/1.40/1.88 元(对公司产能扩张能力信心增强，调高 2012 年 EPS)，未来三年利润复合增长率 58%。公司估值在同类企业中具备优势。维持“买入”评级，调高六个月目标价至 45 元。

投资风险

大盘系统性风险

2011 年合肥基地产能释放不符合预期

2011 年产品售价上涨不符合预期

2011 年产能增长从一季度至四季度是一个加速过程，一季度的增速慢于全年预期增长率，可能导致市场的误解。

公司简介

未来三年发展瓶颈在于产能扩张速度

公司是国内家电复合材料（主要包括 PCM、VCM）龙头企业之一，当前产品主要用于冰箱、洗衣机、微波炉等白色家电外观部件。

公司当前产能 12 万吨/年，2010 年 12 月公司合肥一期将投产，释放产能 6 万吨/年；2011 年 3 月，公司合肥二期投产，释放产能 6 万吨/年。由于公司是同类企业中的唯一一家上市企业，借助资本市场的力量实现产能的迅速扩张将扩大公司同竞争对手之间的领先差距。公司业绩也有望在 2011 年实现爆发性增长。

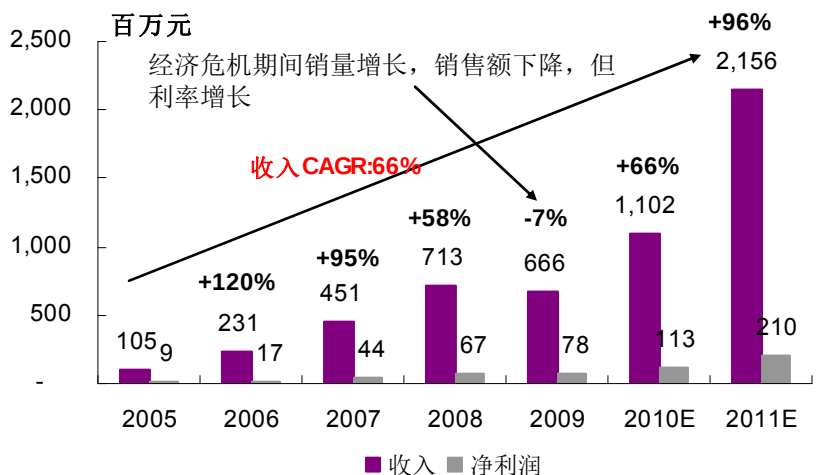
我们认为公司未来三年内的主要瓶颈在于产能扩张速度。产品的需求增长不存在瓶颈。首先，当前家电复合材料对喷涂工艺的替代率仅 25%，还处于黄金发展期。其次，公司产品的应用领域还具有扩张的潜力。当前公司产品主要用于冰箱、洗衣机、微波炉，未来还可向空调、彩电背板拓展。第三，过去公司受制于产能，还未大力开拓出口市场，出口占比仅 10%。目前，公司已经同日本大型贸易商阪和成为战略合作伙伴，2011 年双方初步意向目标为销售 5 万吨复合材料，这将消化公司近一半的新增产能。

高成长型企业

公司是高成长型企业，收入仅在 2009 年出现下滑，其他时间都呈现高增长态势。2009 年收入下滑的背景是全球经济危机，家电行业在 2009 年上半年出现严重下滑。但即使是在 2009 年，公司复合材料销量依然同比增长 10%。由于受钢铁价格严重下滑（当年钢铁采购均价下降 26%）影响，公司产品销售单价下滑 15%。但当前公司依然克服收入下滑的影响，利润同比增长 17%。2011 年公司产能将增加一倍，业绩有望迎来爆发性增长。

图表 1：公司历年收入与净利润

2011 年公司募投项目产能释放，业绩将爆发性增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

行业分析

家电彩板（即家电复合材料）是高档彩板

家电彩板是彩板中的高端产品，属于彩板行业的产业升级，国内行业还处于黄金发展期。

1935 年美国建设第一条彩板生产线。1978 年，美国通用电器建设第一条无喷涂设备的家电生产线，促进了家电用彩板的研发。彩板应用领域已经从建筑建材扩展到家电、家具、交通、造船及汽车等领域。

图表 2：2002 年钢铁基板中彩板使用情况

	建筑	汽车(运输)	家电	家具	包装	其他	仓储	出口
欧洲	63.5%	8.5%	8.3%	1.3%	0.3%	1.5%	9.9%	6.7%
北美	62.5%	7.6%	20.3%	3.5%	0.4%	3.5%	2.2%	

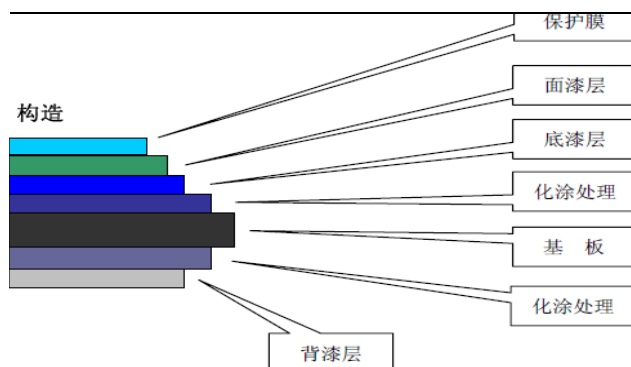
资料来源：欧洲卷涂协会 ECCA 北美卷涂协会 NCCA，光大证券研究所

中国上世纪 80 年代开始建设彩板生产线，90 年代后期兴起彩涂板的消费和生产热潮。目前中国彩板总产能上千万吨，处于过剩状态。但产能多为低端产品，无法应用于家电产品。家电彩板是一种高档彩色钢板，有严格的外观质量要求，对色差、表面平整度等要素尤为严格，因此对基板、涂料、彩膜等原材料以及生产设备、工艺技术有特殊要求。家电彩板在满足外观装饰效果的同时，还必须保证满足严格加工成型要求和家电产品的特殊使用要求，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、耐腐蚀性能，面包机、微波炉、烤箱外壳的耐热性。

家电复合材料必然替代传统喷涂工艺

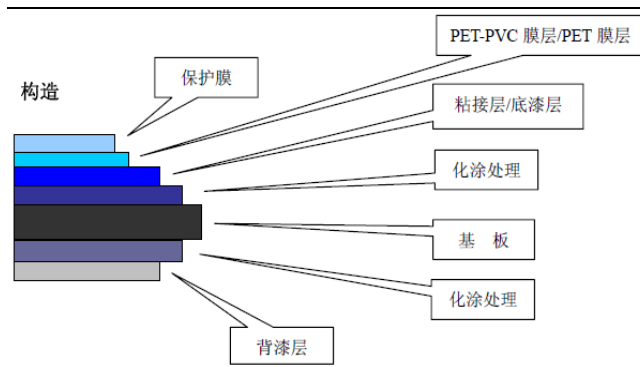
PCM 和 VCM 是第一和第二代家电复合材料。家电复合材料采用预涂工艺，是传统喷涂工艺的替代品。替代空间从大家电到小家电，包括面包机、烤箱面板等。当前冰洗产品是复合材料应用最多的产品。此外，LCD 电视背板也呈现钢板替代塑料板的趋势。

图表 3：PCM 产品系列



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 4：VCM 产品系列



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

PCM 是涂层板材，主要应用的原材料为钢铁薄板和油漆涂料；VCM 是覆塑板材，主要应用的原材料为钢铁薄板和覆膜材料。由于覆膜成本较高，VCM 的销售价格较 PCM 高。家电领域 PCM 主要用于冰箱、洗衣机等家电面板、侧后板，VCM 主要用于冰箱面板。

家电复合材料将替代传统喷涂工艺。经济成本、绿色环保以及家电消费升级都要求采用复合材料。

图表 5：家电复合材料替代传统喷涂工艺的优势

经济成本	喷涂工艺只适合年产能数十万台的生产线，而家电复合材料适合年产能上百万台的生产线。不考虑更换相应设备的情况下，使用家电复合材料能简化下游企业的制造流程，更具经济性。喷涂工艺主要特点为在金属部件成型后进行喷涂。该工艺效率低，影响产品生产效率，并且要求更多的人工以及存在涂料浪费的特点。家电复合材料采用预涂方式，直接节省喷涂环节的工作。虽然复合材料价格比原料基材贵 20%~100%，但综合成本低 5-10%。
绿色环保	绿色环保要求家电行业淘汰喷涂工艺。喷涂工艺在喷涂中会形成 20%-30%的油漆损失，形成环境污染。复合材料在生产过程中无涂料挥发，更加环保，还能够节约能源 1/6-1/5。2006 年 7 月 1 日，欧盟正式实施《关于在电子电气设备中限制使用某些有害物质指令》(简称 ROHS)，家电产品被要求严格的绿色环保标准，也推动了欧洲家电复合材料的普及。在中国，家电企业扩产项目都需要通过环保标准的评估，由于环保标准的限制当前家电新增产能都不再采用喷涂工艺。
家电消费升级	城镇市场兴起家电消费升级，如高端冰箱以及滚筒洗衣机占比的提升。喷涂工艺制成的家电外壳颜色单调，表面处理质量控制不方便，涂层膜厚不均匀，容易产生棱边死角等缺陷，无法适应高端家电的需求。消费者对家电的需求已经不再停留在功能需求，还希望家电成为居室内的一种装饰品，体现个人的品味。高端家电必须采用复合材料才能满足消费者的审美要求。

资料来源：光大证券研究所整理

当前家电复合材料共四代，第一代 PCM、第二代 VCM，第三代 PEM 和第四代 PPM。由于经济成本的原因，当前需求最大的是第一代 PCM 产品，第二代 VCM 产品有少量需求用于冰箱面板。第三代和第四代产品由行业领导者海尔特钢研发并倡导，但由于性价比还无法同 PCM 和 VCM 相比，市场接受程度还不高。

图表 6：家电复合材料品类

	产品简述
第一代 VCM	VCM 彩板是一种层压复合钢板，具有靓丽的外观及优异的加工性、表面装饰性、耐腐蚀性、耐刮伤性等，可实现低光到高光不同效果，同时配以精美的图案和珠光闪烁的效果。该系列彩板选用环保材料，满足了欧盟 ROHS 指令的要求。
第二代 PCM	PCM 彩板即连续辊涂彩色钢板，色彩鲜艳，具有良好的成型加工性、漆膜耐腐蚀性和柔韧性，能够满足高速、精密加工设备的要求。
第三代 PEM	PEM 彩板是 VCM 彩板的环保升级换代产品。海尔特钢是 PEM 彩板的倡导者。
第四代 PPM	PPM 彩板是海尔特钢研发的第四代全新型彩色钢板。具有华丽的外观和优异的品质，同时具有良好的表面抗划伤性和高硬度性能，有效的解决了冰箱等发泡产品发泡压痕等历史问题。

资料来源：海尔特钢，光大证券研究所

家电复合材料已经进入黄金增长期

家电复合材料行业正处于黄金增长期，预计 2011-2013 年 CAGR 达到 35%。我们选取几种主要的家电产品估算家电复合材料的潜在需求规模。预计 2009 年国内主要家电产品复合材料的可替代空间为 144 万吨，其中冰箱和洗衣机产品占其中的 59%。推算 2009 年中国家电彩板总体供应量 35 万吨，渗透率达到 25%。2010 年由于家电产量的快速增长，国内家电复合材料产能释放无法跟上，预计渗透率依然维持在 25%。

图表 7：家电复合材料可替代空间测算

	冰箱	洗衣机	微波炉	LCD	空调	电热水器	冷柜		
产量(万台)									
2008	4,300	3,748	6,348	4,111	6,334	1,352	1,187	家电行业高增长 2011 年家电需求增长乐观	
2009	5,354	3,981	6,038	6,562	6,485	1,899	1,247		
2010E	6,900	4,900	7,548	8,500	9,200	2,468	1,646		
2011E	8,215	5,805	7,925	10,325	10,433	2,838	1,893		
应用领域	面板 侧板	面板 侧板	侧板	背板	柜机 侧板	面板 侧板	面板 侧板	我们的估计	
覆盖面积 (平方米/台)	2.9	1.6	0.34	0.48	0.84	1.00	1.92		
消耗彩板 (千克/台)	11.3	6.2	1.3	1.9	3.3	3.9	7.5		
年复合材料潜在可替代需求量(万吨)								冰洗	全部
2008	49	23	8	8	21	5	9	72	123
2009	61	25	8	12	21	7	9	85	144
2010E	78	30	10	16	30	10	12	108	187
2011E	93	36	10	19	34	11	14	129	219
								冰洗 占比	

注(1): 冷柜(含冷冻箱、冷藏箱、展示柜)、微波炉、热水器产量来自国家统计局，其余来自产业在线

注(2): 家电彩板主要应用 0.5mm 规格钢板，重量为 3.925 千克/平方米

注(3): 我们对家电产品单台所需家电复合材料的估计低于其他报告。我们的估计来自对家电产品的实际测量和测算。差别可能在于家电产品部分非彩钢配件的钢用量导致。例如 2007 年中国冰箱产量 4719 万台，根据中国家电协会统计当年冰箱行业用钢量 71 万吨，折合每台冰箱用钢 15 千克。我们估计每台冰箱复合材料的消耗量为 11.3 千克，两者差别在于冰箱内部钢制管路的影响。

资料来源：国家统计局，产业在线，光大证券研究所

发达国家和地区家电生产已经普遍采用复合材料，国内对复合材料的接受度也在不断提高。外资企业是国内应用家电复合材料最积极的一批企业。2009 年，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；小天鹅代工的通用滚筒洗衣机百分之百采用 PCM 产品，南京 LG 洗衣机产品 100%采用 PCM 产品。

中资企业家电复合材料的应用首先是从海尔这样的市场龙头开始的，目前已经开始向中低端家电品牌过渡。海尔在 1999 年就引进可用于生产家电彩钢的生产线，目前海尔特钢已经拥有青岛和合肥两条生产线，主要用于集团内部的供应。

由于家电行业大量新生产线的采用，预计 2013 年家电复合材料的渗透率可以达到 42%，复合材料总需求量达到 100 万吨以上。随着家电行业增速的放缓，复合材料产能释放将快于家电行业增长，带动渗透率的提高。

图8：国内复合材料需求与替换率测算

	复合材料 (万吨)	增长率	可替换空间 (万吨)	增长率	替换率
2009	35		144		24%
2010	44	26%	187	30%	24%
2011	61	39%	219	17%	28%
2012	83	35%	237	8%	35%
2013	107	30%	255	8%	42%

资料来源：光大证券研究所

家电行业产能快速扩张，复合材料将被大规模采用

当前家电行业处于产能快速扩张期。我们所不完全统计的上市公司家电产能扩张计划基本将于 2012 年完成，全部满产将增加 36 万吨/年的家电复合材料需求，相当于 2009 年家电复合材料总需求。

图9：上市公司家电产能扩张计划

	建设期	新增产能 万台/年		建设期	新增产能 万台/年
美的电器募投项目			格力电器募投项目		
中央空调（合肥）项目	24 个月		总部商用空调技改扩产项目	2 年	
压缩机（芜湖）项目	15 个月	600	武汉商用空调建设项目	2 年	
冰箱（荆州）项目	24 个月	500	郑州家用空调建设项目	1 年	250
冰箱（南沙）项目	13 个月	400	家用空调压缩机项目	2 年	600
家用空调（南沙）项目	24 个月	450			
家用空调（芜湖）项目	18 个月	500			
青岛海尔在建重大项目			美菱电器在建重大项目		
合肥节能环保冰箱技改		300	合肥雅典娜豪华冰箱项目	16 个月	200
胶州无氟变频高能效空调		300	合肥冰柜扩能项目	14 个月	120
重庆新型节能环保电冰箱	2 年	200	绵阳环保节能冰箱扩能项目	10 个月	120
小天鹅在建重大项目			海信科龙在建重大项目		
南沙工业园	2 年	900	扬州冰箱生产线	1 年	200
康佳集团					
滁州冰箱项目		200			
滁州洗衣机项目		100			

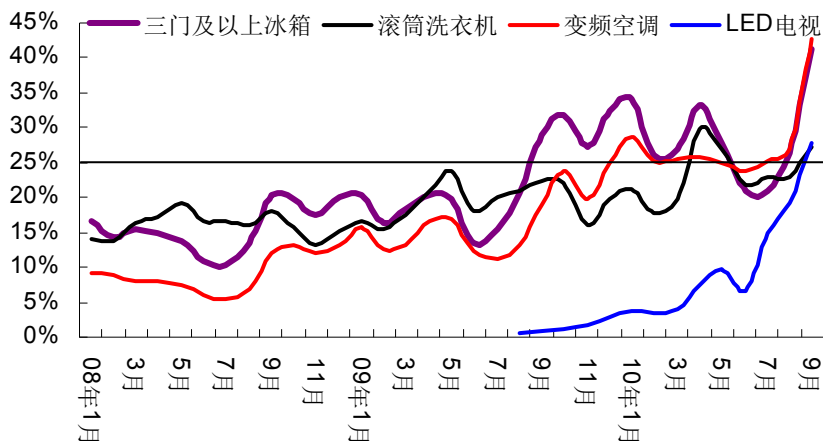
资料来源：光大证券研究所整理

除上述上市公司的扩产计划外，非上市的公司如格兰仕提出三年内销售规模要达千亿。2009 年格兰仕已经投资 13 亿元在广东中山基地兴建冰洗二期工业园，2010 年 3 月格兰仕再次注资 3 亿元，用于冰洗南厂的建设。目前，格兰仕已经形成冰洗年产能 400 万台冰箱、300 万台洗衣机。此外，港股上市的彩电企业创维和汽车企业比亚迪都有意进入冰洗行业。

城市消费升级对复合材料的需求有催化作用

高端家电产品必须采用复合材料，喷涂工艺的效果无法满足消费者的需求。当前城市市场家电消费表现出明显的消费升级，如三门及以上冰箱、滚筒洗衣机在城市的销量占比头已经提升至 25% 以上，并具有继续上升的趋势。城市家电消费升级将是复合材料应用很好的催化剂。

图表 10：城市市场家电消费升级趋势明显

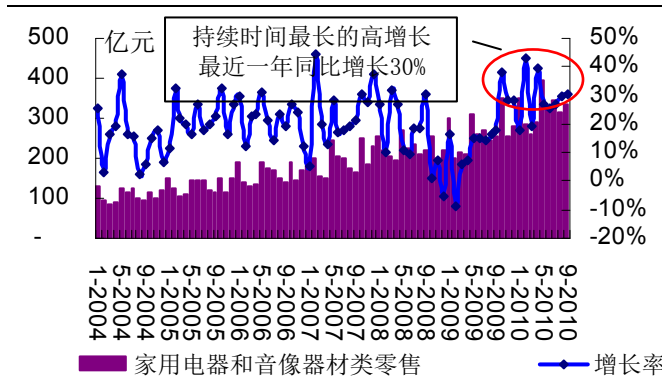


资料来源：中怡康，光大证券研究所

2011 年家电行业需求乐观

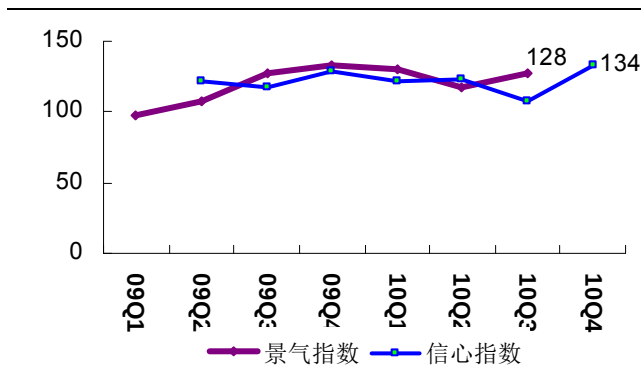
家电行业刚经历长达一年的景气，过去一年行业销售额同比增长 30%。当前家电景气指数和信心指数还处于高位，2010 年第四季度行业需求将维持高增长。

图表 11：国内家电月零售额推移图



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

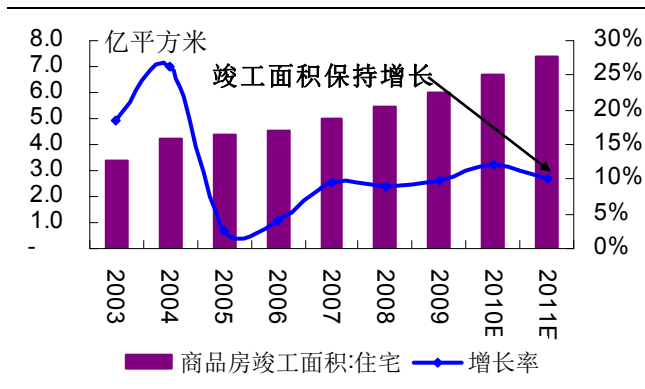
图表 12：中怡康家电景气指数和信心指数



资料来源：中怡康，光大证券研究所

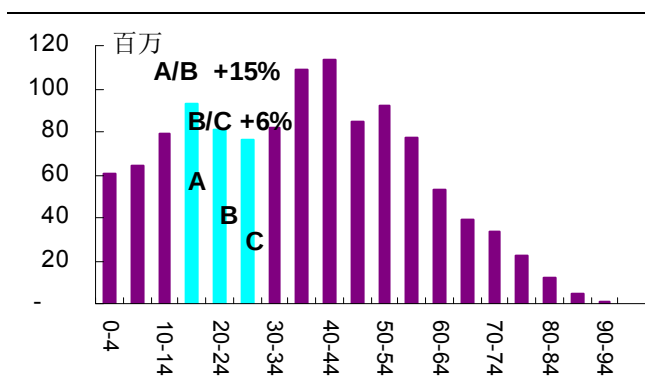
我们对 2011 年家电行业需求比较乐观，行业有望保持 20% 的较高增长。房地产陷入调整，市场担心由此导致对家电城市新置需求的影响。但鉴于 2011 年商品房竣工面积依然保持增长，我们预计房地产的影响不大。此外，中国适婚人口稳步增长，家电需求增长具备人口基础。而家电下乡和以旧换新在 2011 年依然会起到可观的刺激作用。

图表 13: 商品房竣工面积



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

图表 14: 2008 年中国人口结构

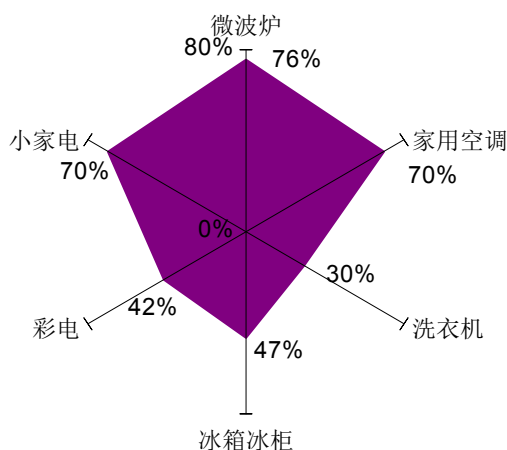


资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

产能转移, 家电复合材料国际市场前景乐观

中国家电复合材料出口国际市场的前景相当乐观。目前海外家电企业已经开始向中国采购家电复合材料, 但由于国内家电复合材料供不应求, 因此只有少量的出口。冰箱和洗衣机对复合材料的需求量是家电产品中最大的。2009 年中国冰洗产品在全球家电产量中的占比偏低。因此预计 2009 年仅冰箱、冰柜和洗衣机产品国际市场的潜在需求就有 137 万吨。以中国在制造业的比较优势, 国际家电复合材料将向中国转移, 中国未来将是家电复合材料出口大国。

图表 15: 2009 年中国家电产量全球占比



资料来源: 光大证券研究所整理

行业竞争——期待市场优势龙头的产生

国内家电复合材料的生产企业主要包括禾盛新材、海尔特钢、苏州新颖、苏州同信、珠海拾比佰和宜兴立霸。海尔特钢是行业领导者，第四代家电复合材料 PPM 彩板研发者。但由于其归属于海尔集团，同其他家电企业形成竞争，因此其产品一般用于集团内部供应，竞争对手较少采购其产品。除海尔特钢和禾盛新材之外的其他企业产品线都是同时覆盖建筑用材和家电用材，并且还未上市。相比而言，禾盛新材专注于家电复合材料市场，并且成功上市，能够借助资本市场的力量快速扩张产能，抢占市场。

当前家电复合材料领域还未形成具有明显优势的龙头企业。家电非核型配件市场注重规模优势和稳定的客户关系，往往能够形成市占率很高的优势龙头企业，例如三花股份生产用于冰箱、空调的四通阀、截止阀国内市场占有率分别为 60% 和 40%；常发股份生产用于冰箱、空调的蒸发器和冷凝器国内市场占有率 50% 以上；康盛股份生产的冰箱冷凝管国内市场占有率达到 60% 以上。我们认为公司具备成长为家电复合材料领域优势龙头企业的潜质。

图表 16：家电复合材料行业主要企业介绍

	2009 产能 万吨/年	说明
禾盛新材	7	专注于家电复合材料。7 万吨是公司当年实际产量。2009 年末，公司已经具备 12 万吨/年的产能，拥有 2 条卷对卷 50m/min 生产线，1 条片对片 VCM 生产线。至 2011 年一季度末，公司将拥有 24 万吨/年的产能。产能的快速扩张得益于资本市场的融资扩产。
海尔特钢	12	行业领导者。由于其归属于海尔集团，同其他家电企业形成竞争，因此其产品一般用于集团内部供应，竞争对手较少采购其产品。拥有 2 条 50m/min 生产线。
苏州新颖	6	苏州新燕集团下属公司，产品覆盖建筑用材和家电用材。6 万吨的产能指家电彩钢产能。拥有 1 条 50m/min 生产线，1 条 25m/min 生产线，1 条片对片 VCM 生产线。
苏州同信	2	韩国专业复合材料生产企业同信公司在国内设立的生产企业，主要产品为建材用的耐污染彩板、家电用高光覆膜产品以及文教用品所需的书写板材等。2 万吨产能指家电彩钢产能。拥有 1 条 50m/min 生产线。
珠海拾比佰	3	中外合资企业，产品覆盖建筑用材和家电用材，3 万吨产能指家电彩钢产能。拥有 1 条 25m/min 生产线。
宜兴立霸	5	民营企业，产品覆盖建筑用材和家电用材，5 万吨产能指家电彩钢产能。拥有 1 条 50m/min 生产线，1 条年产 1 万吨 VCM 生产线。

资料来源：光大证券研究所整理

海外家电彩钢生产企业如日韩的淀川制钢、同兴和同信。未来海外产能向中国转移是大势所趋。首先，中国具有制造成本优势。目前海外的家电企业已经开始向中国采购复合材料，但由于国内复合材料供不应求，因此只有少量的出口。其次，中国是家电制造基地，国内就地配套更具竞争优势。

行业壁垒

家电复合材料是家电非核心配件产品，家电企业普遍从外部采购。这个行业最主要的壁垒是规模效应和客户关系。此外，技术工艺壁垒也具有很重要的作用。

规模壁垒：规模效应往往导致家电行业非核心配件细分领域出现具有明显优势的市场龙头。例如三花股份生产的用于冰箱、空调的四通阀、截止阀国内市场占有率分别为 60%和 40%；常发股份生产的用于冰箱、空调的蒸发器和冷凝器国内市场占有率 50%以上；康盛股份生产的冰箱冷凝管国内市场占有率达到 60%以上。当前家用复合材料行业还处于高速发展阶段，还没有形成具备明显优势的龙头。未来，产能扩张最快的禾盛新材很有可能成为这一细分市场的优势龙头。

客户关系壁垒。要成为家电企业的供应商，企业首先需要进行产品认证。特别是外资企业具有严格的认证以及供货测试，涉及管理、技术、生产能力各方面的考核。禾盛新材曾用四年时间才成为松下合格的供应商。客户关系一经形成，家电企业为保持生产的稳定，一般不会轻易更改供应商。

技术工艺壁垒。家电复合材料的生产需要一定的技术工艺，这也是过去国内建筑用彩钢产能过剩但却无法满足家电企业需求的主要障碍。技术工艺壁垒的存在有效避免了建筑用彩钢生产企业进入家电彩钢市场。当前行业技术工艺最先进的是海尔特钢。禾盛新材的技术也具有自己的优势和特点，其拥有国内第一条“三涂三烘”复合材料柔性生产线。

公司分析

产能释放进入快车道

2010 年，公司已经具备 12 万吨/年的产能，其中包括 2009 年 5 月新投产的 6 万吨/年的产能。2010 年 12 月，公司合肥第一条生产线将投产，产能 6 万吨/年；2011 年 3 月，公司合肥第二条生产线将投产，产能 6 万吨/年。新生产线的产能充分释放需要半年左右的调试，预计 2011 年合肥生产线实际可达到的产能在 8 万吨左右。

2009 年公司上市时募投项目是“年产 12 万吨家电用复合材料生产线项目”+“年产 800 万平方米高光膜生产线项目”。由于产能瓶颈明显，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”，即 2011 年 3 月即将投产的合肥第二条生产线。高光膜属于公司上游产品，可等待日后建设。

2008 年开始，公司的产能已经处于充分利用状态。由于产品规格的切换以及新生产线的产能爬坡期，一般产量会略低于理论产能。

图表 17：公司产能和产量

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产能	5	6	6	9	12	24	36
产量	2.73	4.57	6.49	7.04	11	20	28
产能利用率	55%	76%	100%	78%	92%	83%	78%

注(1)：2009 年 9 万吨产能为年初的 6 万吨加上 5 月投产的 6 万吨/年折算为 3 万吨产能。

注(2)：2012 年假设公司已经进行新的产能扩张

资料来源：光大证券研究所整理

公司有能力进行新的产能扩张

展望 2012 年，公司还具有快速扩产的动机和能力。2009 年公司上市时募集资金 5.5 亿元，其中超募资金 2 亿元；此外公司在苏州园区具有 150 亩(90+60)的土地储备。上述资源可用于产能扩张。类比公司在合肥即将建成的基地，基地占地面积 100 亩，产能 12 万吨/年，募投时规划投资总额 2.7 亿元，其中包括 9000 万的流动资金。因此我们认为公司具有随时启动 12 万吨/年新生产基地建设的能力。建设的时机取决于市场的需求，建设周期预计为一年。

客户资源丰富，生产辐射家电制造基地

公司苏州和合肥两大生产基地处于家电企业集中地区。苏州所在的长三角具有大量外资企业，以及小天鹅这样的大型企业。合肥是中国的三大家电生产基地之一，集中了大量大型家电企业生产基地，包括海尔、格力、美的、合肥三洋、美菱电器等。

公司的客户网络已经覆盖主要的家电企业。例如长三角地区的外资企业，包括泰州 LG、南京 LG、苏州三星、无锡松下、上海夏普、上海日立。内资企业客户包括如美的集团、小天鹅、美菱电器、合肥三洋、合肥荣事达、合肥华凌、杭州华日等。

出口业务有望爆发

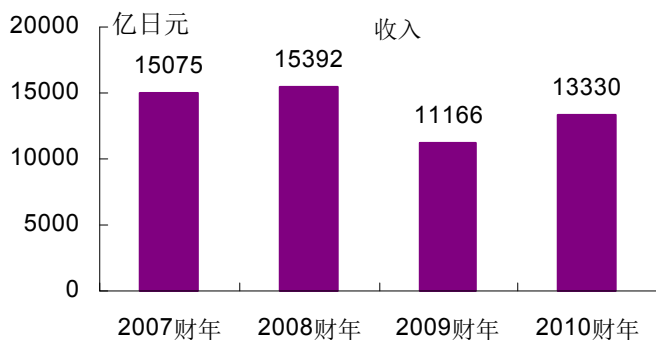
由于产能的限制，公司出口业务占比仅 10%，其中包括大量向保税区的销售业务。但公司同泰国夏普、越南大同、墨西哥惠而浦等国外企业保持着业务关系，即公司已经通过认证，成为这些企业的供应商。这对未来公司产能释放后快速提高出口销售有益。

此外，公司同日本阪和兴业株式会社成为战略合作伙伴。未来阪和将向全球销售公司产品，同时协助公司进行品质管理。2011 年双方的初步意向目标为销售 5 万吨复合材料。

日本阪和兴业株式会社是一家日本上市公司，成立于 1947 年，是以经营钢铁为核心，兼营食品、燃料、化工产品、木材、机械等多种商品的综合商社。该企业在全球拥有 30 多家分公司和办事处。阪和是公司的钢材基板供应商，未来将成为公司开拓海外市场的重要战略伙伴。

图表 18：阪和销售收入

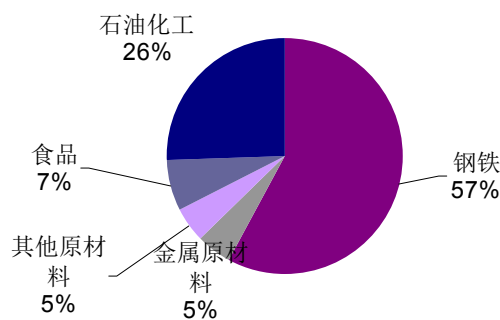
2010 财年（至 2010 年 3 月）收入 11166 亿日元，约 890 亿人民币



资料来源：阪和公司公告，光大证券研究所

图表 19：2010 财年下半年阪和业务构成

钢铁业务是阪和的主业



资料来源：阪和公司公告，光大证券研究所

产品线有望扩大

公司当前产品应用于冰箱、洗衣机和微波炉。目前公司正在将产品线向空调和彩电背板进行沿伸。国内市场已经存在空调柜机所需复合材料，公司当前正在研发适合的产品型号。这也从侧面反映家电复合材料行业具有一定的技术和工艺壁垒。彩电背板当前主要采用塑料，但目前已经出现被钢板替代的趋势。首先，随着平板电视的大型化，采用钢板能够实现彩电机身更薄的要求。其次，采用钢板能够节约成本。当前公司已经向胜利精密、友达光电小批量供货，这一市场有望在 2011 年启动。

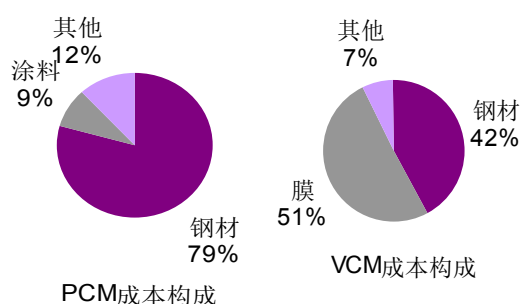
公司具有抗通货膨胀属性，能有效转嫁钢价上涨压力

公司主要原材料为各种规格型号的钢铁薄板基材、有机涂料、化学处理剂和复合膜等，2006 年度、2007 年度、2008 年度及 2009 年 1-6 月公司原材料成本占生产成本的比重分别为 94.76%、95.09%、94.59%和 93.93%。

公司原材料成本的上涨能够有效向下游客户转嫁，下游客户也普遍接受原材料价格上涨导致的产品价格联动。

2006 年至 2009 年，公司历年的钢板进货均价变动与产品销售均价呈现同步变动趋势，更确切的说公司产品价格上涨幅度高于钢板价格上涨幅度，产品价格下跌幅度小于钢板价格下跌幅度。

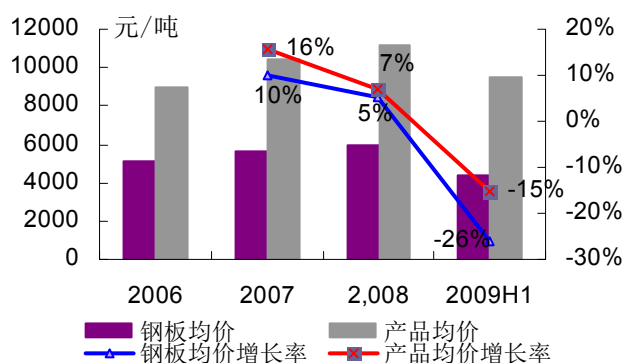
图表 20：2009H1 产品成本构成



注：2009 年上半年钢价处于底部，因此当前钢材占比更高

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

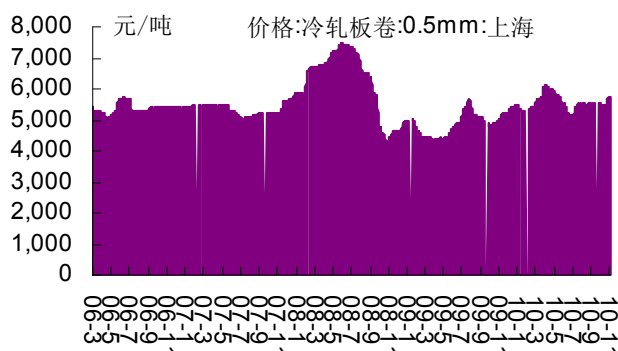
图表 21：公司钢板进货均价和产品销售均价比较



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

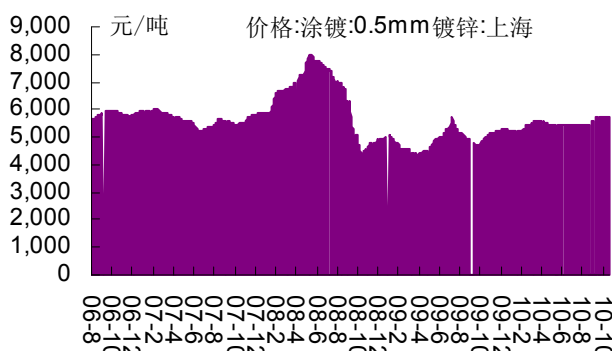
当前冷轧和镀锌板价格处于历史中位。由于铁矿石价格的上涨和通货膨胀压力，预计 2011 年冷轧和镀锌板价格将有所上涨。公司产品销售价格也将同步上涨。

图表 22：上海市场 0.5mm 冷轧板卷价格



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 23：上海市场 0.5mm 镀锌板价格



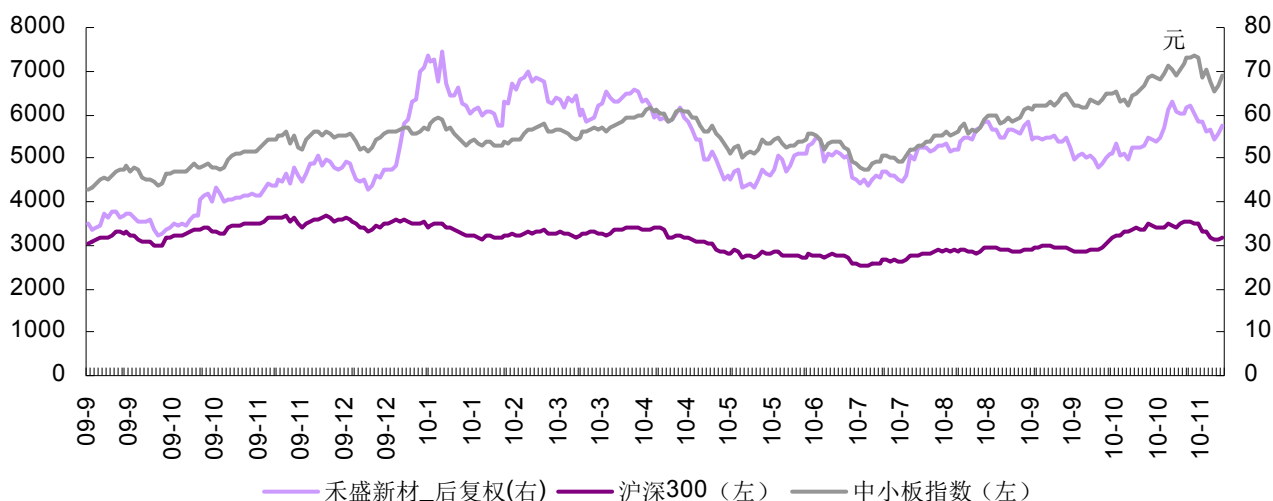
资料来源：wind，光大证券研究所

历史股价收益不错，当前股价存在低估

公司自 2009 年 9 月上市，上市 16 个月以来累计收益率 65%，获得相对收益率(相对沪深 300 指数)61%。同中小板指数相比，获得相对收益率 3%。我们认为公司股价相比中小板指数优势不明显的原因在于公司募投项目产能还未完全释放，2010 年仅释放 1/3，其余产能将在 2011 年释放。

图表 24：公司股价走势

公司上市 16 个月以来累计收益率 65%，获得相对收益(相对沪深 300 指数)61% (至 2010-11-19)



资料来源：wind, 光大证券研究所

当前公司估值有所偏低。公司 PE (TTM) 处于历史低位，同时相对于家电上游的相对 PE 也处于历史低位。而 2011 年将是公司上市以来业绩增长最快的时期，理应享受较高的估值。

图表 25：公司股价 PE (TTM) 和相对 PE 估值

公司股价相对 PE (至 2010-11-19)



资料来源：wind, 光大证券研究所

我们选取六家可比的家电配件公司进行比较，公司当前估值明显偏低。公司 PEG 估值和 2011 年 PE 都低于可比公司平均水平。2010 年 PE 高于平均水平，这是建立在公司 2011 年业绩爆发性增长的基础上的，不存在高估。

图表 26：小家电企业估值比较

A 股可比公司估值 (2010-11-22)

	公司名称	总市值	股价	EPS			市盈率			10 年-12 年	PEG
		(亿元)	(元)	10E	11E	12E	10E	11E	12E	净利润 CAGR	
002290.SZ	禾盛新材	50	33.4	0.75	1.40	1.88	45	24	18	58%	0.76
002290.SZ	*禾盛新材	50	33.4	0.76	1.26	1.69	44	27	20	49%	0.89
002413.SZ	*常发股份	36	24.25	0.61	0.79	0.98	40	31	25	27%	1.49
002418.SZ	*康盛股份	31	21.42	0.61	0.90	1.30	35	24	17	46%	0.77
002050.SZ	*三花股份	85	32.38	1.26	1.56	1.97	26	21	16	25%	1.02
002366.SZ	*丹甫股份	27	20.43	0.56	0.69	0.83	36	30	25	22%	1.68
000404.SZ	*华意压缩	29	8.93	0.20	0.31	0.42	44	29	22	43%	1.02
600619.SH	*海立股份	53	8.82	0.24	0.28	0.40	36	32	22	28%	1.31
	均值						36	28	21		1.21

注：*取自朝阳永续一致预期

资料来源：朝阳永续，光大证券研究所

“买入”评级，目标价格 45 元

预计 2010-2012 年公司 EPS 为 0.75/1.40/1.88 元(对公司产能扩张能力信心增强，调高 2012 年 EPS)，未来三年净利润复合增长率 58%。公司估值在同类企业中具备优势。维持“买入”评级，调高六个月目标价至 45 元。

风险提示

大盘系统性风险

2011 年合肥基地产能释放不符合预期

2011 年产品售价上涨不符合预期

2011 年产能增长从一季度至四季度是一个加速过程，一季度的增速慢于全年预期增长率，可能导致市场的误解。

盈利预测

图表 27：公司盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	说明
营业收入	713	665	1,102	2,156	3,016	
收入增长率	58%	-7%	66%	96%	40%	销量和价格的上涨带动收入高增长
综合毛利率	17.7%	18.9%	17.7%	16.9%	16.8%	
销售费用率	2.6%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%	收入增长摊薄销售费用率
管理费用率	2.9%	3.3%	3.5%	3.4%	3.4%	
所得税率	14.4%	14.4%	14.5%	15.0%	18.0%	家电彩板为彩板产业升级，属新兴产业，未来两三年有望维持优惠税率
总销量(万吨)	6.4	7.0	11.0	19.9	28.1	2011 年预计公司可释放 20 万吨产量
PCM						
销售额(百万元)	497	475	882	1,795	2,549	
毛利率	16.33%	16.2%	16.4%	16.0%	16.0%	
销量(万吨)	5.11	5.91	9.8	18.1	25.7	
-内销	0.1	0.7	1.1	6.0	9	2011 年出口业务新增 5 万吨销量
-出口	5.0	5.2	8.7	12.1	16.7	2011 年国内业务销量增长 40%
均价(万元/吨)	0.97	0.80	0.90	0.99	0.99	通胀预期，2011 年均价上涨 10%
销量增长率	40%	16%	66%	85%	42%	
VCM						
销售额(百万元)	206	179	216	356	463	
毛利率	18.34%	21.9%	21.8%	21.0%	21.0%	
销量(万吨)	1.29	1.13	1.2	1.8	2.3	
均价(万元/吨)	1.59	1.58	1.80	1.98	1.98	通胀预期，2011 年均价上涨 10%
销量增长率	87%	-12%	6%	50%	30%	2011 年高端冰箱将快速增长，高端冰箱面板带动 VCM 需求量快速增长
其他业务						
收入(百万元)	10	11	4	4	4	
成本(百万元)	3	1	1	1	1	

资料来源：光大证券研究所

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	5.00%
无风险利率 Rf	3.40%
β (β levered)	0.81
Rm-Rf	9.12%
Ke(levered)	10.79%
税率	14.50%
Kd	0.00%
Ve	2,495.4
Vd	0.0
目标资本结构	0.00%
WACC	10.79%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	-899.81	-13.86%
第二阶段	2,291.01	35.30%
第三阶段(终值)	5,099.56	78.57%
企业价值 AEV	6,490.77	100.00%
加：非经营性净资产	295.29	4.55%
价值		
减：少数股东权益(市值)	0.00	0.00%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	6,786.06	104.55%
股本(百万股)	150.48	-
每股价值(元)	45.10	-
PE(隐含)	59.99	-
PE(动态)	44.43	-

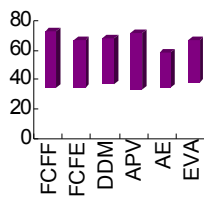
资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%
9.79%	49.84	53.57	58.10	63.67	70.72
10.29%	44.41	47.40	50.96	55.26	60.56
10.79%	39.83	42.25	45.10	48.48	52.57
11.29%	35.91	37.90	40.20	42.91	46.12
11.79%	32.52	34.17	36.06	38.26	40.83

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总



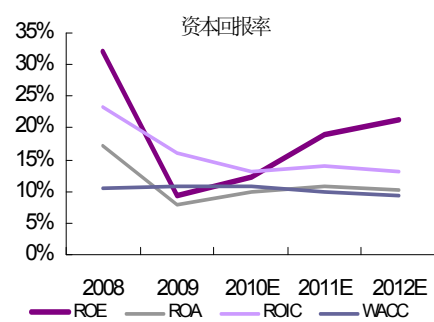
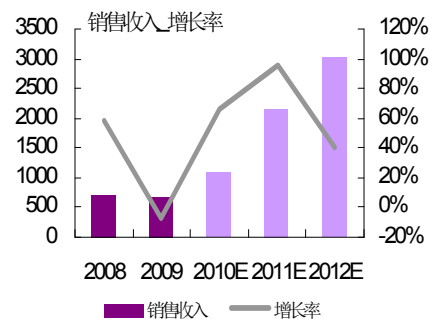
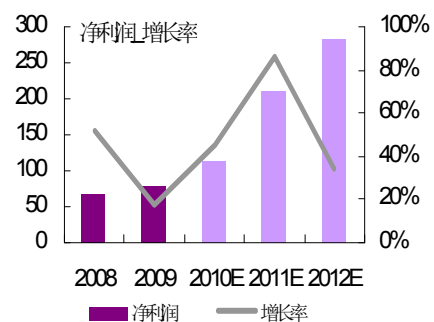
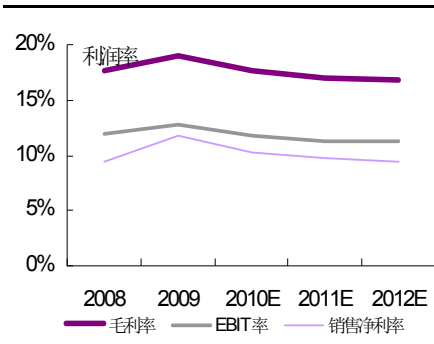
资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估 值	敏感度分析区间
FCFF	45	33	- 71	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	44	33	- 65	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	45	35	- 66	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	44	31	- 70	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	41	32	- 57	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	46	36	- 66	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	713	665	1,102	2,156	3,016
营业成本	587	539	907	1,790	2,508
折旧和摊销	4	6	15	28	39
营业税费	1	1	1	2	3
销售费用	18	16	22	43	60
管理费用	21	22	39	73	103
财务费用	10	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	75	85	130	244	340
利润总额	78	91	132	248	345
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	66.57	77.99	113.12	210.49	283.28

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	385	995	1,146	1,939	2,790
流动资产	314	898	765	1,385	2,076
货币资金	55	482	243	323	452
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	73	100	136	271	411
应收票据	12	53	54	105	179
其他应收款	1	1	3	4	6
存货	152	231	284	596	897
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	32	78	319	474	622
无形资产	2	15	14	14	13
总负债	177	159	214	830	1,461
无息负债	128	159	214	443	644
有息负债	49	0	0	387	817
股东权益	208	836	933	1,109	1,329
股本	63	84	150	150	150
公积金	56	593	538	559	581
未分配利润	89	160	245	400	598
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	73	-49	79	-72	-37
净利润	67	78	113	210	283
折旧摊销	4	6	15	28	39
净营运资金增加	45	120	116	469	489
其他	-42	-253	-165	-780	-849
投资活动产生现金流	-40	-25	-300	-200	-200
净资本支出	40	25	300	200	200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-80	-51	-600	-400	-400
融资活动现金流	-24	501	-17	352	366
股本变化	0	21	67	0	0
债务净变化	-16	-49	0	387	430
无息负债变化	54	31	55	229	201
净现金流	10	427	-238	80	129

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	57.95%	-6.61%	65.64%	95.55%	39.93%
净利润增长率	51.92%	17.16%	45.05%	86.07%	34.58%
EBITDA 增长率	54.26%	2.93%	58.23%	87.53%	39.61%
EBIT 增长率	57.13%	0.81%	52.48%	87.40%	39.62%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	76	64	44	24	18
PB	24	6	5	5	4
EV/EBITDA	25	26	34	20	15
EV/EBIT	26	28	38	22	17
EV/NOPLAT	30	33	44	26	21
EV/Sales	3	4	4	3	2
EV/IC	7	5	6	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	17.70%	18.93%	17.71%	16.94%	16.85%
EBITDA 率	12.50%	13.78%	13.16%	12.62%	12.59%
EBIT 率	11.89%	12.84%	11.82%	11.33%	11.30%
税前净利润率	10.91%	13.69%	12.00%	11.49%	11.45%
税后净利润率 (归属母公司)	9.34%	11.72%	10.26%	9.76%	9.39%
ROA	17.28%	7.84%	9.87%	10.86%	10.15%
ROE (归属母公司) (摊薄)	31.98%	9.33%	12.13%	18.98%	21.31%
经营性 ROIC	23.48%	16.09%	13.04%	13.87%	13.03%
偿债能力					
流动比率	1.77	5.66	3.58	1.67	1.42
速动比率	91.72%	420.51%	225.16%	95.14%	80.67%
归属母公司权益/有息债务	4.25	-	-	2.87	1.63
有形资产/有息债务	7.80	-	-	4.98	3.40
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.44	0.52	0.75	1.40	1.88
每股红利	0.00	0.11	0.23	0.42	1.69
每股经营现金流	0.49	-0.32	0.52	-0.48	-0.25
每股自由现金流(FCFF)	-0.05	-0.43	-1.90	-2.87	-2.45
每股净资产	1.38	5.56	6.20	7.37	8.83
每股销售收入	4.74	4.42	7.33	14.32	20.04

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。2010 年荣获首届中国证券分析师金牛奖家用电器第五名。

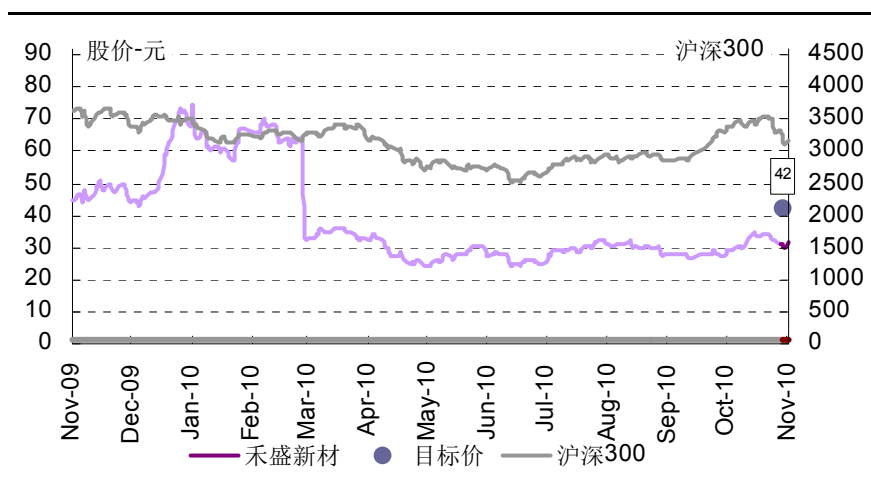
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

禾盛新材（002290）

分析师：赵磊



日期	股价	目标价	评级
2010-11-16	31.05	42.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。