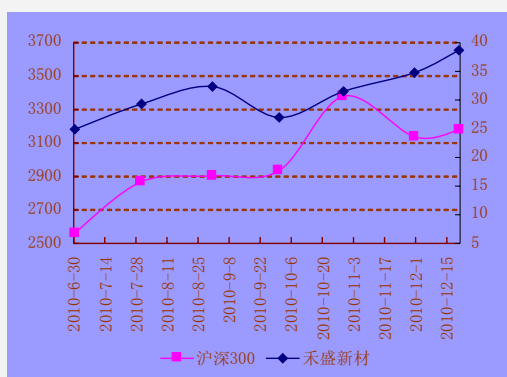




禾盛新材（002290）：轻资产经营抢占家电材料子行业市场份额

——合肥项目投产带动明年业绩翻番 储备项目更加值得期待

近半年该股相对沪深 300 走势



基础数据

总股本（百万股）	150
实际流通 A 股（百万股）	58
实际流通 A 股市值（亿元）	16.24

研 究 员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研 究 员 周 飞

电 话 (025)83367888-3305

M S N Zhou991985@hotmail.com

● 内容提要

评级： 推荐

- 随着苏宁电器和国美电器等家电零售商的连锁扩张，家电行业增长态势延续是大概率事件，公司下游需求可以得到有效保障；
- 工艺先进将促使下游新增产能进一步增加 PCM 和 VCM 需求，电视机、小家电或成另一重要应用领域公司积极扩张产能，抢占市场份额；
- 产能扩张+市场渠道开拓抢占市场份额，公司在合肥项目投产后市场份额将由 20%提升至 35%左右。公司属于轻资产经营，PCM 和 VCM 公用一条生产线，投资回收周期在 3 年以内，市场风险较小；
- 公司新购置 150 亩土地，其中一部分或用于明年扩充传统业务产能，或用于新材料的业务转型项目；
- 预计 2010-2012 年 EPS 为 0.74、1.4、2.04，对应 2011 年 PE20X，处在可比公司估值水平的中值水平，但从公司 2012 年的潜在业绩增长空间看，公司 PEG 为 0.43，因此，中长期看好公司成长空间，给予“推荐”评级。

1、家电行业增长态势将延续，公司下游需求可以得到有效保障

产业在线认为 2011-2014 年家电行业 CAGR 为 10%，我们认为这一数据比较保守。通过对发达国家的数据分析，美国在进入家电消费饱和时代后，1952-2000 年的家庭耐用品消费增速仍然在 6.37%，甚至在 1982-1989 年间增速超越 10.76%。与美国相比，我国的家电消费远未饱和，家电消费市场处于快速增长期。

苏宁电器计划在 2015 年门店数量扩张为 5000 家，是目前 1100 家的 4-5 倍，这在某种意义上印证我们对家电行业的看法。另一方面，我们认为家电销售渠道的扩张是家电消费的重要基础之一。随着家电渠道的延伸，家电消费可保持高增长。

表 1：美国家电零售增速

时间	家电
1952-2000	6.37%
1968-1980	8.45%
1982-1989	10.76%
1992-2000	7.98%

数据来源：南京证券研究所

图 1：产业在线认为未来家电消费增速为 10%

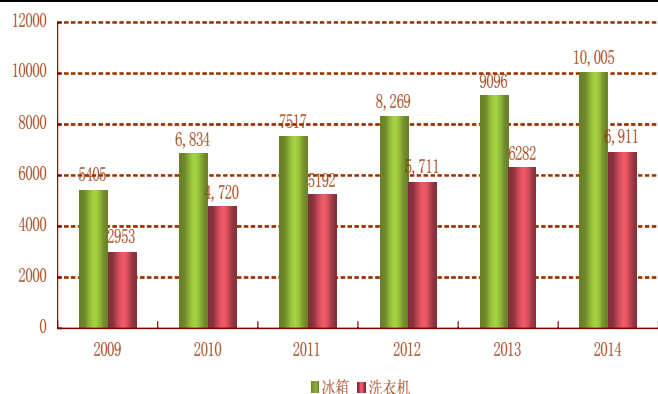
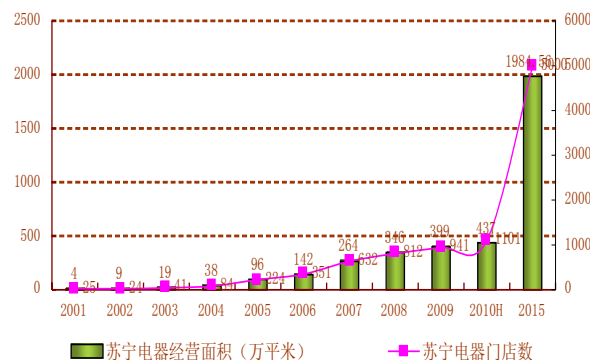


图 2：苏宁电器的门店扩张计划点



数据来源：产业在线、南京证券研究所

2、工艺先进将促使下游新增产能进一步增加 PCM 和 VCM 需求，电视机、小家电或成另一重要应用领域

目前，VCM 和 PCM 在洗衣机和电冰箱应用中不到 40%。我们认为制约应用不足的原因是下游厂商的沉没成本太大，更换新的设备意味着放弃原有的设备。我们预计未来 3-4 年应用比例每年增长 7%-10%，VCM 和 PCM 需求量复合增长率为 35%左右。这样

的判断基础在于：（1）新增产能。 2011 年，小天鹅新增洗衣机产能 400 万台，合肥三洋新增洗衣机产能 140 万台，美菱电器新增冰箱冰柜产能 120 万台，三家合计每年需要 6.8 万吨 VCM 和 PCM；2012 年，小天鹅新增洗衣机产能 500 万台，美的电器新增冰箱产能 400 万台，美菱电器新增冰箱冰柜产能 100 万台，合计每年需要 11 万吨 VCM 和 PCM。

表 2：主要家电上市公司产能扩张计划

单位：万台		2010	2011	2012	2013
小天鹅A	洗衣机	1050	1450	1950	
合肥三洋	洗衣机	340	500		
	变频机		200		
美的电器	家用空调	2600			3050
	冰箱	1200		1600	2100
	洗衣机	1030			
	压缩机	2100		2700	
美菱电器		500	620	720	880

数据来源：南京证券研究所

（2）VCM 和 PCM 可以提高家电企业生产效率，帮助家电企业避免污染和能源、材料的浪费，降低企业成本。

表 3：工艺比较优势决定 VCM 和 PCM 前途

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

数据来源：公司报告、南京证券研究所

（3）VCM 和 PCM 材料正在电视机（LED LCD）、小家电等领域实验性应用，公司下一个产品开发中就含有面向 LED 背光源 LCD 电视机的后背材料，目前已经形成数百吨的生产能力。

3, 产能扩张+市场渠道开拓抢占市场份额, 公司在合肥项目投产后市场份额将由 20% 提升至 35%左右

公司属于轻资产经营, PCM 和 VCM 共用一条生产线; 公司投资一条 6 万吨生产线需要 9 个月的时间, 投资回收周期在 3 年以内, 市场风险较小。

图 3: 轻资产经营

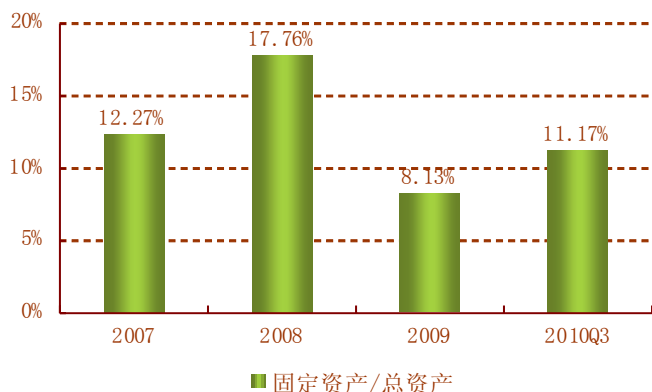
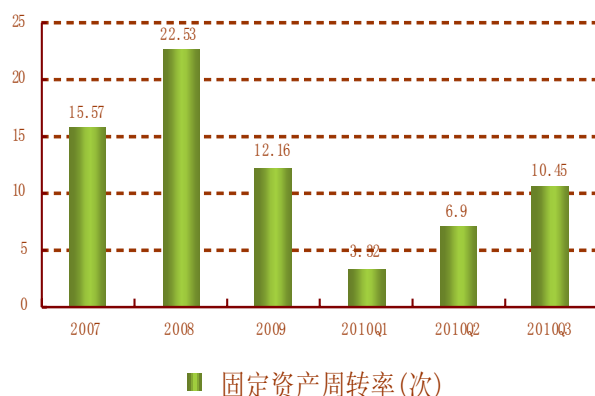


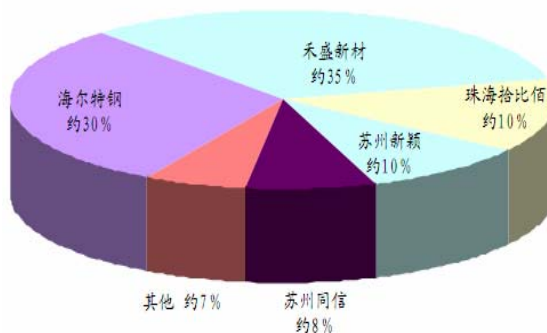
图 4: 固定资产周转率



数据来源: 南京证券研究所

2011 年新增 PCM 和 VCM 产能 12 万吨, 其中可释放产能 10-10.5 吨, 占 2010 年 PCM 和 VCM 产能的 91%。产能扩张后, 公司的市场份额由 20% 提升至 35%。在产能建设的同时, 公司与日本阪和钢铁贸易公司签订战略合作意向, 2011 年计划利用告阪海外贸易渠道销售 5 万吨 PCM 和 VCM。

图 5: 市场份额



数据来源: 南京证券研究所

4, 公司厂区土地储备丰富, 业务战略转型或诞生新的增长机遇

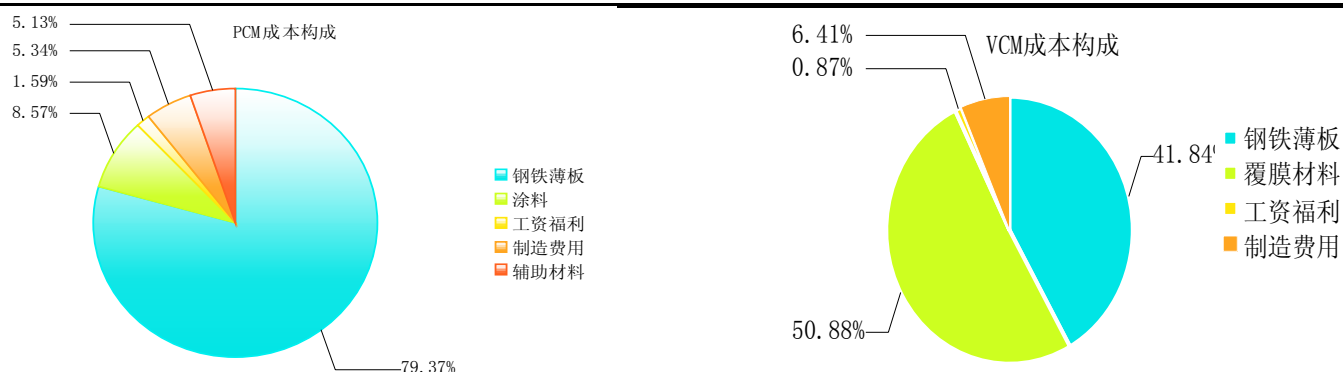
公司在苏州新购置 150 亩土地, 约是现在厂区的 2 倍。2011 年, 其中一部分或用于扩充传统业务产能, 或用于新项目 (装饰材料)。由于装饰材料的毛利率水平高于

传统业务，所以该项目的成功将显著提升公司盈利水平

5、钢价将继续推动成本上升，价格转嫁能力成公司生存和成长的关键

2010 年宝钢钢铁指数上涨 16%，公司 PCM 上涨 16%，VCM 上涨 8%；预计 2011 年钢价上涨 10%，据此推算，明年 PCM 将上涨 10%，VCM 将上涨 5%。

图 6/7：钢板是 PCM 和 VCM 的主要成本



数据来源：南京证券研究所

近些年，公司不断发展客户，对单一客户的依赖性越来越小；另一方面，外观材料占家电成本只有 5%-7%，下游厂商对由钢铁推动的成本上升具有市场认同感。因此，公司在成本转嫁方面表现较好，毛利率水平保持相对稳定。‘

图 8：客户依赖性显著减小

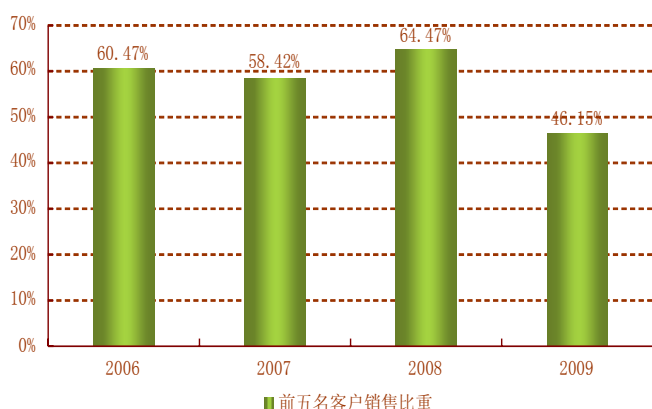
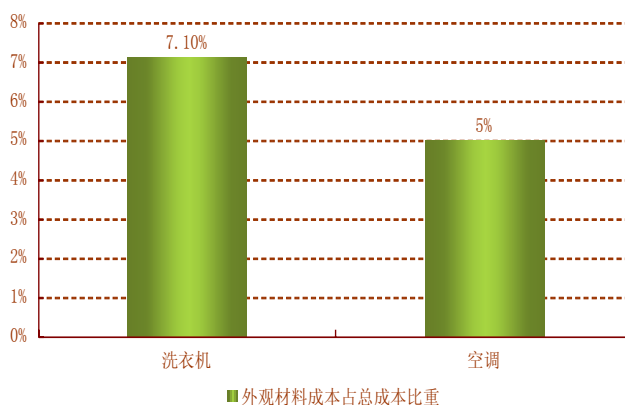
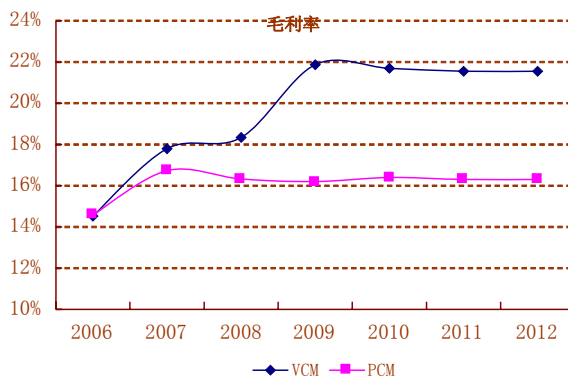


图 9：外观材料占家电成本比重很小



数据来源：南京证券研究所

图 10: 毛利率水平稳定

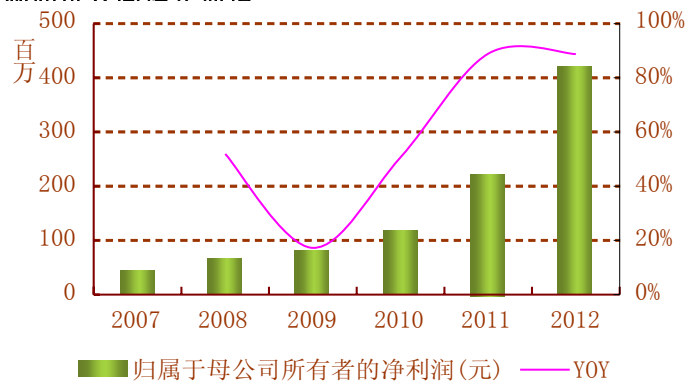


数据来源：南京证券研究所

6, 盈利预测与估值研究

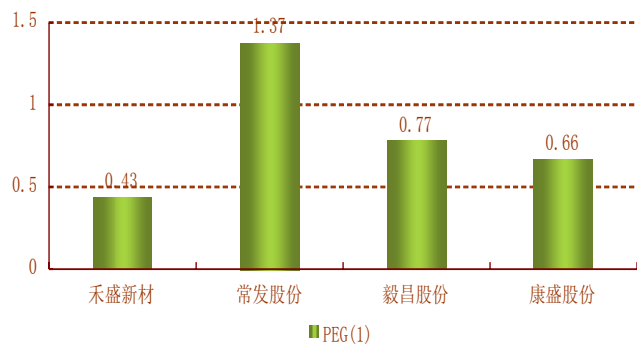
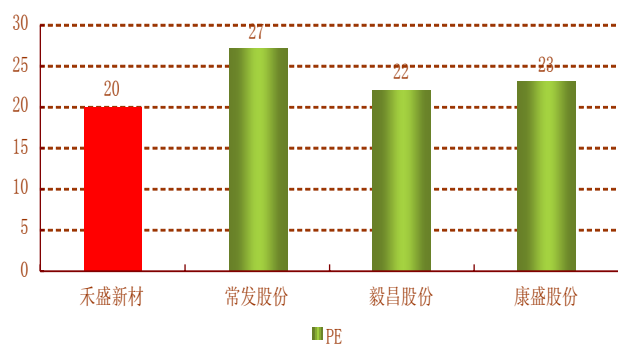
我们假设 2011 年新增的 12 万吨产能只销售 9 万吨；2012 年新增传统业务产能 12 万吨。我们预计 2010-2012 年 EPS 为 0.78 元、1.47 元和 2.19 元。

图 11. 利润进入高速增长通道



数据来源：南京证券研究所

从估值看，2011 年禾盛新材的 PE 为 20X，与家电零部件可比上市公司相比，处在估值低位水平；从 2012 年业绩预期看，公司的 PEG (1) 为 0.43。因此，我们看好公司的高成长性。



数据来源：南京证券研究所

表 4：重要指标预测

	2009	2010	2011	2012
单价				
VCM	16,231.44	17,015.85	17,866.64	17,866.64
PCM	8,361.62	9,782.59	10,565.20	10,565.20
销量				
VCM	11,026.87	16,153.85	32,307.69	64,615.38
PCM	56,859.32	88,846.15	162,692.31	245,384.62
毛利率				
VCM	21.87%	21.70%	21.55%	21.55%
PCM	16.20%	16.40%	16.30%	16.30%
成本				
VCM	12,681.62	13,323.41	14,016.38	14,016.38
PCM	7,007.04	8,178.24	8,843.07	8,843.07

数据来源：南京证券研究所

表 5：利润预测

	2009	2010	2011	2012
一、营业总收入(元)	665,495,710.62	1,144,016,747.89	2,296,105,956.44	3,746,996,248.94
二、营业总成本(元)	580,433,974.72	1,016,190,907.40	2,051,804,313.10	3,340,914,058.37
营业成本(元)	539,486,362.22	941,829,818.79	1,891,536,117.34	3,075,626,723.95
营业税金及附加(元)	952,060.86	2,059,230.15	4,132,990.72	6,744,593.25
销售费用(元)	16,051,392.90	28,600,418.70	57,402,648.91	93,674,906.22
管理费用(元)	22,113,850.35	38,896,569.43	78,067,602.52	127,397,872.46
财务费用(元)	386,312.68	228,803.35	11,480,529.78	18,734,981.24
资产减值损失(元)	1,443,995.71	4,576,066.99	9,184,423.83	18,734,981.24
四、营业利润(元)	85,061,735.90	127,825,840.49	244,301,643.35	406,082,190.57
加：营业外收入(元)	6,076,036.15	2,787,973.50	2,787,973.50	2,787,973.50
减：营业外支出(元)	20,000.00			
五、利润总额(元)	91,117,772.05	130,613,813.99	247,089,616.85	408,870,164.07
减：所得税(元)	13,128,530.97	19,592,072.10	37,063,442.53	102,217,541.02
六、净利润(元)	77,989,241.08	111,021,741.89	210,026,174.32	306,652,623.05
归属于母公司所有者的净利润(元)	77,989,241.08	111,021,741.89	210,026,174.32	306,652,623.05
七、每股收益：	1.12	0.74	1.40	2.04

数据来源：南京证券研究所



南京证券行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%—20%；
- 中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
- 回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。