



家用电器业/可选消费品

禾盛新材 (002290)

产能释放在即，市场空间可期

——禾盛新材调研报告

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

本报告导读：

禾盛新材合肥 12 万吨产能释放在即，后续扩产还有空间。看好家电彩板市场空间及竞争结构，海外市场突破或超预期，有望受益彩板产品结构升级。维持预测与“增持”要点：

- **合肥产能释放在即，后续扩产还有空间。**合肥生产线将如期建成，第一条 6 万吨生产线已开始安装调试，第二条 6 万吨生产线将于明年一季度进入调试，预计 3-4 个月后可满产。达产后公司产能将由目前的 12 万吨上升到 24 万吨。公司还储备有苏州工业园区 150 亩土地，合肥基地旁边亦有空置土地 50 亩可申请，可支撑后续产能扩张。
- **家电彩板市场空间大，未来几年将维持 30% 以上增长。**2010 年冰洗彩板渗透率约 43%，冰箱或已达到 50%。彩板替代喷涂的大趋势不变，未来几年冰箱彩板渗透率将继续提升至较高水平，在洗衣机、微波炉领域的渗透率提升还有较大空间，在热水器、空调外机及液晶电视背板等领域的应用将逐步广泛。近年冰洗空的大量扩产，为彩板带来确定性高增长。
- **行业竞争结构较为稳定，公司先发优势将保持。**1. 整机厂做彩板缺乏技术和成本优势，除海尔外没有准备投的。2. 海尔特钢主要供给海尔系，大电厂商因与海尔的竞争较少使用其产品。3. 其他竞争对手的产能扩张受限于客户资源和周转资金。目前外资竞争对手苏州同信已渐式微，苏州新颖大部分为建材及船板。
- **海外已有客户认证基础，市场突破或超预期。**公司已成为 LG、三星、惠而浦等全球品牌的东南亚供应商，已有客户认证基础，进入其他区域只需要小批量使用合格即可放量。通过老牌家电材料供应商阪和贸易渠道，海外市场突破或超预期。
- **有望受益于彩板产品结构升级。**目前 VCM、PCM 产品内部价差较大，产品结构升级有较大空间，合肥新生产线有望实现更高端产品层次和工艺水平。如果实现突破性的彩板制作工艺如印刷工艺，则能以较低成本实现外观效果、申请外观专利并提高进入壁垒，彩板商的利润空间、彩板的应用空间都有望得到突破。我们估计，公司苏州地块有望实现彩板产品的突破性升级，其应用领域将从家电拓展到更大的市场，如高档装饰用材等。
- 我们维持 2010-2012 年 0.75 元、1.35 元与 1.88 元的业绩预测，维持“增持”评级。附调研纪要。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：47.24

上次预测：47.24

当前价格：38.43

2010.12.20

交易数据

52 周内股价区间 (元)	23.00-75.97
总市值 (百万元)	5,783
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)	105

52 周内股价走势图



相关报告

《新材料替代加速，增产业绩翻番》	2010.12.13
《家电用复合材料行业龙头，成长可期》	2009.08.21

附：调研纪要

1. 产能释放在即，后续扩产还有空间

1. 合肥 12 万吨产能即将释放

合肥第一条线 6 万吨在安装调试，顺利的话 3-4 个月就会满产。第二条线 6 万吨将于明年一季度安装调试。到 2011 年底，将形成 24 万吨产能，比 2010 年翻番。

合肥项目是 3 月开始做的，9-10 月下雨拖延了土建，不然可能还要快一些建完。

流水线是 24 小时的。不过，客户订单不会按照理想化的。比如季节性，比如 1.2m 宽的线如果要 75cm 宽就有浪费。停产检修耽误的时间可以忽略。

截至 9 月底做了 8 万吨，全年 11 万吨不到。

2. 后续扩产还有空间

合肥厂区后面还有空置土地。政府态度比较积极，如果有扩产的计划，还是比较确定能拿到地的。未来合肥的产能会超过苏州。

苏州储备 150 亩地，具体使用计划还未披露，应还是在复合材料领域，较为高端，不限于家电领域。

3. 生产线的投资和设备

最早的技术是日韩引进的，一些关键设备都是日韩的。

一条 6 万吨的线，固定资产投资 4 千万。（海尔的线投资比公司要贵 1 千多万）

都是按订单生产的。按照周订单，提前一周给公司，公司就按照指定的时间点安排送货。

4. 技术人员储备

技术人员有几十个人。收入水平差异比较大，高的几十万的也有。

公司老板是搞技术的，总经理是搞薄板贸易的，副总原来管设备，都是对行业比较熟悉的。还有些技术人员是冰箱厂出来的。和老板都是创业伙伴，大部分有股权。

5. 上游暂时没有进入的打算。

2. 家电彩板行业还有较大空间

1. 冰洗彩板应用空间

1-8 月冰箱冰柜的产量已经到 6 千万台了，每台 12kg 彩板用量（目前是正面和两个侧面用，有个别的已经开始用彩板做背板了，以后也会普遍用的）。国外基本上 70% 用的是彩钢板。光冰箱冰柜来看，全部置换掉，市场需求是 100 万吨。

洗衣机每台 10-12kg 的彩板用量。滚筒对重量有要求，所用的彩板比冰箱要厚，一般要 0.6-0.8mm。

2. 其他家电产品的应用空间

微波炉、热水器、空调外机、电视机背板也逐步应用彩板。如果国内生产的所有液晶电视都用彩板，带来需求 10 万吨。

3. 彩板替代喷涂的必然性

喷涂浪费油漆和污染：喷涂油漆有 20%-30% 挥发在空气里，且涂层厚度是辊涂的 6-7 倍（辊涂厚度可以做到 0.001mm 几个 μ ）。

喷涂表面处理不好：先成型再喷，容易有死角，涂层易不均匀。彩板只需要滚涂卷的速度均匀，涂层也会均匀。

喷涂速度慢：原来的冰洗生产线都是几十万台的量，喷涂线速度能赶得上。现在都是几百万台的生产线，就

跟不上了。

一般来说，不是家电厂商主动想进行材料替代，而是竞争推动的。

4. 公司产能上去以后，进口替代还能增加。

3. 彩板行业竞争格局较为稳定

1. 整机厂会不会做彩板？

整机厂没有技术，也不具有成本优势，目前除海尔外，还没有听说要投彩板线的。

彩板这个行业还是有规模效应的。体现在：1.材料充分配置。各种材料有固定尺寸，对应不同尺寸产品需求能够找到最好的切割效率，最好能利用到 96%-97%。如果让整机厂自己做，要么切割效率不是最好，要么需要储备各种尺寸的原材料，库存压力会大。2.切割设备和人工的利用率高。公司交货时是将卷切割成客户需要的尺寸交货的。

2. 海尔特钢是怎么做起来的？

原来引进的生产线都带喷涂装置，后来就要求做的漂亮，用 VCM 板。最开始 VCM 板都是靠进口，海外厂商的利润率非常高，非常贵。所以国内上了一批设备作这个产品。因为有了竞争，很快进口的东西价格就降下来了。国内厂商做彩板，刚开始也有 100% 的利润，后来慢慢下来了。海尔特钢就是那时开始发展起来的。但是，冰洗的主要竞争对手是不会买它的产品的。外资也不大可能在新品上应用竞争对手的原材料。

3. 其他竞争对手的产能扩张？

其他的没在扩张，大家利润都不错。扩不扩张，和企业的老板是有关系的。1.是不是有冲动要做大。2. 目前拥有的客户是否有比较大的扩产欲望。3.资金是不是吃力。做大规模不光生产线要钱，更多的是需要资金周转，用于原材料库存、客户回款等。一般 6 万吨的生产线需要 3 个亿的资金。因为属于轻资产的行业，银行不一定会贷款的。

4. 其他主要竞争对手的现状

苏州新颖。美菱供应商，我们和它是一人一半。新飞也有一些。还有一块船用板。它也想上市，到时他肯定不敢写自己有 35 万吨产能了。

同信是韩国的，经营不大理想。当时进中国主要为 LG 三星配套。现在国内企业已经把它完全挤出去了。

5. 长期看，整机厂会不会找几家供应商 pk？

内资品牌会有这种想法，外资不一定有这种概念的。博西华洗衣机是禾盛独家在供的，第二家就不容易做进去了。内资会阶段性招标，分主供副供这种。今年公司在 LG 三星美的系都是主供。

6. 新增的彩板需求，有多少是给禾盛？

这个思路不对，不是想那些给公司，而是公司愿意给哪些公司做？公司要挑选更合适的客户去做。

4. 海外市场已有客户认证基础

1. 原来出口为什么一直很少？

产品供不应求，出口少主要就是为了照顾国内客户。

2. 公司希望通过阪和贸易向全球家电厂商供货，但海外厂商对供应商的认证需要较长时间，这如何应对？

阪和是老牌家电材料供应商，家电渠道好，双方都得益。外资品牌的认证时间更长，我现在禾盛已经有资格向全球大品牌供货，苏州三星可以做，那么印度三星也可以，小批量送货合格就可以放量了。欧美制造的人工成本占比很大，响应速度快很多，服务好很多。

3. 在出口市场的优势?

日韩企业做的比较大,但是价格贵,阪和贸易找日韩企业做供应商已经赚不了钱了,所以跟禾盛谈合作。公司的成本优势,主要体现在管理效率、切割人工成本、利润率要求等方面。

4. 公司向外资客户的销售

LG、三星等都有1个多亿的销售额。

5. 有望受益于彩板产品结构升级

1. VCM与PCM内部,都存在较大的价差,明显的产品升级空间

VCM不同产品之间价格差异很大。比如,便宜的膜每平米只要10块多,贵的要100。如果是仿不锈钢膜就更贵。

PCM也随产品型号颜色及客户的不同,价格有明显差异。价格范围从7000多至1万多都有。

2. 新技术的引入,有望增强定价权与毛利空间

目前彩板表面图案效果主要通过贴膜实现。如果能够通过印刷工艺,将图案直接印制在彩板,那么将大大节省成本,并增强彩板表面性能。在工艺成熟的情况下,估计实现成本会高于PCM,但比VCM要低很多。目前,家电彩板的印刷工艺采用还非常不普遍,存在较明显的技术壁垒,成本更为可控,同时可开发自主知识产权的花色品种。这可能带来更强的定价权和更好的毛利空间。

3. 苏州150亩地块,未来用途仍将是在复合材料领域,但会更为高端

公司312国道和昆山交界的地方,储备有150亩地。因彩板在设计和技术上还有较大升级空间,苏州地块还是会做功能性新材料业务,具体项目肯定是国内首家的。将致力于复合材料的高端化,利润空间会大于现有产品,应用领域将不限于家电,公司有明确的市场。产能应该是以10万吨为基数。目前技术储备已经有了,如果项目开展顺利,明年上半年可能就会公告。

6. 原材料采购及定价模式

1. 家电彩板基材要求

家电彩板基材是家电用薄板,要求表面处理非常好,比建材板的要求高很多。目前国内建材彩板线有3千多条,每分钟可以跑100多米,随便什么基板都可以用。

不同的规格型号对基材的要求也不一样。

具体的基材,宽度因客户要求会有不同,倾向于用大卷。因为卷头尾的料肯定不符合要求,大卷的材料利用率会高。现在一般用10吨的卷。

国内的基材材质还是和日韩有差距。宝钢也不是一定好,有时也会有意外情况。

材料厚度是越来越薄了。原来用0.6mm的,现在多是0.5mm,但是已经有0.4mm了。洗衣机用一般有0.6-0.8mm。目前已有很多产品是以平米计价,未来会逐步调整到用平米。

2. 钢板采购节奏与库存

钢板库存,多的时候50天左右的量。一般来说,薄板1个月库存,进口要40天库存。

3. 钢板采购的价格

武钢和宝钢现在价格是差不多的。买的东西都是到厂价,钢铁厂距离远近无所谓。

进口板不一定是用于高端产品。因为钢铁厂自己也有竞争关系,进口不一定比国内贵。国内还曾经发起反倾销,怀疑韩国厂商在国内倾销钢材。

4. 钢板定价基准

公司定价的时候，一般都是以宝钢价作为基准，去和客户谈。

5. PET 膜的采购

现在全部是外购。因为彩板市场上升很快，公司目前要集中精力把市场先做大，把募投的 PET 项目改成了合肥的 PCM/VCM 项目。以后如果考虑进入这个领域，可能会采取并购的方式，现在暂时先放一下。

6. 框架协议的形式

框架协议里面，没有价格和数量。公司会阶段性进行价格调整，如果钢价波动大，会和客户协商。钢价涨时，公司要主动去谈；如果钢价降了，客户会主动来谈。公司钢板占客户成本比重 3-5%，越贵的东西占比越小。

7. 定价模式

成本+固定毛利额，锁定一块固定的收益。一般来说，有 9-10% 的净利率。

公司是倾向于，每吨产生一定的加工费。不管原材料是怎么样变化，反正公司是要固定的加工费。有些大客户因为原材料等因素来谈想降价，那就降一点。

7. 未来发展战略

1. 家电是发家点，不会轻易放弃。

电视背板，禾盛是有技术储备的。大尺寸的电视，用塑料背板难以承受，而且太厚影响美观。金属彩板做背板，整体价格应低于 ABS 塑料。现在毅昌胜利都是用的喷涂，胜利开始用公司的彩板了。

2. 高档装饰用材是新的市场。

高档装饰用材的利润空间很大。例如，百安居吊顶扣板，没什么强度要求，外观做好就可以。便宜的 200 多 1 平米，贵的 1 千多。防盗门也是考虑的内容。产品结构肯定是越来越高端的，低端的不会做。进入家装，渠道要做进去，营销成本是正常的。现在还没有开拓这些客户，生产线建设也有 9 个月，来得及的。

3. 国内外市场，哪个是重点？

国内外都要做。以前产能不够，现在是可以做了。途径：一个是原有客户，一个是通过贸易商。墨西哥惠而浦的年需求 4 万吨，目前拿日韩货。

作者简介:**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。

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

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		