

禾盛新材(002290)：产能快速释放 未来空间广阔

增持（维持）

家电

当前股价：29.79元/股

报告日期：2011年3月16日

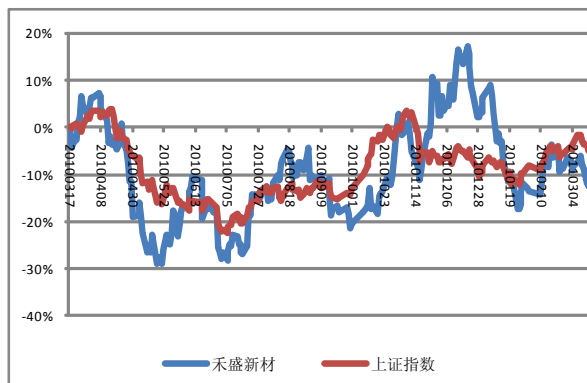
主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,060	1,795	2,732	3,592
(+/-)	59.33%	69.32%	52.14%	31.50%
营业利润	109	199	305	392
(+/-)	28.44%	81.94%	53.43%	28.55%
归属于母公司净利润	95	169	259	333
(+/-)	21.82%	77.84%	53.43%	28.55%
每股收益(元)	0.63	1.12	1.72	2.21
净资产收益率	10.39%	15.59%	19.31%	19.88%
市盈率(倍)	47	27	17	13

公司基本情况（2010年12月31日止）

总股本/非限售流通股（万股）	15,048/5,819
非限售流通股市值（亿元）	17.34
每股净资产（元）	6.08
资产负债率（%）	19.71%

股票价格走势（最近一年）



证券分析师：宋彬
执业证书编号：A0140511010019
010-66045586 songb@txsec.com

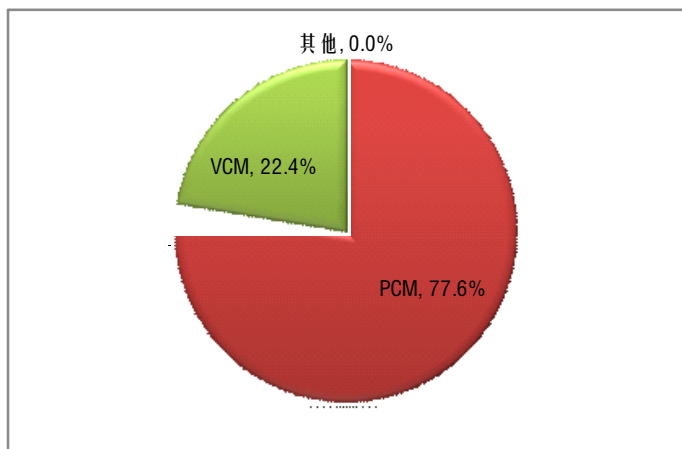
联系人：范凯
010-66045565 fank@txsec.com

服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 公司主营业务为白色家电复合材料的生产和销售，包括冰箱、洗衣机背板和侧板的PCM、VCM膜，属于新材料一类。目前公司市场占有率为20%左右。
- 2010年，公司实现营业收入10.60亿元，同比增长59.33%；营业利润10,925万元，同比增长28.44%；归属母公司所有者净利润9,500万元，同比增长21.82%；基本每股收益0.63元/股。利润分配预案为：每10股派现1.5元（含税）。
- 收入快速增长缘于产能释放。报告期内公司营业收入快速增长，主要原因是公司苏州工业园区6万吨PCM/VCM生产线的产能释放，产能增加了一倍。公司合肥生产基地的两条生产线（产能12万吨PCV/VCM）于2010年12月底部分量产，2011年将新增PCM/VCM产量6—7万吨。随着子公司合肥禾盛项目的投产，2011年公司产能有望达到18万吨，届时公司产能将成为国内最大的生产厂商。2012年公司产能将全部释放，达到24万吨。
- 综合毛利率出现下滑。2010年，公司综合毛利率15.47%，同比下降3.47个百分点。综合毛利率下降的主要原因是：公司原材料采购价格同比上涨，由于公司采用的定价方式是成本+固定加工费因此摊薄了综合毛利率。此外人工成本增长较多，公司2010年员工数量增加了27%，人力成本增加了63%。
- 与日本JFE钢铁株式会社合作。公司2月16日公告与日本JFE钢铁株式会社、（上海）贸易有限公司共同出资在苏州成立控股的子公司，主营高端家电和建材用预涂板。公司借助日本JFE丰富的质量管理及全球销售网络，充分发挥自身产品性价比优势，把公司产品推向海外市场。日本地震不影响JFE供货，生产钢板基材的水岛工场距离震中1000公里以上，目前合作项目按计划推进。
- 冰洗产品产量快速增长，带动公司产品需求量增加。我们预计2011年我国冰、洗产量合计将达到1.3亿台左右，每件冰、洗产品对公司产品的需求量在13公斤左右，如果我国冰洗产品40%采用PCM和VCM，则我国对PCM和VCM产品的需求量将达到67万吨，相对于公司18万吨产量来说，公司的市场份额将达到27%左右。
- 公司已进军液晶电视背板领域。随着液晶电视销量的快速增长，公司液晶电视背板的发展前景非常广阔。此外，公司购买了150亩工业用地，后续发展方向可能不会仅限于家电产品，防盗门外观贴膜、高档装修以及可用到的金属材料均可应用到公司产品。
- 我们预计公司2011-2013年的每股收益分别为1.12元、1.72元、2.21元，按3月16日股票价格测算，对应动态市盈率分别为27倍、17倍、13倍。公司产能释放速度快，产品应用广泛，市场需求量大，基本上不用担心销量，未来两年公司销售收入增速将维持在50%以上，维持公司“增持”的投资评级。

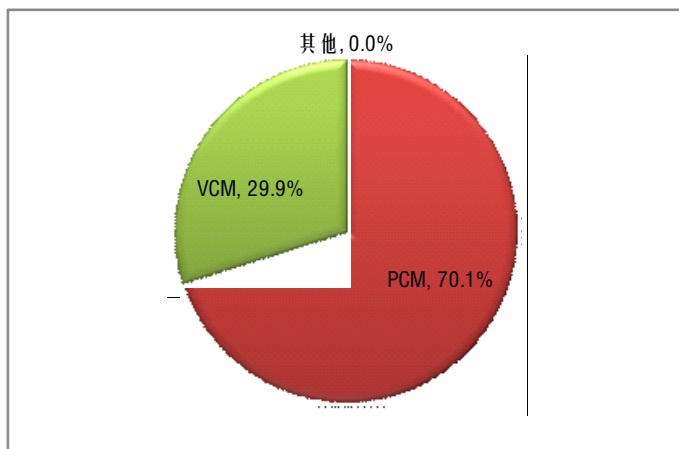
● 公司各项业务对营业收入和毛利润的贡献率

图1 2010年，公司各项业务对营业收入的贡献率



数据来源：天相投资分析系统

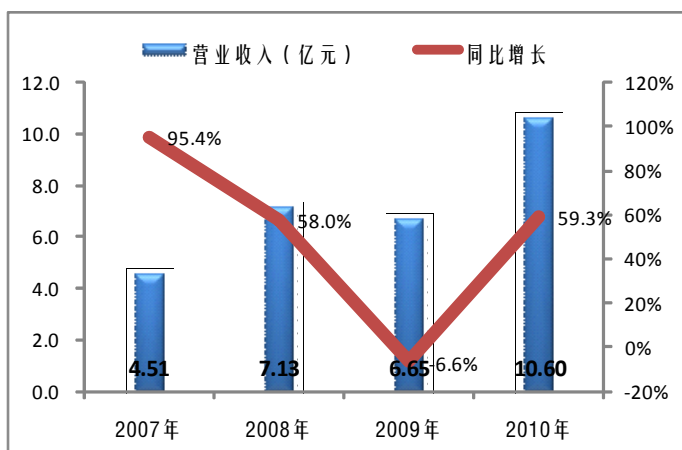
图2 2010年，公司各项业务对毛利润的贡献率



数据来源：天相投资分析系统

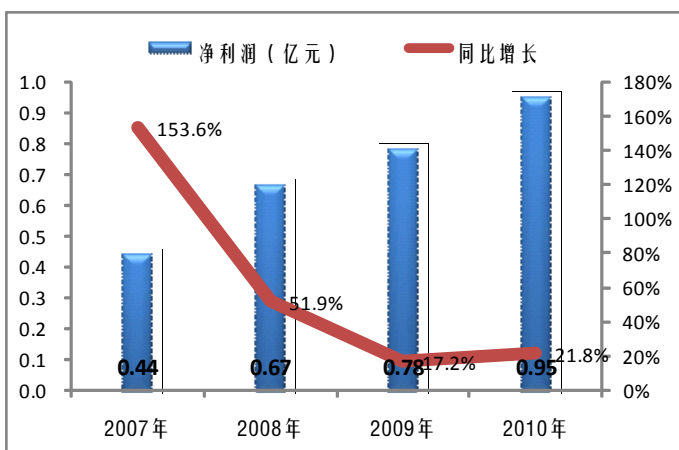
● 公司营业收入和净利润的规模与增长

图3 公司历年营业收入的规模与增长



数据来源：天相投资分析系统

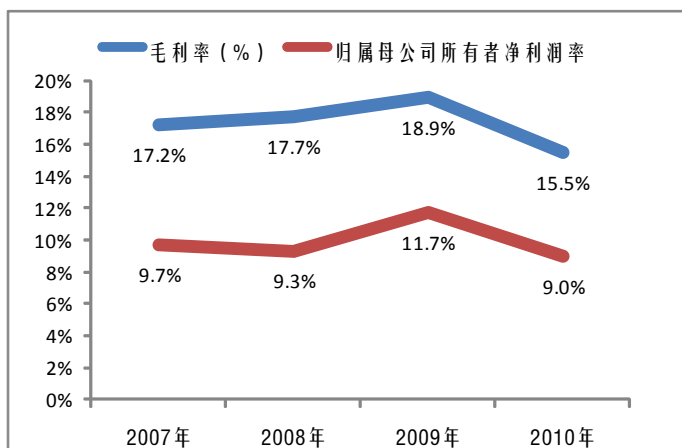
图4 公司历年归属母公司所有者净利润的规模与增长



数据来源：天相投资分析系统

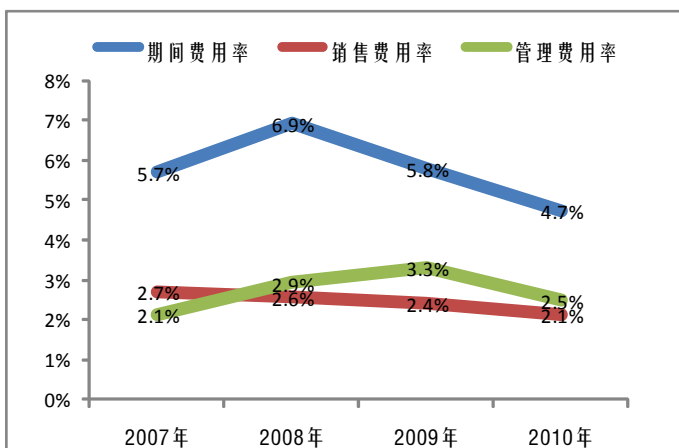
● 公司盈利能力和期间费用控制能力

图5 公司历年主要盈利能力指标的变动情况



数据来源：天相投资分析系统

图6 公司历年期间费用相关指标的变动情况



数据来源：天相投资分析系统



● 公司财务数据分析和盈利预测

	2008年	2009年	2010年	2011年E	2012年E	2013年E
一、营业收入	71,262	66,550	106,036	179,541	273,153	359,197
同比增长	-	-6.61%	59.33%	69.32%	52.14%	31.50%
减：营业成本	58,651	53,949	89,634	149,145	227,072	298,995
综合毛利率	17.70%	18.93%	15.47%	16.93%	16.87%	16.76%
营业税金及附加	114	95	117	228	325	441
资产减值损失	97	144	330	170	180	190
减：期间费用	4,941	3,855	5,030	10,121	15,079	20,366
期间费用率	6.93%	5.79%	4.74%	5.64%	5.52%	5.67%
其中：销售费用	1,838	1,605	2,272	3,634	5,739	8,405
管理费用	2,086	2,211	2,634	6,281	9,024	11,494
财务费用	1,017	39	124	206	316	467
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0
二、营业利润	7,459	8,506	10,925	19,877	30,497	39,204
同比增长	-	14.04%	28.44%	81.94%	53.43%	28.55%
营业利润率	10.47%	12.78%	10.30%	11.07%	11.16%	10.91%
加：营业外收支净额	318	606	188	0	0	0
三、利润总额	7,777	9,112	11,113	19,877	30,497	39,204
减：所得税	1,121	1,313	1,613	2,982	4,575	5,881
实际所得税率	14.41%	14.41%	14.51%	15.00%	15.00%	15.00%
四、净利润	6,657	7,799	9,500	16,896	25,923	33,323
归属于母公司所有者净利	6,657	7,799	9,500	16,896	25,923	33,323
同比增长	-	17.16%	21.82%	77.84%	53.43%	28.55%
净利润率	9.34%	11.72%	8.96%	9.41%	9.49%	9.28%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
每股收益（元/股）	1.06	0.93	0.63	1.12	1.72	2.21
每股净资产（元/股）	3.33	10.00	6.08	7.20	8.92	11.14
净资产收益率	31.98%	9.33%	10.39%	15.59%	19.31%	19.88%

数据来源：上市公司定期报告 天相预测

2、公司2010年财务数据分析

2.1 利润构成分析

表2 利润构成（2010年季度累计同比）

单位：万元	2009年				2010年				同比增长				利润构成			
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	2010年1Q	2010年1-2Q	2010年1-3Q	2010年1-4Q	2010年1Q	2010年1-2Q	2010年1-3Q	2010年1-4Q
1、利润总额	1,976	4,645	7,006	9,112	3,101	6,817	9,367	11,113	57.0%	46.8%	33.7%	22.0%	100	100	100	100
2、营业利润	1,903	4,390	6,588	8,506	3,099	6,760	9,181	10,925	62.8%	54.0%	39.4%	28.4%	99.9	99.2	98.0	98.3
3、公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	—	—	—	—	0.0	0.0	0.0	0.0
4、投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	—	—	—	—	0.0	0.0	0.0	0.0
5、营业外收支净额	72	255	417	606	2	57	186	188	-97.1%	-77.6%	-55.5%	-69.0%	0.1	0.8	2.0	1.7

数据来源：天相投资分析系统

表3 利润构成（2010年单季度同比）

单位：万元	2009年				2010年				同比增长				利润构成			
	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	2010年1季度	2010年2季度	2010年3季度	2010年4季度	2010年1季度	2010年2季度	2010年3季度	2010年4季度
1、利润总额	1,976	2,669	2,361	2,106	3,101	3,716	2,550	1,746	57.0%	39.2%	8.0%	-17.1%	100	100	100	100
2、营业利润	1,903	2,487	2,199	1,918	3,099	3,661	2,421	1,744	62.8%	47.2%	10.1%	-9.1%	99.9	98.5	94.9	99.9
3、公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	—	—	—	—	0.0	0.0	0.0	0.0
4、投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	—	—	—	—	0.0	0.0	0.0	0.0
5、营业外收支净额	72	182	162	188	2	55	129	2	-97.1%	-69.9%	-20.7%	-98.9%	0.1	1.5	5.1	0.1

数据来源：天相投资分析系统

2.2 收入与成本费用分析

表4 收入与成本费用（2010年季度累计同比）

单位：万元	2009年				2010年				同比增长				成本费用构成			
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	2010年1Q	2010年1-2Q	2010年1-3Q	2010年1-4Q	2010年1Q	2010年1-2Q	2010年1-3Q	2010年1-4Q
1、营业收入	13,461	29,953	47,632	66,550	25,956	54,074	80,908	106,036	92.8%	80.5%	69.9%	59.3%	100	100	100	100
2、成本费用	11,471	25,453	40,831	57,804	22,669	46,979	71,238	94,664	97.6%	84.6%	74.5%	63.8%	87.3	86.9	88.0	89.3
3、营业成本	10,995	24,032	38,271	53,949	21,369	44,370	66,821	89,634	94.3%	84.6%	74.6%	66.1%	82.3	82.1	82.6	84.5
4、期间费用	475	1,421	2,560	3,855	1,300	2,609	4,417	5,030	173.5%	83.6%	72.6%	30.5%	5.0	4.8	5.5	4.7
其中：销售费用	181	584	984	1,605	387	968	1,560	2,272	113.6%	65.7%	58.5%	41.5%	1.5	1.8	1.9	2.1
管理费用	190	677	1,428	2,211	843	1,571	2,811	2,634	343.0%	132.0%	96.8%	19.1%	3.2	2.9	3.5	2.5
财务费用	104	160	148	39	70	70	47	124	-32.7%	-56.2%	-68.5%	221.5%	0.3	0.1	0.1	0.1

数据来源：天相投资分析系统

表5 收入与成本费用（2010年单季度同比）

单位：万元	2009年				2010年				同比增长				成本费用构成			
	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	2010年1季度	2010年2季度	2010年3季度	2010年4季度	2010年1季度	2010年2季度	2010年3季度	2010年4季度
1、营业收入	13,461	16,492	17,679	18,917	25,956	28,118	26,835	25,128	92.8%	70.5%	51.8%	32.8%	100	100	100	100
2、成本费用	11,471	13,983	15,378	16,973	22,669	24,310	24,259	23,427	97.6%	73.9%	57.8%	38.0%	87.3	86.5	90.4	93.2
3、营业成本	10,995	13,037	14,239	15,677	21,369	23,001	22,451	22,813	94.3%	76.4%	57.7%	45.5%	82.3	81.8	83.7	90.8
4、期间费用	475	946	1,139	1,295	1,300	1,309	1,808	613	173.5%	38.4%	58.7%	-52.7%	5.0	4.7	6.7	2.4
其中：销售费用	181	403	400	621	387	581	592	712	113.6%	44.1%	48.0%	14.6%	1.5	2.1	2.2	2.8
管理费用	190	487	751	783	843	728	1,240	-176	343.0%	49.6%	65.1%	-122.5%	3.2	2.6	4.6	-0.7
财务费用	104	56	-12	-109	70	0	-23	78	-32.7%	-99.9%	—	—	0.3	0.0	-0.1	0.3

数据来源：天相投资分析系统

2.3 盈利能力及所得税分析

表6 盈利能力及所得税（2010年季度累计同比）

单位：万元	2009年				2010年				同比增长			
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	2010年1Q	2010年1-2Q	2010年1-3Q	2010年1-4Q
1、综合毛利率%	18.32%	19.77%	19.65%	18.93%	17.67%	17.95%	17.41%	15.47%	-0.6	-1.8	-2.2	-3.5
2、利润总额	1,976	4,645	7,006	9,112	3,101	6,817	9,367	11,113	57.0%	46.8%	33.7%	22.0%
3、所得税	296	634	976	1,313	466	1,027	1,343	1,613	57.4%	61.9%	37.7%	22.9%
4、所得税 / 利润总额%	15.00%	13.66%	13.93%	14.41%	15.04%	15.07%	14.34%	14.51%	0.0	1.4	0.4	0.1
5、归属于母公司的净利润	1,679	4,010	6,030	7,799	2,635	5,790	8,024	9,500	56.9%	44.4%	33.1%	21.8%
6、净利润率%	12.47%	13.39%	12.66%	11.72%	10.15%	10.71%	9.92%	8.96%	-2.3	-2.7	-2.7	-2.8

数据来源：天相投资分析系统

表7 盈利能力及所得税（2010年单季度同比）

单位：万元	2009年				2010年				同比增长			
	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	2010年1季度	2010年2季度	2010年3季度	2010年4季度
1、综合毛利率%	18.32%	20.95%	19.46%	17.13%	17.67%	18.20%	16.34%	9.21%	-0.6	-2.7	-3.1	-7.9
2、利润总额	1,976	2,669	2,361	2,106	3,101	3,716	2,550	1,746	57.0%	39.2%	8.0%	-17.1%
3、所得税	296	338	342	337	466	561	316	270	57.4%	66.0%	-7.5%	-20.0%
4、所得税 / 利润总额%	15.00%	12.66%	14.46%	16.00%	15.04%	15.09%	12.39%	15.44%	0.0	2.4	-2.1	-0.6
5、归属于母公司的净利润	1,679	2,331	2,020	1,769	2,635	3,155	2,234	1,476	56.9%	35.4%	10.6%	-16.5%
6、净利润率%	12.47%	14.14%	11.42%	9.35%	10.15%	11.22%	8.33%	5.88%	-2.3	-2.9	-3.1	-3.5

数据来源：天相投资分析系统

2.4 盈利收益质量分析

表8 公司盈利收益质量分析

	2008年	2009年	2010年
1、经营活动产生的现金流量净额（万元）	7,350	-4,852	2,371
2、每股经营活动产生的现金流量（元/股）	1.17	-0.78	0.16
3、销售收入，提供劳务收到现金/营业收入（%）	115.8%	124.0%	113.9%
4、经营性现金流量净额/净利润（%）	110.4%	-62.2%	25.0%

数据来源：天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%---(+) 5%
4	减持	(-) 5%---(-) 15%
5	卖出	<(-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对其所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-82709089 邮编: 518041