

禾盛新材 (002290)

利润随下游需求同步下降

— 2011 年半年报点评

刘迟道 执业证书编号: S1230511010012
021-64718888-1225
liuchidao@stoke.com.cn

本报告导读:
➢ 毛利率下滑导致净利润下降
➢ 给予“增持”评级

投资要点:

■ 净利润下降符合预期

2011 年 1-6 月份, 公司实现营业收入 5.51 亿元, 同比增长 1.97%, 营业利润 5368.1 万元, 同比下降 20.59%, 归属于母公司所有者净利润 4723.4 万元, 同比下降 18.42%, 每股收益 0.31 元; 第二季度实现营业收入 3.03 亿元, 同比增长 7.74%, 净利润 2542.8 万元, 同比下降 19.41%。

■ 上半年下游需求放缓或是公司增长乏力主因

公司以生产家电用涂层复合材料为主, 用于冰箱、洗衣机等家电面板、侧后板, 上半年 PCM 板销售收入 4.30 亿元, 同比增长 5.13%, VCM 板销售收入 1.1 亿元, 同比下降 15.09%。虽然家电下乡对冰箱、洗衣机内销拉动力度下降, 但是上半年我国分别生产和销售冰箱 4326.5 万台、4374 万台, 同比分别增长 19.6%、21.1%, 洗衣机产销量分别为 2640.3 万台、2660.9 万台, 同比分别增长 18.8%、16.0%, 而主要原材料冷轧板的均价为 5618 万元, 和去年基本持平。因此, 对比以上两组数据, 上半年公司收入增速未达预期。主要原因可能是通胀情况下, 下游企业减缓了后涂装工艺对预涂装工艺的替代步伐, 从而对 PCM、VCM 板的需求量下降。

■ 毛利率下滑较大 产能将进一步扩大

上半年公司综合毛利率 15.07%, 同比下降 2.87 个百分点, 其中 PCM 板毛利率 12.56%, 下降 3.88 个百分点、VCM 板 18.39%, 下降 3.4 个百分点, 公司产品定价模式是吨成本加成固定加工费的模式, 因此, 由于上半年销量下降, 摊销固定成本上升, 同时冷轧板价格高位运行也挤压了公司部分利润, 毛利率下降是公司上半年净利润大幅下滑的主要原因。

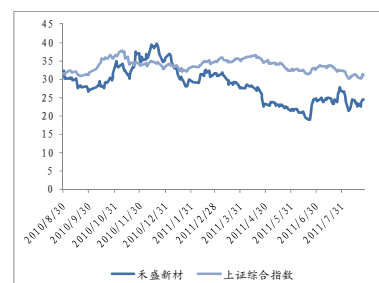
所属的行业性质决定公司只能不断扩大产能, 提高竞争力, 才能争取足够的话语权, 今年 6 月份公司累计产能已达 19 万吨, 位居行业第一, 公司非公开增发 (投资年产印刷 PCM 板 10.5 万吨、500 万件冲压件项目) 已获得证监会批准, 募投完成项目投产后, 公司发展速度将进一步加快。

■ 盈利预测和估值

我们预计公司 2011 年、2012 年每股收益 0.57 元, 0.71 元, 以 8 月 26 日的收盘价 24.21 元计算, 对应的动态市盈率分别为 42.3 倍和 34.2 倍, 虽然公司动态估值水平位于历史高位, 但是由于非公开增发将使得公司存在一定的交易性机会, 并且长期增长可期, 给予公司“增持”投资评级。

评级: 增持

单季度业绩	元/股
3Q/2010	0.15
4Q/2010	0.10
1Q/2011	0.14
2Q/2011	0.17



公司简介

公司是我国 PCM、VCM 彩涂板领军企业之一, 产品主要应用于冰箱、洗衣机外观面板领域, 随着产能的不断提升, 公司在行业内的地位也将持续得到巩固。

相关报告

禾盛新材 (002290): 上半年净利润同比增长 44.38% 基本符合预期

——2010 年 8 月 16 日

禾盛新材 (002290): 产能释放助力公司高速增长

——2010 年 6 月 25 日





附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	898	942.96	1170	1365	营业收入	665	1060	1086	1249
现金	482	354.91	661	720	营业成本	539	896	946	1086
应收账款	100	129.08	114	166	营业税金及附加	1	1	2	2
其它应收款	1	2.38	0	5	营业费用	16	22.72	27	31
预付账款	31	68.08	62	81	管理费用	22	26.34	33	38
存货	231	379.37	281	319	财务费用	0.4	1.24	0.5	0.7
其他	53	9	53	74	资产减值损失	1	3.3	1	1
非流动资产	97	196.17	156	197	公允价值变动收益	0	0	20	30
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	78	128.37	99	109	营业利润	85	109.25	96	120
无形资产	15	38.71	25	33	营业外收入	6	1.9	5	5
其他	4	29	32	56	营业外支出	0	0.02	0	0
资产总计	995	1,139.13	1326	1562	利润总额	91	111.13	101	125
流动负债	159	224.57	236	365	所得税	13	16.13	15	18
短期借款	0	0	16	5	净利润	78	95	86	106
应付账款	31	50.32	23	121	少数股东损益	0	0	0	0
其他	127	174	196	239	归属母公司净利润	78	95	86	106
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	92	124	108	134
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.52	0.63	0.57	0.71
其他	0	0	0	0					
负债合计	159	225	236	365	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
股本	84	150.48	150	150	成长能力				
资本公积	572	505.3	572	572	营业收入	-6.6%	59.3%	2.4%	15.0%
留存收益	180	228.28	368	474	营业利润	14.0%	34.2%	-15.9%	24.7%
归属母公司股东权益	836	914.56	1090	1197	归属于母公司净利润	17.2%	29.7%	-14.9%	23.6%
负债和股东权益	995	914.56	1326	1562	获利能力				
					毛利率	18.9%	15.5%	12.8%	13.0%
现金流量表					净利率	11.7%	9.5%	7.9%	8.5%
单位: 百万元					ROE	9.3%	10.1%	7.9%	8.9%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	ROIC	20.7%	34.6%	19.9%	24.4%
经营活动现金流	-49	186	-39	96	偿债能力				
净利润	78	95	86	106	资产负债率	16.0%	20.2%	17.8%	23.4%
折旧摊销	6	9.2	11	14	净负债比率	0.00%	0.00%	6.93%	1.49%
财务费用	0	0	0	1	流动比率	5.66	4.48	4.97	3.74
投资损失	0	0	0	0	速动比率	4.21	3.68	3.77	2.86
营运资金变动	-135	88	-118	2	营运能力				
其它	1	-7	-19	-27	总资产周转率	0.96	0.94	0.84	0.86
投资活动现金流	-25	-131	-27	-25	应收账款周转率	7	9	9	9
资本支出	25	144	22	17	应付账款周转率	17.18	13.15	14.76	15.03
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	13	-6	-8	每股收益(最新摊薄)	0.93	0.67	0.57	0.71
筹资活动现金流	501	-17	16	-12	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.58	1.23	-0.26	0.64
短期借款	-49	2	16	-11	每股净资产(最新摊薄)	10.00	6.67	7.25	7.95
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	21	67	0	0	P/E	25.95	36.01	42.31	34.22
资本公积增加	529	0	0	0	P/B	2.42	3.63	3.34	3.04
其他	-0	-86	-0	-1	EV/EBITDA	34.49	25.58	29.32	23.56
现金净增加额	427	230	-51	59					

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

