



家用电器业/可选消费品

禾盛新材 (002290)

新材料替代加速，增产能业绩翻番

——禾盛新材调研报告

	林博	方馨
	021-38674710	021-38676685
	linbo008456@gtjas.com	fangxin@gtjas.com
		S0880108043281

本报告导读：

禾盛新材为家电彩板独立供应商龙头，受益于家电新增产能触发的替代率提升，行业景气度高。新增翻番产能即将投产，单位毛利额较稳定，业绩增速可与产量增速相当。
投资要点：

- 禾盛新材是我国最早专业生产家电用复合材料（即家电彩板）的企业之一。公司主营产品是 PCM（涂层板材）和 VCM（覆塑板材），属于家电上游非关键零部件领域。2010 年公司市场份额 20%-25%，剔除海尔系外的市场份额 36%，持续处于独立供应商的第一位。
- 家电复合材料行业景气度高，渗透空间大。2007-2010 年，家电复合材料行业复合增长率达 33%。估算欧洲冰洗用彩板渗透率 75%以上，2010 年家电复合材料需求 50 万吨，以 90%用于冰洗计算，冰洗复合材料渗透率达到 45%左右。但公司主要增量市场的渗透率 27%。未来空调柜机、LCD 电视、热水器等产品应用彩板带来新增市场空间。
- 家电新增产能带来渗透率提升契机。受益于旺盛需求，家电厂商近期积极扩产，新生产线因环保降本等要求普遍应用彩板。截至 2012 年的大白电扩产规划，保守估计将带来 34 万吨复合材料需求，届时家电用复合材料市场规模或达 90 万吨以上。
- 2011 年公司彩板产能翻番，消化无虞。合肥基地第一条 6 万吨生产线 12 月份将投产；第二条 6 万吨产能预计在明年一季度投产。产能上升到 24 万吨，按下游客户保守预计明年产量将达到 19 万吨，同比增长 75%；单位毛利较为稳定，并受益产品结构升级。
- 以较为稳定的单位毛利来看，新增产量将较为顺畅地转化为利润。我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.75 元、1.35 元与 1.88 元，业绩复合增长 58%。2010-2011 年动态 PE 分别为 48x 和 27x。2010 年 PEG=0.82，估值相对业绩增速偏低，给予“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	713	665	1,109	2,071	3,029
(+/-)%	58.0%	-6.6%	66.7%	86.7%	46.3%
经营利润 (EBIT)	85	85	128	236	337
(+/-)%	57.1%	0.8%	50.2%	84.1%	42.5%
净利润	67	78	113	203	283
(+/-)%	51.9%	17.2%	45.5%	79.2%	39.2%
每股净收益 (元)	0.44	0.52	0.75	1.35	1.88
每股股利 (元)	-	0.20	0.27	0.49	0.68

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	11.9%	12.8%	11.6%	11.4%	11.1%
净资产收益率 (%)	32.0%	9.3%	12.4%	19.2%	22.5%
投入资本回报率 (%)	35.9%	20.6%	19.0%	21.3%	20.9%
EV/EBITDA	60.8	59.1	38.4	21.4	14.7
市盈率	81.1	69.2	47.6	26.6	19.1
股息率 (%)	0.0%	0.6%	0.8%	1.4%	1.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：首次

目标价格：47.24

上次预测：

当前价格：35.89

2010.12.13

交易数据

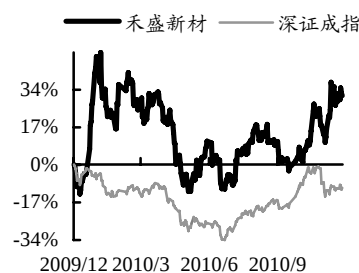
52 周内股价区间 (元)	23.00-75.97
总市值 (百万元)	5,401
总股本/流通 A 股 (百万股)	150/58
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	39%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	98

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	900
每股净资产	5.98
市净率	6.0
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010
Q1	0.11	0.18
Q2	0.15	0.21
Q3	0.13	0.15
Q4	0.12	0.22
全年	0.52	0.75

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	21%	35%
相对指数	17%	13%	46%

相关报告

《家电用复合材料行业龙头，成长可期》
 2009.08.21

模型更新时间: 2010.12.12

股票研究

可选消费品
家用电器业

禾盛新材 (002290)

评级: 增持

上次评级: 首次

目标价格: 47.24

上次预测:

当前价格: 35.89

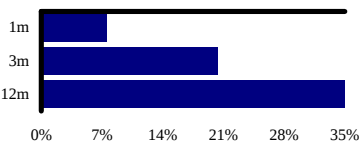
公司网址

www.szhssm.com.cn

公司简介

公司是全国最大的专业生产家电彩钢板的企業,主要生产 VCM 覆膜彩色钢板,PCM 涂漆彩色钢板,书写板等产品,广泛应用于家用电器,建筑材料和日用品等诸多领域。形成了 PET-PVC 彩色薄膜复合钢板及 PCM 彩色涂漆钢板年产量达到 500 万平方米,有一系列稳定的国内外客户三星、西门子、LG、夏普、松下、三洋、海信、老板电器、美的、荣事达。公司成为国内家电用复合材料行业最具研发实力和规模生产能力的专业服务商之一,在市场规模上处于国内专业生产厂商的前列。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

23.00-75.97

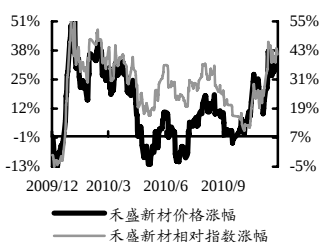
市值 (百万)

5,401

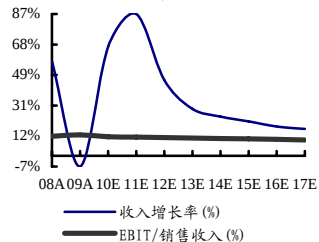
财务预测 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
损益表										
营业收入	713	665	1,109	2,071	3,029	3,897	4,828	5,841	6,886	8,018
营业成本	587	539	916	1,721	2,529	3,271	4,071	4,948	5,860	6,854
税金及附加	1	1	2	3	4	6	7	8	10	11
营业费用	18	16	23	40	56	70	84	99	114	128
管理费用	21	22	40	70	103	129	157	187	217	249
EBIT	85	85	128	236	337	422	508	599	688	778
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	10	0	-7	-5	2	16	25	34	42	47
营业利润	75	85	131	236	330	401	478	560	641	727
所得税	11	13	20	36	50	61	72	85	97	110
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
净利润	67	78	113	203	283	343	409	480	549	623
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	55	482	343	207	303	390	483	584	689	802
其他流动资产	259	416	650	1,218	1,786	2,305	2,863	3,473	4,105	4,792
长期投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	68	81	184	227	324	384	445	509	552	589
无形及其他资产	3	16	16	16	15	15	15	15	15	14
资产合计	385	995	1,193	1,668	2,429	3,093	3,805	4,581	5,360	6,197
流动负债	177	159	277	610	1,173	1,597	2,023	2,463	2,857	3,258
长期负债	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股东权益	208	836	916	1,058	1,256	1,497	1,783	2,119	2,503	2,939
投入资本(IC)	202	355	573	943	1,369	1,731	2,118	2,540	2,955	3,397
现金流量表										
NOPLAT	73	73	109	201	286	359	432	509	585	662
折旧与摊销	4	6	13	17	32	49	63	79	97	114
流动资金增量	(6)	(127)	(115)	(328)	(329)	(302)	(326)	(358)	(372)	(406)
资本支出	(38)	(32)	(115)	(60)	(129)	(108)	(124)	(144)	(139)	(151)
自由现金流	33	(79)	(109)	(170)	(140)	(3)	45	87	170	219
经营现金流	76	(41)	9	(107)	(7)	111	176	240	321	383
投资现金流	(39)	(33)	(120)	(65)	(134)	(113)	(129)	(149)	(144)	(156)
融资现金流	(27)	(66)	(27)	36	237	89	46	10	(72)	(114)
现金流净增加额	10	(140)	(139)	(136)	96	87	93	101	105	113
财务指标										
成长性										
收入增长率	58.0%	-6.6%	66.7%	86.7%	46.3%	28.6%	23.9%	21.0%	17.9%	16.4%
EBIT 增长率	57.1%	0.8%	50.2%	84.1%	42.5%	25.4%	20.4%	17.9%	14.8%	13.2%
净利润增长率	51.9%	17.2%	45.5%	79.2%	39.2%	21.2%	19.1%	17.4%	14.5%	13.4%
利润率										
毛利率	17.7%	18.9%	17.4%	16.9%	16.5%	16.1%	15.7%	15.3%	14.9%	14.5%
EBIT 率	11.9%	12.8%	11.6%	11.4%	11.1%	10.8%	10.5%	10.3%	10.0%	9.7%
净利率	9.3%	11.7%	10.2%	9.8%	9.3%	8.8%	8.5%	8.2%	8.0%	7.8%
收益率										
净资产收益率(ROE)	32.0%	9.3%	12.4%	19.2%	22.5%	22.9%	22.9%	22.6%	21.9%	21.2%
总资产收益率(ROA)	17.3%	7.8%	9.5%	12.2%	11.7%	11.1%	10.7%	10.5%	10.2%	10.1%
投入资本回报率(ROIC)	35.9%	20.6%	19.0%	21.3%	20.9%	20.7%	20.4%	20.0%	19.8%	19.5%
运营能力										
存货周转天数	77	#VALUE	119	112	123	129	132	133	135	135
应收账款周转天数	35	#VALUE	40	36	39	42	42	43	43	44
总资产周转天数	171	#VALUE	360	252	247	259	261	262	263	263
净利润现金含量	1.14	(0.52)	0.08	(0.53)	(0.03)	0.32	0.43	0.50	0.58	0.62
资本支出/收入	5%	5%	10%	3%	4%	3%	3%	2%	2%	2%
偿债能力										
资产负债率	46.0%	16.0%	23.2%	36.6%	48.3%	51.6%	53.2%	53.8%	53.3%	52.6%
净负债率	-2.9%	-57.6%	-37.5%	-10.9%	9.0%	15.6%	18.8%	19.9%	18.0%	15.6%
估值比率										
PE	81.1	69.2	47.6	26.6	19.1	15.7	13.2	11.3	9.8	8.7
PB	10.8	2.7	2.5	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	60.8	59.1	38.4	21.4	14.7	11.5	9.5	8.0	6.9	6.1
P/S	3.15	4.51	4.06	2.17	1.49	1.15	0.93	0.77	0.65	0.56
股息率	0.0%	0.6%	0.8%	1.4%	1.9%	2.3%	2.7%	3.2%	3.7%	4.2%

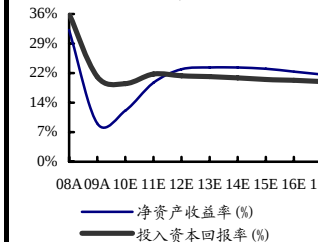
股票绝对涨幅和相对涨幅



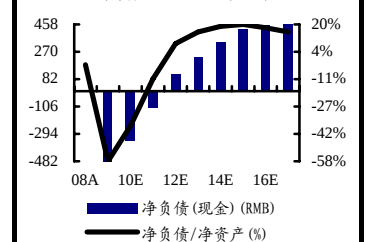
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



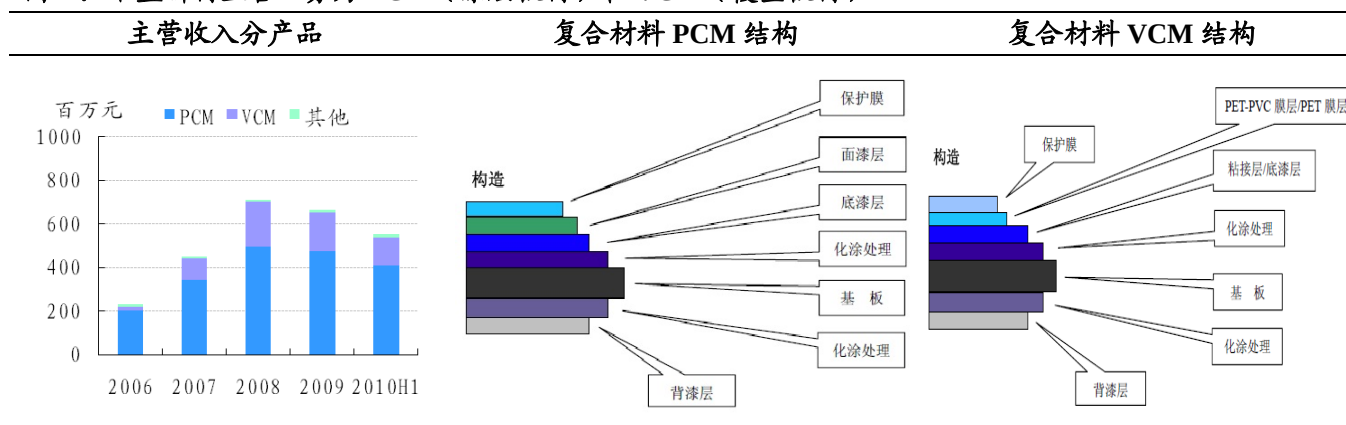
1. 迅速成长的家电复合材料龙头

1.1. 家电复合材料专业生产商

禾盛新材是我国最早专业生产家电用复合材料（即家电彩板）的企业之一，成立于 2002 年 11 月。公司主营产品是 PCM（涂层板材）和 VCM（覆塑板材），属于家电上游非关键零部件领域。

- **产品特性：**彩色涂层钢板既具有钢铁材料的机械强度高、易成型的性能，又有涂层材料良好的装饰性和耐腐蚀性，是全球推崇的新兴材料。
- **主要应用领域：**冰箱、洗衣机、微波炉等白色家电外观部件，即外壳。其中，PCM 多用于侧板，VCM 多用于面板。
- **主要客户：**已发展到 120 多家。其中，外资主要有三星、松下、西门子、LG、三洋等，内资主要为美的、小天鹅、美菱和合肥三洋等。

图 1：禾盛新材主营业务为 PCM（涂层板材）和 VCM（覆塑板材）

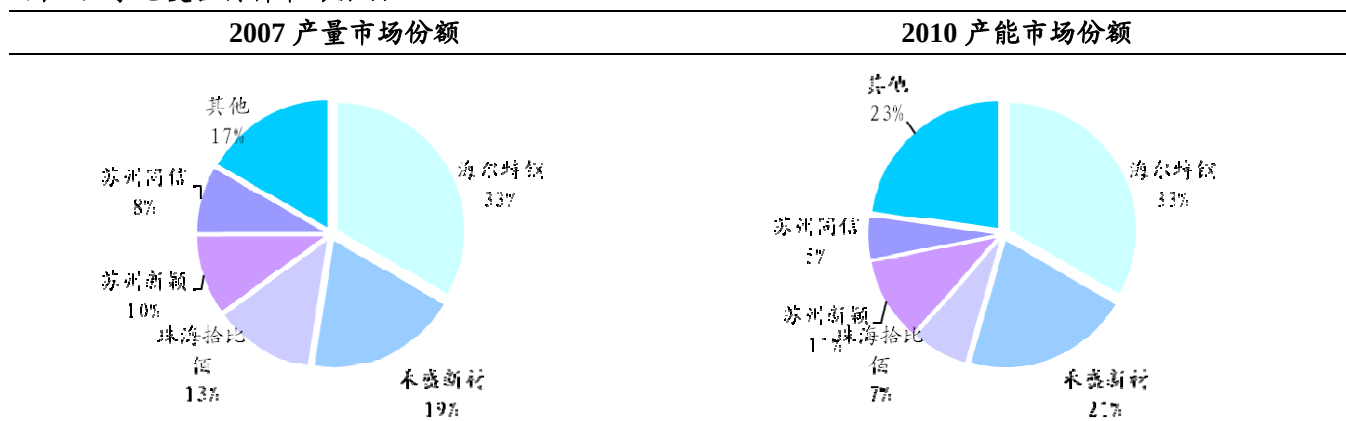


资料来源：招股说明书，Wind 资讯，国泰君安证券研究

1.2. 市场份额居前，独立供应商龙头

2007 年，禾盛新材的家电复合材料产量 4.6 万吨，在家电复合材料行业的市场份额约 20%，仅次于海尔特钢。2010 年公司产能已增加到 12 万吨；海尔特钢 09 年产能 12 万吨，今年增加到 19 万吨左右。我们估计，2010 年公司市场份额 20%-25%，剔除海尔系外（海尔特钢大部分为集团内部消化）的市场份额 36%，持续处于独立供应商的第一位。

图 2：家电复合材料市场份额



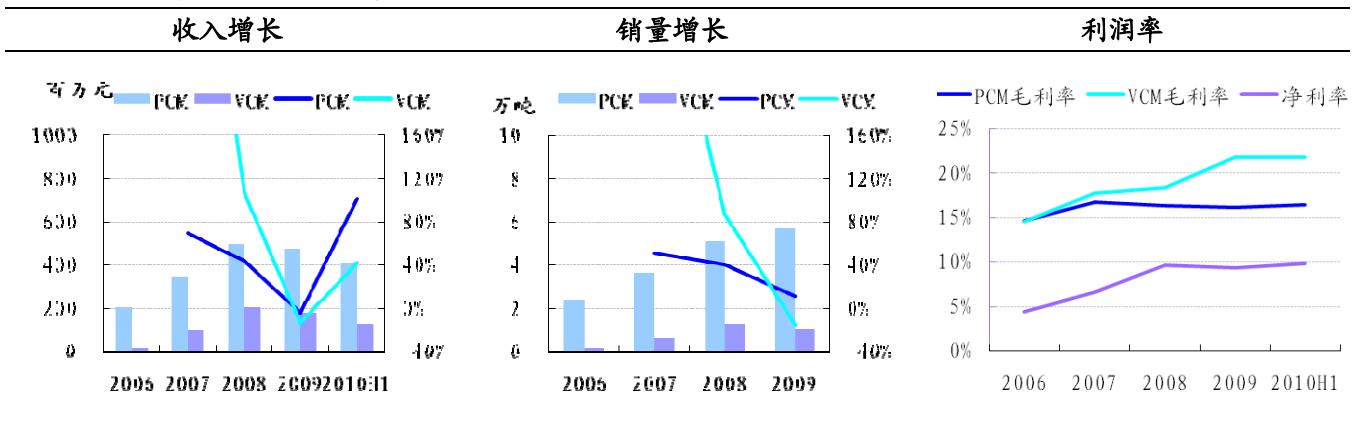
资料来源：招股说明书，公开资料，国泰君安证券研究

1.3. 收入增长迅速，盈利能力稳中有升

受益于行业高速增长，公司近 3 年收入利润复合增长率 42%，PCM 与 VCM 销量复合增长率分别为 33%与 194%。盈利能力稳中有升，期间费用率较为稳定。

- 2009 年收入同比下滑 6.6%，主要源于钢价下降 15%左右。销量增长受限于产能，PCM 销量同比增长 11.3%，VCM 销量略降。但净利率提升至 11.7%，使净利润同比增长 17.2%。
- 利润率稳中有升，主要得益于规模扩张。期间费用率保持在较低位置，类似钢铁企业中等偏低水平。

图 3：禾盛新材收入利润分析



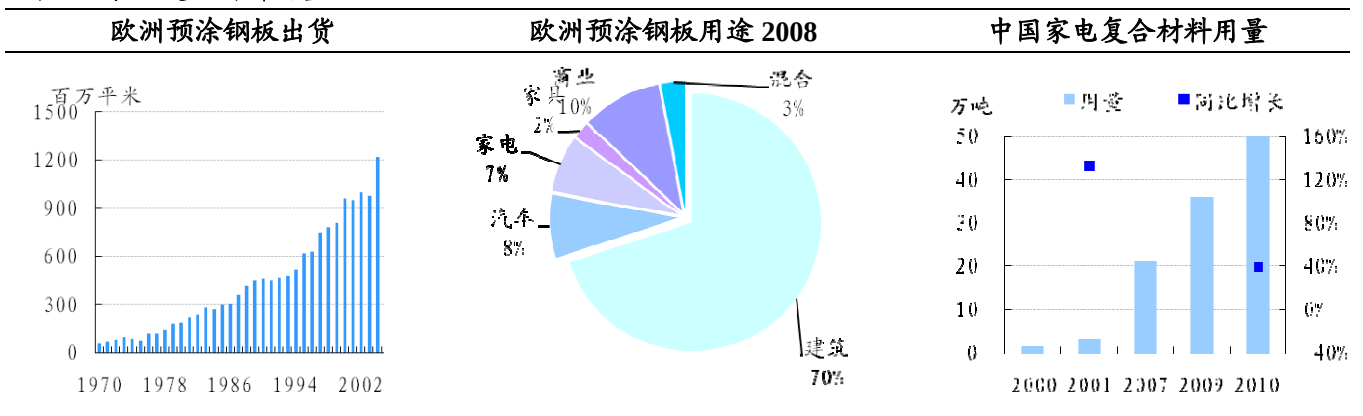
资料来源：招股说明书，Wind 资讯，国泰君安证券研究

2. 家电复合材料渗透加速，行业景气度高

2.1. 国内家电复合材料渗透率上升空间大

根据 ECCA (欧洲预涂板协会) 数据，欧洲家电用预涂钢板在 2000 年已经达到 8800 多万平方米，与 2008 年用量基本持平。以 0.5mm 左右厚度、3.9 千克/平米计，约合 34 万吨。以 85%用于冰洗计，欧洲冰箱、冰柜及洗衣机总产量估计不超过 3000 万台，平均预涂钢板用量达 9.7 千克/台。即使考虑单台体积平均比中国大 30%，估算欧洲冰洗用彩板渗透率也应达到 75%以上。

图 4：家电复合材料用量



资料来源：ECCA，招股说明书，国泰君安证券研究

根据中国家电协会的统计数据,国内家电企业复合材料的采用量由 2000 年的约 1.5 万吨增长为 2007 年的 21.22 万吨。2009 年家电复合材料用量 36 万吨。据行业网站报道, **2010 年家电复合材料需求将上升到 50 万吨,以 90%用于冰洗计算,冰洗复合材料渗透率达到 45%左右。但公司的主要增量市场——海尔及外资品牌之外的市场,渗透率只有 27%。**

- 2007-2010 年,家电复合材料行业复合增长率达 33%。
- 国外品牌的国内子公司应用彩板比例较高。2007 年,松下、夏普、日立等应用 PCM 的比重都超过 80%、三星超过 70%、LG 超过 60%。估计到 2010 年,大部分外资品牌已全面应用彩板。
- 海尔冰洗应用彩板比例已达 70%,是国内品牌中最高的。到明年可能上升到接近 100%。
- 其余国内企业中,美菱、荣事达、华凌、星星及部分江浙二三线厂商应用彩板的比例较高,2007 年已达 40%以上。
- 我们估算,除海尔及外资品牌外,2010 年其他国内企业冰洗产品应用家电复合材料约 22 万吨,渗透率约 27%左右。

表 1: 冰洗产品复合材料渗透率测算

年度	冰洗	海尔	外资	其他	冰洗用量 (万吨)	家电用量 (万吨)
2008	37%				24	27
2009	38%				32	36
2010E	43%	70%	90%	27%	45	50
2011E	53%	85%	95%	36%	58	68

资料来源: 招股说明书, 产业在线, 国泰君安证券研究

2.2. 家电复合材料替代喷涂的大趋势持续

第一条家电用彩涂板于 1978 年在 GE 建成。80 年代开始,彩涂板在欧美发达国家家电产品中得到广泛应用。到 1995 年,西欧冰箱用彩板比例上升到 61%。目前,发达国家彩板对喷涂的替代已遍及建筑及家电汽车等领域,国内建材用彩板也有广泛应用,充分显示彩板替代喷涂具有突出优势。而家电彩板作为彩板中的中高端产品,渗透时间比普通彩板要晚,但替代喷涂的大趋势是始终不变的。从家电行业发展趋势来说,将非关键工序外包亦是行业趋势。彩板的主要优势:

- **环保:** 喷涂工艺造成油漆浪费及挥发,形成环境污染。使用复合材料等于整机厂将涂层步骤外包给彩板商,对整机厂而言消除了污染大的工艺流程;对彩板商来说,生产过程无油漆浪费和挥发,工艺符合环保要求。
- **高端化:** 传统喷涂工艺有颜色单调、涂层不均、边角处理粗糙等缺陷。复合材料能够提供丰富花色,表面平整耐磨、边角效果好,适应高端家电的需求。这从国外家电品牌大量应用复合材料中可以得到证明。
- **成本:** 如果是新建喷涂线,那么采用彩涂板的成本一般将低于新建后喷涂工艺或外委喷涂的成本。因成本因素,早就有很多企业新建生产线或扩大生产规模而原后喷涂能力不够或现有后喷涂设备已到报废年限时,选用了彩涂板,如澳柯玛、开利、小天鹅、海尔冰箱、苏州三星、上菱冰箱等。在人力成本上升的背景下,彩涂板的

成本优势将更为显著。

2.3. 近两年家电新增产能触发渗透率加速上升

目前彩涂板的渗透率仍然不高,除了家电彩板产能不足的原因之外,“后涂装”生产线与彩涂板生产线之间的设备差异,是影响渗透率提升的主要原因。

- 前期建设的家电装配线,基本为自带脱脂、磷化和喷涂装备的“后涂装”工艺。这些装备中的一部分目前尚可利用,如改用彩涂板,就意味着现有的“后涂装”设备闲置,带来机会成本。
- 彩涂板具有不可电焊性,如果改用彩涂板需要进行现有装配线改造。钻孔、分割的材料需进行喷涂,如果改用彩涂,这些材料必须设计成为切口端面不外露或机械连接即咬合的工艺。
- 彩涂板在加工过程中,如表面受损,难以恢复。这要求家电企业生产管理水平较高。而很多企业还达不到相应水平。

近期受益于旺盛需求,家电厂商积极扩产,这带来彩板渗透率大幅提升的契机。截至 2012 年的大白电扩产规划,保守估计将带来 34 万吨复合材料需求,届时家电用复合材料市场规模或达 90 万吨以上。同时,因原有生产线设备老化等因素,技改需求增加。

- 采用喷涂工艺一般都达不到环保要求,因此目前新建生产线一般都不设喷涂线,而采用彩板。
- 家电需求高端化的趋势显著,传统喷涂工艺不能满足高端化需求。新增产能除出口线外,基本为中高端产品,采用彩板非常必要。
- 喷涂需要较多人力,又是非关键生产工序,外包是正确的选择。而在委外喷涂与彩板之间,彩板具有价格优势。

表 2: 家电厂商扩产规划及对应复合材料需求

冰箱		空调		洗衣机	
美的荆州	500	美的南沙	450	小天鹅南沙	900
美的南沙	400	美的芜湖	500		
美菱合肥	200	海尔胶州	300		
美菱绵阳	120	格力郑州	250		
美菱合肥(冰柜)	120				
海尔合肥技改	300				
海尔重庆	200				
康佳滁州	200				
科龙扬州	200				
合计(万台)	2240		1500		900
彩板需求(万吨)	27		2		6

资料来源:公司公告, Wind 资讯, 国泰君安证券研究

2.4. 出口市场突破增长可期

目前日韩的专业材料厂商在国际市场处于主流供应商的地位。截至 2007 年,家电彩板还有 10%-20%依靠进口。家电彩板出口较少,主要源于产能受限,并缺少海外渠道和后续服务体系。随着国内家电彩板产能扩张

与渗透加速，出口市场突破增长的故事有望重演。

- 国内彩板质量受到认可，价格更低。目前，公司已把业务拓展到泰国松下、印度三星、印度 LG 等海外客户，显示国内彩板质量受到认可。而每吨价格要比日韩企业低 200-300 美元左右。
- 以一定的运输半径来看，彩板出口主要市场为亚洲，主要为替代原日韩企业彩板。目前东南亚家电市场需求较旺，而日韩冰洗和空调柜机总产量也都有 500 万台以上，彩板需求或达 10 万吨。
- 发达国家建材钢板比国内高端，国内家电用钢板的质量和性价比应符合部分建材用彩板需求。建材彩板市场空间较大，为出口提供广阔空间。

3. 新增产能消化无虞，转化为业绩高速增长

3.1. 2011 年公司家电彩板产能翻番

2010 年公司彩板产能已达 12 万吨，全年产量将达到 11 万吨，产能利用率 92%。目前募投项目建设的进展非常顺利，合肥生产基地第一条生产线 12 月份将投产，新增产能 6 万吨。第二条生产线 6 万吨产能预计在明年一季度投产，到明年年底将形成 24 万吨的产能。

后续产能扩张仍有储备。公司拥有 150 亩（60+90）的土地储备，目前还没有公布具体使用计划，可能要进入上游原材料领域或者继续扩大复合材料产能。相比合肥生产基地 100 亩的规模，我们推测公司有能力和再扩大 12 万吨左右产能。

3.2. 新增彩板产能消化无虞

2011 年公司彩板产能上升到 24 万吨，考虑到第二条生产线要到 2011 年 3 月投产，预计 100% 产能利用率对应产量 22.5 万吨。我们保守预计明年产量将达到 19 万吨左右，同比增长 75%。其中出口 4 万吨，内销 15 万吨。乐观预期产量 22 万吨，同比翻番。

表 3: 公司产能、产量与销量变化

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产能 (万吨)	5	6	6	9	12	24	30
产量 (保守, 万吨)	2.7	4.6	6.5	7.0	11	19	28
产能利用率 (保守, %)	55%	76%	100%	78%	92%	83%	93%
国内	2.7	4.6	6.4	6.8	10.6	15.0	21.0
国外			0.1	0.2	0.4	4.0	7.0
内销市场份额 (保守)		22%	24%	19%	21%	22%	23%
国内	2.7	4.6	5.9	6.8	10.6	17.0	25.0
国外			0.1	0.2	0.4	5.0	8.0
内销市场份额 (乐观)		22%	22%	19%	21%	25%	28%

数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

注：国外销售数据为大致估算，不包括向保税区的销售

- 公司公告，与日本阪和兴业株式会社成为战略合作伙伴，阪和将努

力完成 2011 年为公司销售 5 万吨复合材料的目标。2009 财年阪和钢铁贸易业务收入近 400 亿人民币，拥有相当强的渠道和客户，我们认为 5 万吨销售目标有望达成。谨慎起见，我们预计 2011 年出口 4 万吨，主要是向阪和的新增销售（不包括销往保税区。公开数据显示公司出口业务占比为 10%，其实大部分来自向国内保税区的销售收入，真正销往海外的不到 1%，销量只有几百吨，主要是为了跟少数海外企业保持业务关系）。

- 以 2011 年家电彩板市场规模 68 万吨计，公司 22% 的市场份额即对应 15 万吨的销售。这还并未包括在其他领域的应用。

2011 年公司将内销 15 万吨彩板，比 2010 年增加约 5 万吨。这将主要通过原有客户的扩产来实现。公司在合肥新增产能，主要就是面对美的、美菱、三洋及小天鹅的产能扩张。我们乐观预期，主要客户新增冰洗产能带来的新增复合材料需求有 70%-80% 释放给公司，将新增 13.3 万吨彩板需求。即使平均 50% 释放给公司，也将新增 10.9 万吨。

- 美菱 200 万台高端冰箱、三洋 100 万台波轮（10 年 6 月投产）项目都在合肥，公司区位优势显著。
- 美的 500 万台冰箱在荆州、400 万台冰箱在南沙；小天鹅 900 万台洗衣机（其中 100 万台干衣机）在南沙，美菱 120 万台冰箱在绵阳，仍处于公司合肥及苏州基地的辐射范围内。

表 4：主要客户冰洗产能扩张与公司产能消化

	冰箱	洗衣机	新增复合材料 (万吨)	2007 年 公司份额	预期新增产能 份额	新增复合材料 (万吨)
美的	900		10.5	65%	70%	7.4
美菱	440		5.1	50%	80%	3.2
小天鹅		900	5.6		40%	2.2
三洋		100	0.6		80%	0.5
合计	1340	1000	21.9			13.3

数据来源：公司资料，Wind 资讯，国泰君安证券研究

3.3. 竞争格局相对简单，单位利润较为稳定

国内家电用复合材料属于一个相对稳定的缝隙市场，比建材复合材料的进入壁垒高、市场规模小，市场参与者只有 5-6 家。预计未来几年，市场竞争格局也仍将较为稳定。

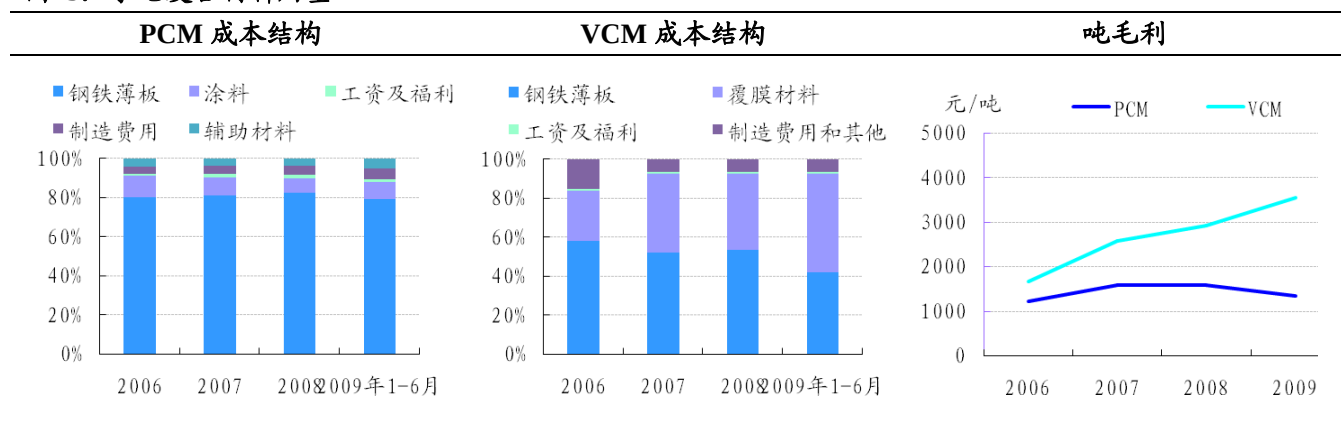
- **潜在竞争对手不易进入。**建筑彩板与家电彩板较为类似，但建筑彩板工艺水平要求较低，低端产能过剩，2005 年总设计年生产能力达到 1500 余万吨。如果这些企业要进入家电彩板领域，除设备投资外还需经过一段时间的家企业认证，难以赶上近期的家电产能扩张步伐。因家电彩板市场规模远小于建筑彩板市场，对潜在竞争对手的吸引力也并不强。
- **整机企业对非关键零部件倾向于外包。**目前规划的新增生产线均未有配套投资彩涂线的计划。整机企业倾向于外包这类非关键零部件，一方面相对专业彩板商，整机企业短期内没有技术、成本和规模优势，另一方面行业规模小、盈利水平不高，对整机企业净利率的改善非常有限。彩板外购使得整机企业能够更集中于关键环节。

- **公司市场份额有望显著提升。**公司是唯一上市的家电复合材料企业，扩产能力显著强于竞争对手，有望借机扩大市场份额。乐观预计，未来几年内公司市场份额有望显著提升，2011-2012 年分别提升至 25%与 28%，对应 2012 年内销量 25 万吨，复合增长率 54%。

公司采用[原辅材料价格 + 人工费用 + 制造费用 + 加工利润 + 配送服务费]的定价模式，一般来说，单位产量产生的毛利额较为稳定。

- 原材料主要为钢材，价格转移能力较强。PCM 80%的成本为钢材，VCM 50%钢材、40%覆膜。因钢材价格较为透明、市场份额较高，公司成本转移能力较强。有时调价会略微滞后。
- 近年随着高光膜对 PET 膜的大量替代，VCM 产品单位产量产生的毛利额持续上升，毛利率也不断上升。
- PCM 的单位毛利在 2009 年有所下降，受到了钢价大幅下跌的影响。但毛利率基本持平。预计未来单位毛利将有回升。

图 5：家电复合材料用量



资料来源：招股说明书，Wind 资讯，国泰君安证券研究

3.4. 产能转化利润较为顺畅，业绩有望高增长

我们认为，公司将受益于以近期家电新增产能投放为契机的复合材料渗透加速，新增产能翻番有助市场份额提升。以较为稳定的单位毛利测算，新增产量将较为顺畅地转化为利润。2010-2012 年，谨慎预计公司产量复合增长 60%，乐观预计产量复合增长 73%。

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.75 元、1.35 元与 1.88 元，业绩复合增长 58%，与产量增速基本相当。2010-2011 年动态 PE 分别为 48x 和 27x。估值相对业绩增速偏低，给予“增持”评级。

表 5: 禾盛新材产品销量及毛利预测

PCM	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收入 (亿元)	5.0	4.8	8.7	16.8	25.1
销量 (万吨)	5.1	5.7	9.7	17.4	25.2
均价 (万元/吨)	0.97	0.84	0.90	0.97	1.00
吨毛利 (万元/吨)	0.16	0.14	0.14	0.15	0.15
毛利率	16.3%	16.2%	15.8%	15.7%	15.5%
VCM	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收入 (亿元)	205.7	179.0	225.5	378.9	507.3
销量 (万吨)	1.3	1.1	1.3	2.1	2.8
均价 (万元/吨)	1.59	1.62	1.70	1.79	1.84
吨毛利 (万元/吨)	0.29	0.36	0.35	0.37	0.37
毛利率	18.3%	21.9%	20.8%	20.5%	20.2%

资料来源: 招股说明书, Wind 资讯, 国泰君安证券研究

注: 假设 PCM 吨毛利回归到 08 年前水平, VCM 继续缓慢上升趋势。

作者简介:**林博:**

美国 Purdue University MBA，2010 年 4 月加入国泰君安，从事专项策略研究

方馨:

方馨:女，复旦大学计算机科学与技术专业学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券，从事家电行业的研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		