

2010 年中期行业策略报告

不确定中寻找确定

俞天甲

yutj@ctsec.com

证书编号: S0160109110953

0571-87620735

家电行业研究员

2010 年 07 月 17 日

家电行业

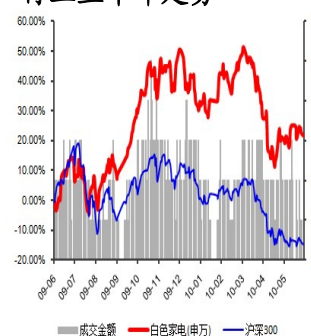
增持

(维持)

投资要点:

- **上半年行业维持快速增长。**受益于家电下乡和以旧换新政策, 2010 年 1~5 月份空调内销量 2043.37 万台, 增速达到 51.84%, 冰箱内销量 1809.8 万台, 增速达到 52.3%, 洗衣机内销量 1038.11 万台, 增速达到 19.15%, 液晶电视内销量 1109.6 万台, 增速达到 55.65%, 出现全面超预期增长。出口方面, 由于金融危机的影响一直延续到 09 年上半年, 出口弹性最大的空调全年累计出口量 2245.93 万台, 增长 40.00%, 冰箱、洗衣机需求较为刚性, 出口量分别为 589.0 万台和 1038.11 万台, 分别增长 23.6%和 42.66%, 液晶电视出口量 1251.6 万台, 增速 12.03%。
- **下半年家电行业充斥着不利因素。**房地产销量下滑对大家电影响巨大: 在新房销售下滑 15%~20%的假设下, 我们预计空调、冰箱、洗衣机和液晶电视销售增速将在 9.30~11.64%、11.02%~12.32%、11.89%~13.68%和 47.90%~45.17%之间, 远低于分析师们预期的 25%、15%、15%与超过 60%的预期销售增速; 原材料价格上涨将压缩家电企业毛利率。
- **估值处于历史中枢位置。**我们认为, 从 2010 年到 2012 年, 家电行业很难再现 09 年净利润 50%以上的增长, 未来增速放慢是必然的趋势, 空调和冰箱净利增速 10~12%左右, 液晶电视和洗衣机净利增速 15~18%是最有可能发生的情况。从估值上看, 家电行业处于中枢水平。因此我们认为, 家电行业股价整体难有类似于 09 年 3 季度的绝对收益表现。给予“增持”评级。
- **投资建议:** 在行业增长乏力, 部分子行业同比增速甚至可能下滑的背景下, 我们认为家电行业公司难有整体性表现。我们依然采用二季度的自下而上选股方法, 去寻找具有确定性增长, 壁垒较高, 估值具有较大安全边际的业内优秀公司。我们自下而上精选个股分两类, 第一类推荐重点投资时段在半年报时期, 如苏泊尔; 第二类推荐则重点考察行业基本面作为长期投资配置, 如禾盛新材。

行业上半年走势



重点公司投资评级:

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (6.30)	09EPS (元)	10EPS (元)	11EPS (元)	10PE	PB	投资评级
002032	苏泊尔	110.77	19.40	0.538	0.656	0.885	29.57	4.49	增持
002290	禾盛新材	36.60	24.89	0.518	0.863	1.329	28.84	3.89	买入
000527	美的电器	354.77	11.40	0.61	0.81	0.95	14.07	3.03	增持
002050	三花股份	59.00	23.00	0.901	1.001	1.240	22.97	4.00	增持

目录

目录.....	2
图目录.....	3
表目录.....	4
一、上半年行业回顾.....	5
1 2009 年与 2010 年家电行业股价走势	5
2 基本情况	6
二、充斥着不利因素的下半年.....	9
1 房地产销量下滑对家电影响巨大	9
2 原材料价格或将上涨从而压缩毛利率	10
3 家电下乡限价放开与以旧换新推广或支持家电小幅增长	11
三、行业估值处于中枢.....	12
1 行业估值处于市场中枢位置	12
四、下半年投资建议.....	13
1 推荐逻辑	13
2 推荐个股分析	14

图目录

图 1、2009 年家电行业股价走势	5
图 2、2010 年家电行业股价走势	5
图 3、禾盛新材股价走势	5
图 4、三花股份股价走势	5
图 5、空调内销量与增速	6
图 6、空调出口量与增速	6
图 7、冰箱内销量与增速	6
图 8、冰箱出口量与增速	6
图 9、洗衣机内销量与增速	7
图 10、洗衣机出口量与增速	7
图 11、液晶电视内销量与增速	7
图 12、液晶电视出口量与增速	7
图 13、空调品牌市场占有率	8
图 14、冰箱品牌市场占有率	8
图 15、洗衣机品牌市场占有率	8
图 16、液晶电视品牌市场占有率	8
图 17、微波炉产量与累计同比增速	8
图 18、电饭煲产量与累计同比增速	8
图 19、大家电保有量	9
图 20、小家电保有量	9
图 21、消费者信心指数	10
图 22、房地产销售面积	10
图 23、LME 铜价走势	10
图 24、美元指数走势	10
图 25、家电下乡销售金额占比	12
图 26、家电下乡销售数量	12
图 27、市场各行业估值	13
图 28、家电行业历史估值	13
图 29、相对沪深 300 估值	13
图 30、炊具内销市场容量与增长趋势	15
图 31、炊具内销市场份额	15
图 32、电压力锅行业国内市场容量	15
图 33、中国厨卫家电市场容量	15

表目录

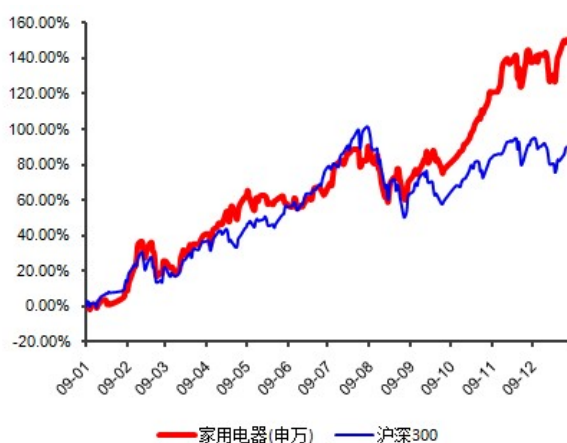
表 1、2010 年家电需求结构比例	9
表 2、2010 年家电增速	9
表 3、白电产品的主要材料成本构成比率	10
表 4、白电产品新增补贴品种	11
表 5、2010 年家电下乡销售量与金额表现	11
表 6、2010 年家电下乡最高限价调整前后对比	11
表 7、白电产品的主要材料成本构成比率	17
表 8、国内竞争对手	18
表 9、白电产品的主要材料成本构成比率	18
表 10、预涂板复合材料需求预测	19
表 11、国内家电复合材料企业产能情况	19

一、上半年行业回顾

1 2009 年与 2010 年家电行业股价走势

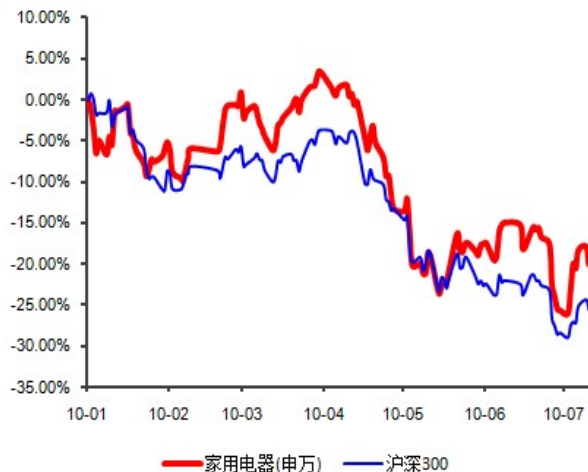
09 年家电股价走势远强于沪深 300 指数，特别是从 09 年 3 季度开始，股价表现远远超出大盘近 70%。而今年，家电公司股价随大盘普遍回调幅度较深，特别从 4 月份开始，跌幅超过沪深 300 指数。

图 1、2009 年家电行业股价走势



资料来源：Wind 资讯，财通证券研究所

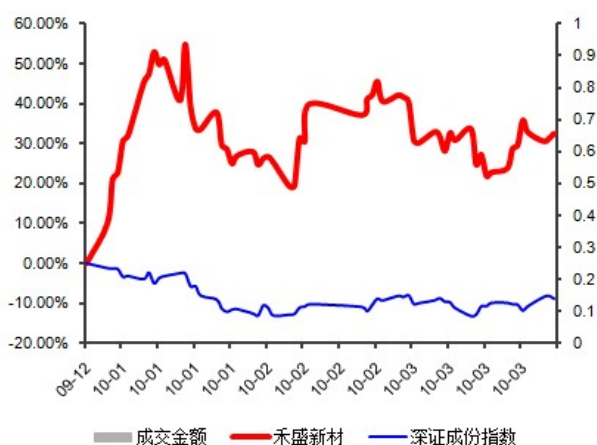
图 2、2010 年家电行业股价走势



资料来源：Wind 资讯，财通证券研究所

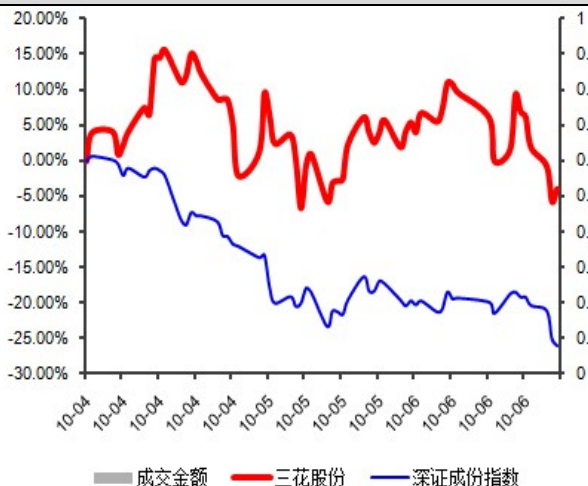
09 年末推出的年度策略中重点推荐的**禾盛新材**，一季度涨幅超越深圳成指 41%。今年二季度推荐的**三花股份**，二季度跑赢指数 30%。

图 3、禾盛新材股价走势



资料来源：Wind 资讯，财通证券研究所

图 4、三花股份股价走势

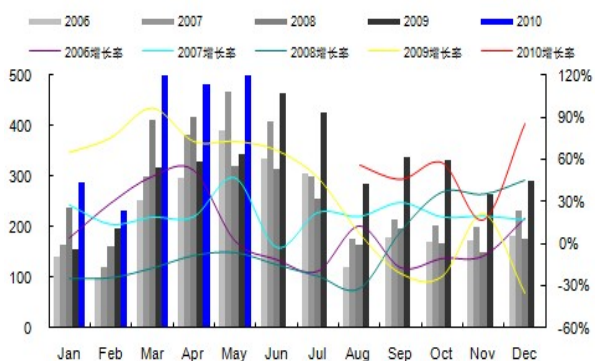


资料来源：Wind 资讯，财通证券研究所

2 基本情况

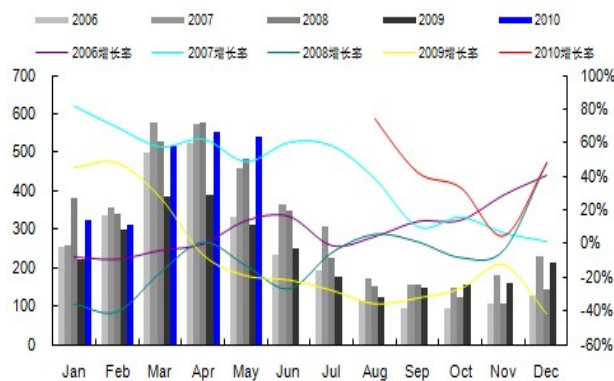
受益于家电下乡和以旧换新政策，2010 年 1~5 月份空调内销量 2043.37 万台，增速达到 51.84%，冰箱内销量 1809.8 万台，增速达到 52.3%，洗衣机内销量 1038.11 万台，增速达到 19.15%，液晶电视内销量 1109.6 万台，增速达到 55.65%，出现全面超预期增长。出口方面，由于金融危机的影响一直延续到 09 年上半年，导致基数较低，1~5 月空调全年出口量 2245.93 万台，增长 40.00%，冰箱、洗衣机需求较为刚性，出口量分别为 589.0 万台和 1038.11 万台，分别增长 23.6% 和 42.66%，液晶电视出口量 1251.6 万台，增速 12.03%。

图 5、空调内销量与增速



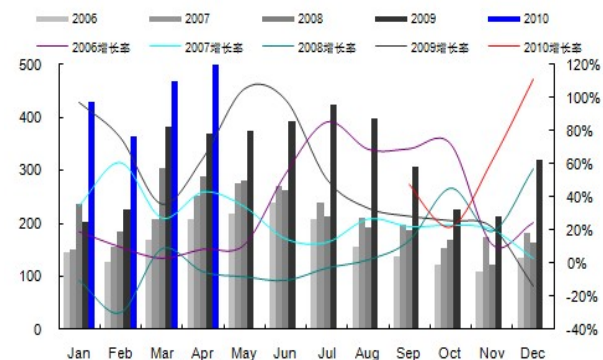
资料来源：产业在线，财通证券研究所

图 6、空调出口量与增速



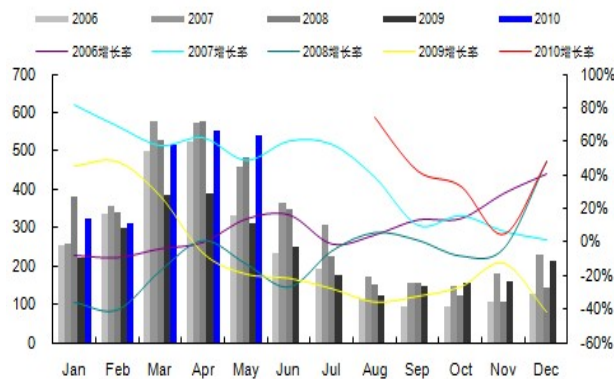
资料来源：产业在线，财通证券研究所

图 7、冰箱内销量与增速



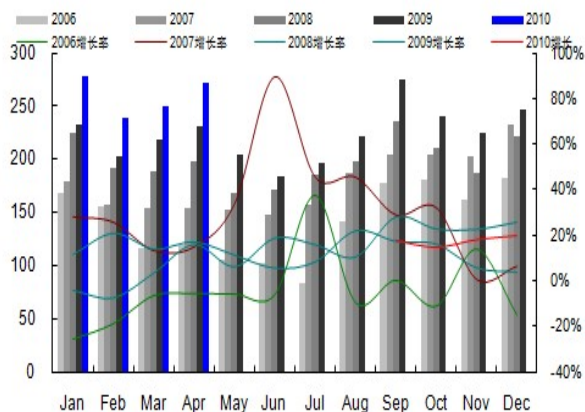
资料来源：产业在线，财通证券研究所

图 8、冰箱出口量与增速



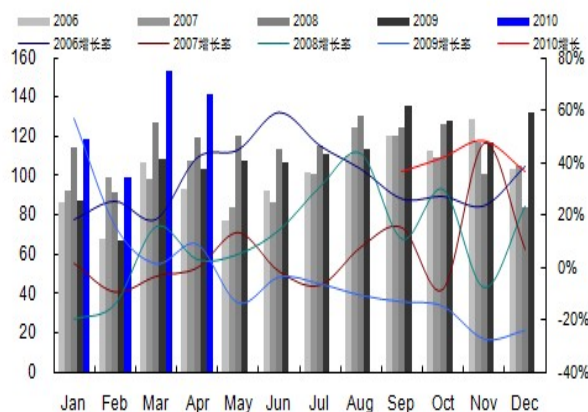
资料来源：产业在线，财通证券研究所

图 9、洗衣机内销量与增速



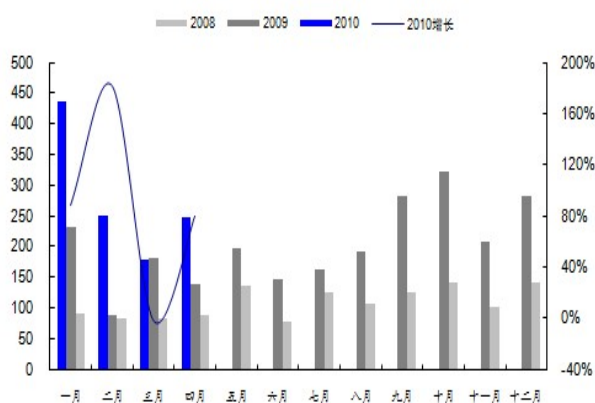
资料来源：产业在线，财通证券研究所

图 10、洗衣机出口量与增速



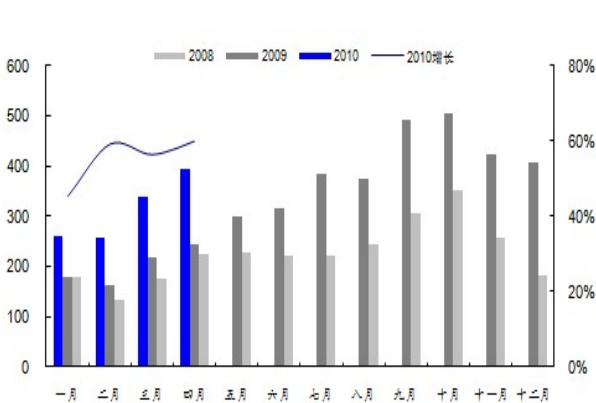
资料来源：产业在线，财通证券研究所

图 11、液晶电视内销量与增速



资料来源：产业在线，财通证券研究所

图 12、液晶电视出口量与增速

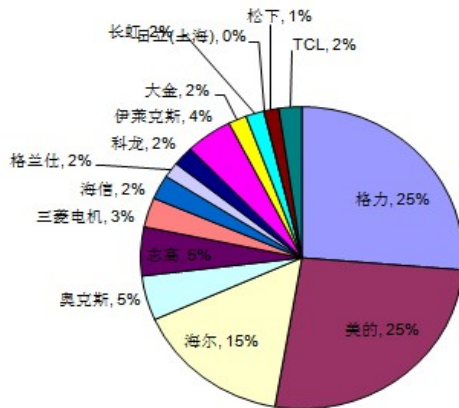


资料来源：产业在线，财通证券研究所

空调市场继续维持格力、美的和海尔三巨头垄断局面，占据 65% 的份额，较年初 59% 有所上升；冰箱市场青岛海尔高居榜首，占据了 26% 的市场份额，西门子排名第二，占据 11% 份额，两巨头部分市场份额已经被美的系占据。洗衣机市场 CR3 分别为青岛海尔、小天鹅和合肥三洋，占据了 49% 的份额；液晶电视市场竞争激烈，前三名长虹、海信和夏普占据了 12%，11% 和 11% 的市场份额，外资品牌正在悄悄崛起。

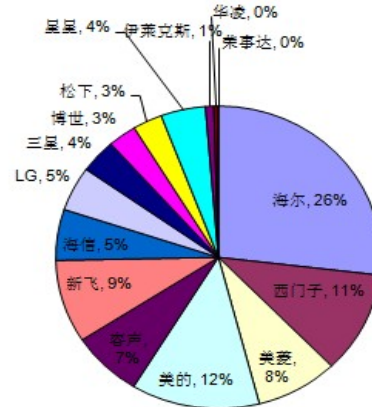
今年我们重点关注的小家电产量表现特别优异。微波炉产量累计同比达到 47.24%，电饭锅 31.01%，均走出了去年低增长的格局。我们一直反复强调一个观点：小家电现在处于普及期，主要成长空间在城市保有量的提升，只要行业内不出现特别大的问题，未来数年内销量均会保持高增长；此外家电下乡也给部分受益小家电带来新的成长空间。

图 13、空调品牌市场占有率



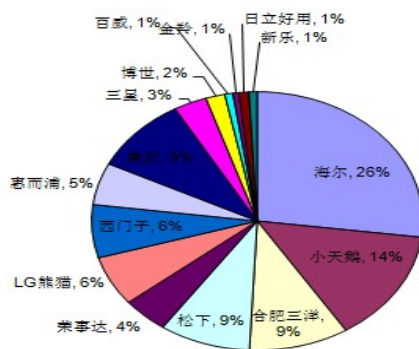
资料来源：产业在线，财通证券研究所

图 14、冰箱品牌市场占有率



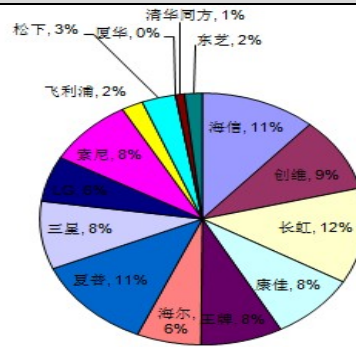
资料来源：产业在线，财通证券研究所

图 15、洗衣机品牌市场占有率



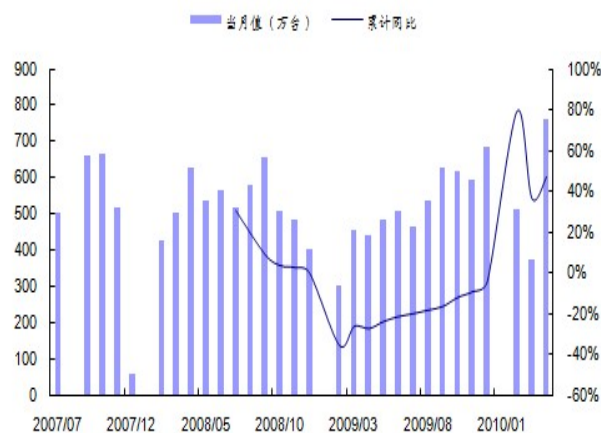
资料来源：产业在线，财通证券研究所

图 16、液晶电视品牌市场占有率



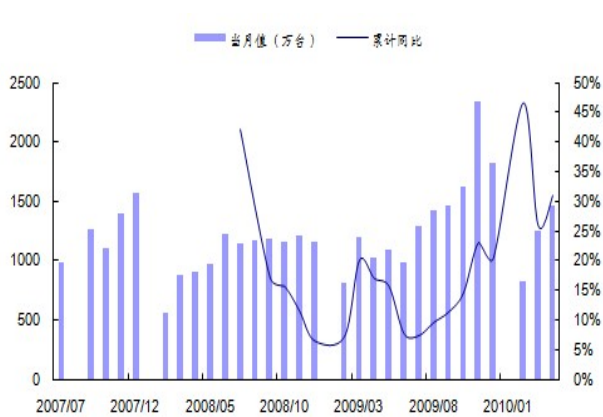
资料来源：产业在线，财通证券研究所

图 17、微波炉产量与累计同比增速



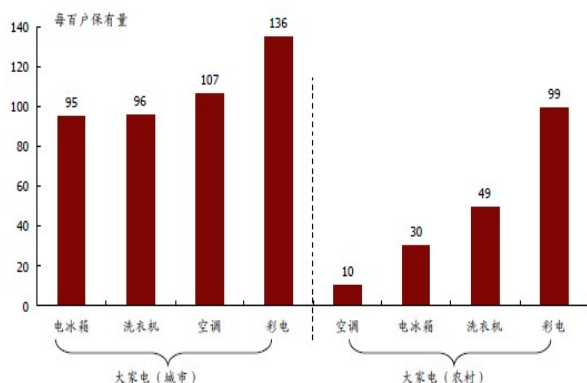
资料来源：产业在线，财通证券研究所

图 18、电饭煲产量与累计同比增速



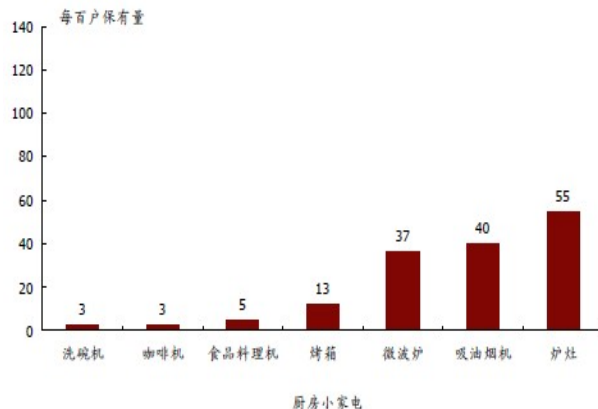
资料来源：产业在线，财通证券研究所

图 19、大家电保有量



资料来源: CEIC, 财通证券研究所

图 20、小家电保有量



资料来源: CEIC, 财通证券研究所

二、充斥着不利因素的下半年

1 房地产销量下滑对大家电影响巨大

我们测算, 2010 年新房销售对大家电带来的新增需求占总销量的 22% 以上, 其中空调占比最高, 为 39.5%。从二季度开始我们已经看空大家电销售, 主要原因在于 2009 年基数的逐月提高以及房地产政策的不确定性。我们认为四月连续出台的房地产政策累积之后将逐渐产生效应, 对下半年的新房销售产生巨大影响, 预计销量下滑将在 15%~20% 之间。由于家电的滞后效应 (半年左右), 新房销售下滑的负面效应将在四季度开始传导至家电。

表 1、2010 年家电需求结构比例

	新房销售新增需求	更新需求	原有住房新增需求
空调	39.5%	40.8%	19.7%
冰箱	22.4%	46.9%	30.7%
洗衣机	30%	57.3%	12.7%
液晶电视	35%	57%	8%

资料来源: 财通证券研究所

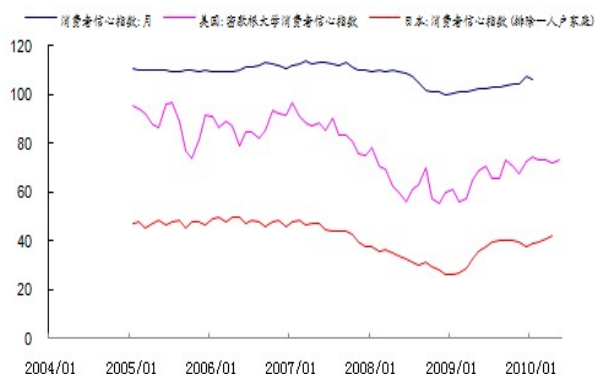
在新房销售下滑 15%~20% 的假设下, 我们预计空调、冰箱、洗衣机和液晶电视销售增速将在 9.30~11.64%、11.02%~12.32%、11.89%~13.68% 和 47.90%~45.17% 之间, 远低于分析师们预期的 25%、15%、15% 与超过 60% 的预期销售增速, 也印证了我们年初提出的大家电销量将低于预期的观点。

表 2、2010 年家电增速

	新房销售下降 15%	新房销售下降 20%
空调	11.64%	9.30%
冰箱	12.32%	11.02%
洗衣机	13.68%	11.89%
液晶电视	47.90%	45.17%

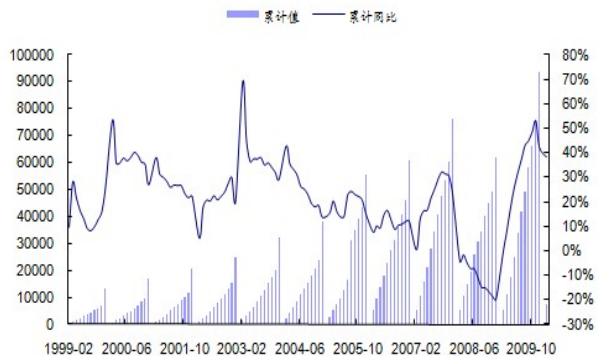
资料来源: 财通证券研究所

图 21、消费者信心指数



资料来源：Wind 资讯，财通证券研究所

图 22、房地产销售面积



资料来源：Wind 资讯，财通证券研究所

2 原材料价格或将上涨从而压缩毛利率

白电产品的上游材料主要是钢材，铜，铝和 ABS 塑料。其中铜和钢材是最重要的原料。钢材价格受大公司调控较多，不可预见性大；而铜则由全球定价，我们认为铜价至少在三季度会出现一波上升趋势，主要原因在于欧元区债务危机的缓解弱化了投资者追求美元抛售欧元的避险情绪，美元指数有望回落至 80 左右，处于希腊债务危机爆发之前的状态。家电用原材料价格上涨将会压缩其毛利空间。

表 3、白电产品的主要材料成本构成比率

	铜	铝	钢材	ABS 塑料
空调	25%	4%	40%	5%
冰箱	13%	4%	25%	15%
洗衣机	8%		30%	

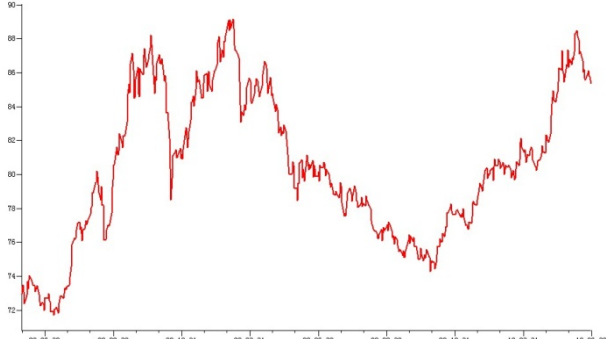
资料来源：财通证券研究所

图 23、LME 铜价走势



资料来源：Wind 资讯，财通证券研究所

图 24、美元指数走势



资料来源：Wind 资讯，财通证券研究所

3 家电下乡限价放开与以旧换新推广或支持家电小幅增长

2009 年底财政部和商务部宣布提升家电下乡产品最高限价提升，相比过去各类家电下乡产品限价提升 25%~100%。我们认为从农村消费者接受高价的家电需要一个逐步接受信息和消化的过程，而并非一步到位，消费升级最有可能体现的时间是在今年四季度的消费旺季。

表 4、白电产品新增补贴品种

新增补贴品种	省份	补贴最高额
抽油烟机	北京市、天津市、内蒙古自治区、浙江省（含宁波市）、甘肃省	338
电动自行车	河北省、山西省、江苏省、安徽省、江西省、山东省（含青岛市）、河南省、湖北省、云南省、陕西省	260
DVD 影碟机	辽宁省（含大连市）、贵州省	65
电饭煲	吉林省、黑龙江省、广东省、海南省、重庆市、四川省	65
燃气灶	上海市、福建省（含厦门市）、湖南省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区	195
电压力锅	广西壮族自治区、西藏自治区青海省	78

资料来源：商务部，财通证券研究所

表 5、2010 年家电下乡销售量与金额表现

	销量	销量同比增速	销售额	销售额同比增速
1-3 月	1603.3 万台	494%	316.7	687%
4 月	480.3 万台	170%	100	260%
5 月	575 万台	160%	126	220%

资料来源：商务部，财通证券研究所

表 6、2010 年家电下乡最高限价调整前后对比

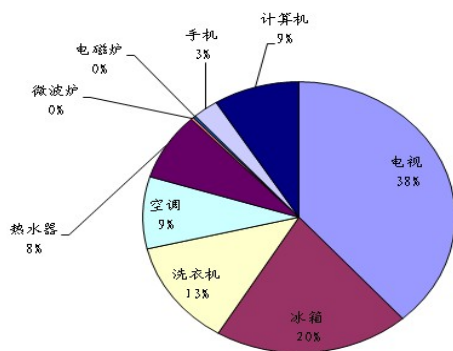
产品	最高限价提升比率	最高限价（2010 年招标）	最高补贴额	原最高限价
分体挂壁式空调	40%	3500	325	2500
分体落地式空调	50%	6000	520	4000
彩电	100%	7000	455	3500
冰箱	60%	4000	325	2500
洗衣机	75%	3500	260	2000
冰柜	100%	4000	325	2000
手机	100%	2000	130	1000
电热水器	67%	2500	195	1500
燃气热水器	40%	3500	325	2500
电磁炉	67%	1000	78	600
太阳能热水器	25%	5000	520	4000
计算机	43%	5000	455	3500
微波炉	50%	1500	130	1000

资料来源：公开信息，财通证券研究所

今年 6 月 3 日，商务部、财政部、环境保护部联合发布了家电以旧换新推广工作方案，方案明确从 2010 年 6 月 1 日起：1、在原有试点的 9 个省市基础上新增 19 个省市（河北、山西、辽宁、大连、吉林、黑龙江、安徽、福建、厦门、江

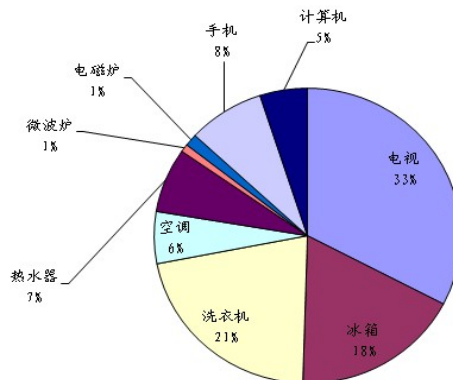
西、河南、湖北、湖南、重庆、四川、贵州、陕西、甘肃、青海)。2、截止时间暂定为 2011 年 12 月 31 日。3、补贴幅度和产品品类不变。补贴幅度为新家电销售价格的 10%，设最高补贴限额。产品品类为电视机、电冰箱（含冰柜）、洗衣机、空调、电脑五类家电。从社会存量和 09 年 8 月至今的以旧换新成果看，最受益的家电为彩电，其次是冰箱和洗衣机；城市推广从 9 个省市基础上新增 19 个省市，预计效果会翻倍。

图 25、家电下乡销售金额占比



资料来源：家电下乡信息系统

图 26、家电下乡销售数量



资料来源：家电下乡信息系统

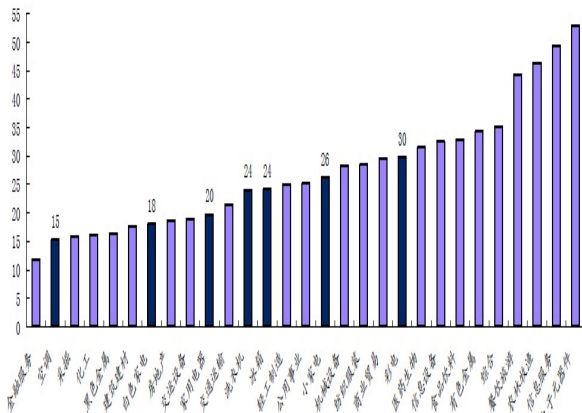
三、行业估值处于中枢

1 行业估值处于市场中枢位置

现阶段，A 股市场家电行业的动态 PE 为 20 倍，在各行业中处于较低水平。子行业中白电估值为 18 倍，空调估值最低为 15 倍，洗衣机和冰箱为 24 倍，小家电和彩电估值分别为 26 倍、30 倍。除了空调之外，其余的子行业均处于市场整体估值中枢附近。

我们考察了家电行业的历史估值情况和相对沪深 300 估值情况，发现目前家电 PE 接近历史低位，离最低位约有 15% 的溢价；PB 则处于历史中枢。从历史角度看，目前家电行业不具备估值吸引力。白电板块 05 年以来相对沪深 300 的 PE（TTM）估值溢价均值为 1.017，而现阶段沪深 300 的 PE（TTM）为 17.50，与白电行业 18 倍 PE 比较，正处于 05 年以来的均值水平，未显著低估或高估。

图 27、市场各行业估值



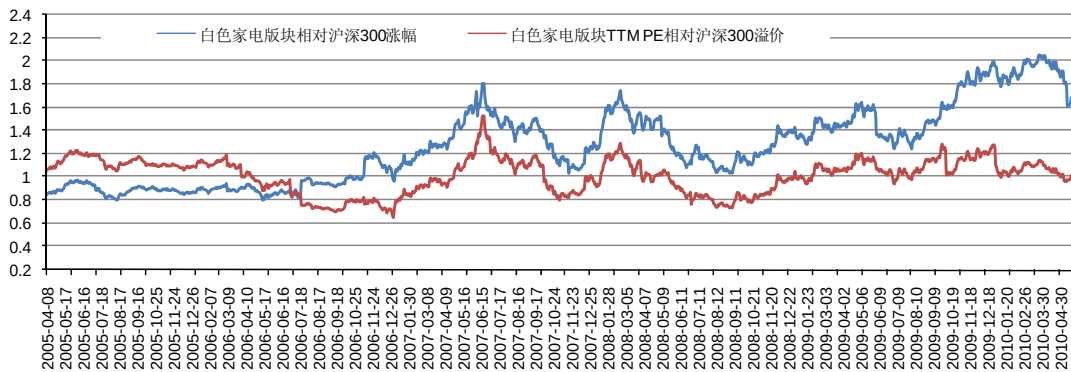
资料来源：Wind 资讯，财通证券研究所

图 28、家电行业历史估值



资料来源：Wind 资讯，财通证券研究所

图 29、相对沪深 300 估值



资料来源：Wind 资讯，财通证券研究所

综上，我们认为，从2010年到2012年，家电行业很难再现09年净利润50%以上的增长，未来增速放慢是必然的趋势，空调和冰箱净利增速10~12%左右，液晶电视和洗衣机净利增速15~18%是最有可能发生的情况。从估值上看，无论是历史角度或是现阶段，未被显著低估或高估，处于中枢水平。因此我们认为，家电行业股价整体难有类似于09年3季度的绝对收益表现。给予“标配”评级。

四、下半年投资建议

1 推荐逻辑

在行业增长乏力，部分子行业同比增速甚至可能下滑的背景下，我们认为家电行业公司难有整体性表现。我们依然采用第二季度的自下而上选股方法，去寻找具有确定性增长，壁垒较高，估值具有较大安全边际的业内优秀公司。

我们自下而上精选的个股分两类，第一类推荐重点投资时段在半年报时期，第二类推荐则重点考察行业基本面作为长期投资配置。

半年报个股推荐逻辑：

1. 2010 年上半年业绩同比高增长，全年业绩增长确定（20%以上）。
2. 主营业务稳定增长，新业务快速成长。
3. 受益于国家部委政策，特别是家电下乡，以旧换新和节能补贴。

综上，我们选出一家公司：苏泊尔（002032）

中长期价值投资配置：

1. 公司所处细分子行业快速成长，且能够不断夺取竞争对手市场份额从而获得高于行业的增长速度。
2. 公司具有较高行业壁垒，且符合国家低碳、新能源政策导向。
3. PEG 远小于 1，估值提供较高安全边际。

综上，我们选出一家公司：禾盛新材（002290）

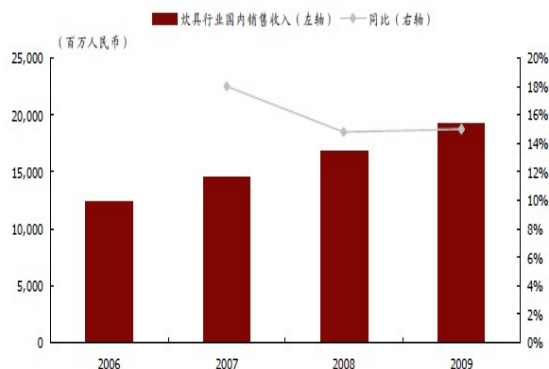
2 推荐个股分析

1. 公司所处行业情况

国内炊具行业已经进入了稳定成长时期。过去 5 年销售额 CAGR 为 16%，如果剔除价格因素，每年销量增长在 10%~11%之间。近年来，随着经济的发展以及人们对生活质量的提高，炊具在功能、特性和材质上不断创新。例如，功能上细分成奶锅、蒸锅，性能上分为不粘锅、无油烟锅，材质上也有铝锅和不锈钢锅的区别。

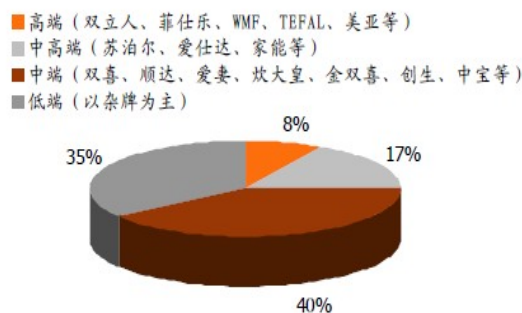
目前我国炊具市场分散度较大，高端品牌被国外公司垄断；中高端市场被苏泊尔和爱仕达占领；低端市场以杂牌为主，尚待强势品牌整合。

图 30、炊具内销市场容量与增长趋势



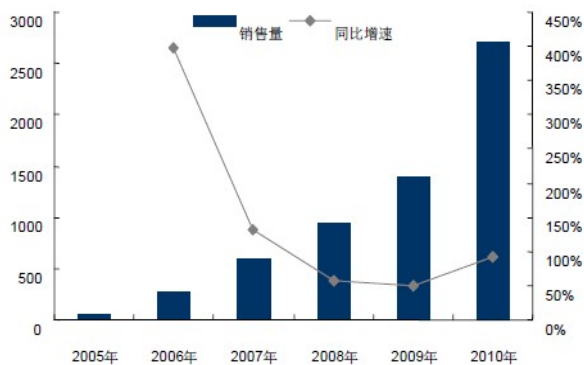
资料来源：五金协会，财通证券研究所

图 31、炊具内销市场份额



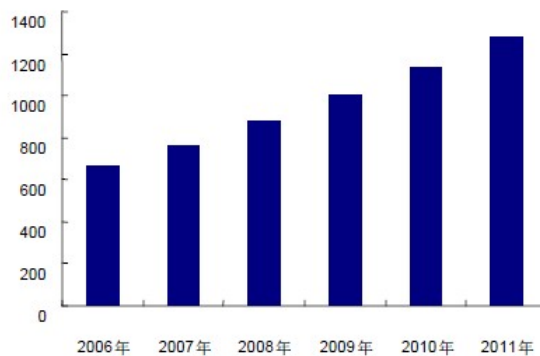
资料来源：五金协会，财通证券研究所

图 32、电压力锅行业国内市场容量



资料来源：财通证券研究所

图 33、中国厨卫家电市场容量



资料来源：财通证券研究所

2. 公司优势

苏泊尔在我国炊具行业中市场份额排名第一，小家电市场份额排名第二，未来数年内有持续增长动力：1) 09 年推出的真不锈炒锅，红点煎锅销售旺盛，并促使其炊具市场份额提升 5%。今年该两类锅依然保持增长；公司将于 9 月份推出新款炊具，新品种将支持未来炊具业务获得超行业的增长；同时在城市市场趋于饱和的背景下，公司大力拓展 3、4 级城镇市场，2010 年将新增炊具终端 1200 家，电器终端 2000 家，逐步增强农村市场竞争力，开拓了新的发展空间；2) 公司在小家电领域内坚持创新，提供更多高性价比的产品；并且将拓宽产品线，提供更全面的产品；同时公司引进大股东 SEB 的先进技术，不断提升自身在炊具和小家电领域的竞争优势，获取更多的市场份额 3) 为应对原材料上涨压力，公司已经囤积约 5000 吨原材料，基本锁定全年毛利率；4) 大股东 SEB 炊具和小家电订单转移加速，全年出口可获得确定性增长。

4. 投资建议

随着城乡居民生活质量的提高,国内炊具和小家电市场前景广阔,同时国际产能也在加速向我国转移,这都为小家电企业营造了较好的发展氛围。借助大股东 SEB 的大力支持,公司经营管理水平不断提升,内生及外延成长动力充足,在国内渠道拓展顺利,各细分市场产品竞争力显著提高,继续引领消费潮流;在国外则获得更多盈利稳定的出口订单,自主品牌加速拓展。我们预计二季度公司收入将同比增长 30%以上,上半年同比增长 37.9%,每股收益 0.32 元;2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.656 元,0.885 元和 1.095 元。我们认为公司在经营上的各个方面均在不断改善,且盈利较为确定,给予“增持”评级。

附表: 财务预测与估值

资产负债表(百万 元)	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	819.78	909.04	1519.58	1805.44	营业收入	4115.69	5678.01	7129.31	8789.02
应收款项	774.48	1078.53	1246.45	1619.79	营业成本	2838.98	3971.20	4942.04	6092.55
存货净额	609.15	762.94	944.59	1160.45	营业税金及附加	6.62	9.14	11.47	14.14
其他流动资产	24.62	24.62	24.62	24.62	销售费用	687.52	948.50	1190.94	1468.19
	2,228.0	2,775.1	3,735.2	4,610.30	管理费用	187.36	258.48	324.54	400.10
流动资产合计	3	3	3	4,610.30	财务费用	-10.03	-19.45	-27.32	-37.41
固定资产	686.13	593.60	501.08	408.55	投资收益	13.17	0.00	0.00	0.00
无形资产及其他	190.41	169.77	149.13	128.49	资产减值及公允价值变动	2.98	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收入	9.65	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.40	0.40	0.40	0.40	营业利润	425.09	510.14	687.64	851.45
资产总计	3104.97	3538.90	4385.84	5147.74	营业外净收支	2.17	0.00	0.00	0.00
短期借款及交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	2.17	0.00	0.00	0.00
应付款项	717.94	754.38	1065.53	1164.00	所得税费用	427.26	510.14	687.64	851.45
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	71.98	76.52	103.15	127.72
流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	355.28	433.62	584.49	723.73
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	关键财务与估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
长期负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.538	0.656	0.885	1.095
负债合计	717.94	754.38	1065.53	1164.00	每股红利	0.154	0.063	0.084	0.104
少数股东权益	237.41	292.16	365.97	457.35	每股净资产	3.724	4.318	5.118	6.109
股东权益	2387.03	2784.52	3320.31	3983.74	ROIC	26.63%	26.33%	29.42%	37.45%
负债和股东权益总计	3104.97	3538.90	4385.84	5147.74	ROE	14.44%	15.20%	17.29%	17.93%
					EBIT Margin	10.38%	8.64%	9.26%	9.26%
					EBITDA Margin	11.85%	10.64%	10.85%	10.55%
					收入增长	13.62%	37.96%	25.56%	23.28%
					净利润增长率	31.25%	22.05%	34.79%	23.82%
					资产负债率	23.12%	21.32%	24.29%	22.61%

资料来源: 财通证券研究所预测

中长线价值投资公司推荐：禾盛新材（002240）

1. 公司所处行业情况

传统的家电产品金属外壳普遍采用喷涂粉末涂料喷涂板，采用自带脱脂、磷化和喷涂装备的“后涂装”工艺，该工艺生产效率低，涂料浪费大，环境污染严重，其生产的喷涂板表面质量较差，外观色彩单一，而且喷涂价格较高。新型复合材料用“辊涂”生产方式替代了传统的“喷涂”生产方式，属于“预涂装”工艺，该工艺生产的复合材料表面质量高，且具有很好的机械加工性、耐腐蚀性和丰富外观表现，并极大的提高了生产效率，降低了环境污染和生产成本，能够充分满足家电产品的应用需求和消费者多样的变化需求。

表 7、白电产品的主要材料成本构成比率

“后涂装”工艺	“预涂装”工艺
生产效率低	生产效率高，涂装处理速度是“后喷涂”的 10 倍以上
涂料浪费大	涂料浪费小
花色品种单一	花色品种丰富多样
环境污染严重	环境污染较轻
表面质量差，产品档次低	表面质量好，产品档次高
综合成本较高（包括设备投资和维护成本、工人成本、仓储成本、涂料浪费成本和环境治理成本等）	综合成本降低 10%

资料来源：财通证券研究所整理

对于下游竞争激烈的家电企业来说，在满足性能要求的情况下，低成本和产品多样化是其最佳的选择，另外，随着人民生活水平的提高，对家电产品的外观效果要求也越来越高，因此预涂板的优越性注定了其必将成为家电金属外壳的发展趋势。欧美和日本等发达国家正在逐步淘汰这种“后涂装”生产线，国内由外资企业带头，已开始规模化应用这种预涂板复合材料，如在电冰箱制造领域，三星冰箱侧板采用 PCM 产品的已占到总量的 90%，西门子（家电的标杆企业）冰箱约 70%侧板采用 PCM 产品，荣事达 60%以上的冰箱采用 PCM 产品，海尔黄岛基地 6 条生产线中有 3 条线采用 PCM 产品；在洗衣机领域，小天鹅通用滚筒洗衣机 100%采用 PCM 产品，南京 LG 洗衣机产品 100%采用 PCM 产品，其他韩资公司、日资公司、海尔的全自动机型也在批量采用 PCM 产品。在微波炉领域，松下早已大批量采用 PCM 产品，LG 也计划在近期完全淘汰喷涂生产线。

2. 竞争格局

国内家电用预涂板行业正处于成长初期，未来行业内竞争格局也必将发生变动，基于行业的特性和下游家电行业的竞争状况，我们认为未来具备规模优势（成本

效应)、提供更多个性化产品(研发新产品)、客户资源丰富和服务意识强的企业将会脱颖而出,占据行业的主导地位。

表 8、国内竞争对手

海尔特钢	拥有两条两涂两烘的生产线,年生产能力 12 万吨,实际年产量约为 8 万吨,主要为集团内冰箱、洗衣机等终端产品提供配套
禾盛新材	产能从 2007 年的 6 万吨扩大到目前的 12 万吨,2009 年销量约 7 万吨,产品包括 PCM 和 VCM 两大系列,主要用于冰洗等家电产品
珠海拾比佰	拥有一条家电用复合材料生产线,年产量约 3 万吨,主要产品为家电用 VCM 产品以及天花板等室内装饰材料
苏州同信	韩国同信在国内设立的专业复合材料生产企业,年产量约 2 万吨,主要产品为建材用的耐污染彩板、家电用高光覆膜产品以及文教用品所需的书写板材等
苏州新颖	年产量约 2.4 万吨,主要产品为家电用 VCM 系列复合材料

资料来源:财通证券研究所整理

3. 国内需求:未来替代空间巨大

近年来国内家电用复合材料的应用快速增长,每年维持在 40%以上的增长速度,但按照 2007 年冰箱、洗衣机、微波炉和电热水器四类产品 21.22 万吨的复合材料用量计算,我国复合材料的应用比例仍然较低,仅占 12%左右,远低于欧美和日本等发达国家 50%以上的应用比例,而且这种复合材料还可用于空调、厨卫家电和小家电等其他家电产品上,因此仅在家电领域,其未来市场发展空间就非常之巨大。

表 9、白电产品的主要材料成本构成比率

产品	2007 年钢材耗量 (万吨)	2007 年复合材料用量 (万吨)	复合材料用量占比
电冰箱	70.56	17.98	25.5%
洗衣机	22.31	1.7	7.6%
微波炉	54	1.2	2.2%
电热水器	22.8	0.34	1.5%
合计	169.67	21.22	12.5%

资料来源:财通证券研究所整理

预涂板的最终需求取决于家电产品的产量,家电产业属于成熟产业,其产量受多种因素的影响也呈现出一定的波动性,但是我们应该看到我国农村家电产品保有量还较低,而且随着国外产能继续向国内转移,家电产量仍会呈现递增的趋势,保守估计平均每年 10%左右的增速是可以保证的。但是对于预涂板复合材料行业,由于其在家电产品的应用比例还很低,我们更加看重的是其对于家电存量产量产品喷涂板的替代,即使不考虑家电产量的增量因素,存量产量就已经非常巨大(这也是预涂板复合材料行业以及禾盛新材受家电行业增速波动影响较小的原因之一)。

保守估计，假设我们不考虑未来几年家电产量的增量，按照 2009 年这四种家电产品的存量产量计算，如果全部完成预涂板复合材料对喷涂板的替代，2009 年预涂板的需求量约为 247.23 万吨，相对于实际应用量（我们测算约为 41.6 万吨）仍有很大的提升空间，如果我们再考虑空调等其他家电产品的替代量，未来 3-5 年预涂板复合材料的需求空间巨大。

表 10、预涂板复合材料需求预测

产品	冰箱	洗衣机	微波炉	电热水器	总计
预涂板复合材料需求量预测（万吨）	119.59	32.05	51.85	43.74	247.23

资料来源：产业在线，财通证券研究所整理

4. 产能

产能瓶颈是公司目前面临的重大问题。公司在过去几年一直保持满产状态。09 年的生产情况如下：和昌电器生产 VCM 约 1 万吨，禾盛新材老生产线生产 PCM 和 VCM 合计约 4 万吨，苏州的新线（募投项目）生产 PCM 和 VCM 共 3 万吨。2010 年，我们预计苏州募投项目将增产 1.8 万吨左右，总产能达到 8.8 万吨左右，而合肥的募投项目 6 万吨的新线，2010 年新增产能大约 3 万吨，全部投产预期在 2011 年 1 月。综上，2010 年总产量可以达到 11.8 万吨左右，比 2009 年增长 68.6% 左右，2011 年总产能将达到 18.5 万吨。根据我们前期对家电企业的调研，下游的冰洗生产企业纷纷扩产，预计小天鹅扩产率在 45% 左右，合肥三洋约 60%，美菱电器，三星和 LG 都会有不同幅度的增长。由于其他企业产能扩张较慢，我们认为公司 2010 年的 4.8 万吨新增产能依然不能完全满足下游订单增长的需要，但是在 2011 年合肥新生产线全部投产后，新增产能将会缓解部分当前的生产压力。

表 11、国内家电复合材料企业产能情况

厂商	2009 年实际产量（万吨）	2010 年预计产量（万吨）	2009 年市场份额	2010 年市场份额	厂商
海尔特钢	10	11	28.6%	26.3%	海尔特钢
禾盛新材	7	11.8	20%	28.2%	禾盛新材
苏州新颖	7	8	20%	19.1%	苏州新颖
苏州同信	2	2	5.7%	4.8%	苏州同信
江苏立霸	6	6	17.1%	14.3%	江苏立霸
珠海拾比佰	3	3	8.6%	7.2%	珠海拾比佰

资料来源：产业在线，财通证券研究所整理

我们静态的估算了 2009 年家电用复合材料的市场空间，采用的方法是

$$09 \text{ 年家电产量} \times \text{复合材料使用占比} \times \text{单价},$$

得到 2009 年冰箱复合材料市场空间 30.7 亿元，洗衣机复合材料市场空间 8.3 亿元，合计 39 亿元。如果按照公司 20% 的市场占有率，以及 2009 年 6.54 亿元的复合材料销售收入计算，目前整个行业的只能提供约 32.7 亿元的复合材料，缺口约 6.3 亿元。我们保守假设 2010 年冰箱产量增长 20%，洗衣机增长 10%，即使不考虑由于冰洗高端产品的增加而带来的复合材料增量与其对存量喷涂版的替代，2010 年复合材料行业市场容量将至少达到 46.01 亿元，而整个行业产能扩张仅 19%，产能缺口将拉大到 7.1 亿元（新增产能基本由禾盛新材提供，其市场份额将提升至 28.2%）。复合材料行业属于投资密集型企业，需要一次性大量投入，规模性批量生产，因此非上市企业因为缺乏资金投资而难以大幅度扩张产能。公司目前资金充裕，苏州新线已经建成，合肥新线预计年末投产，将逐渐克服产能瓶颈的困难，逐步扩大生产，不断占据市场份额，最大程度的受益于行业整体发展。

5. 行业进入壁垒

家电用复合材料行业净利率远高于空、冰、洗行业，因此引来一个问题：大型家电企业是否会进入该行业，从而削弱公司的竞争力？我们认为可能性较小，分析如下：

目前国内大型家电企业包括青岛海尔，格力电器，美的电器，合肥三洋，美菱电器，志高空调。青岛海尔旗下已经拥有一家复合材料生产企业海尔特钢，定位于家电用材，主要为集团内冰箱、洗衣机等终端产品提供配套；格力电器，志高空调以生产空调为主，空调面板、侧板基本不涉及复合材料，因此这类公司进入该领域可能较小；美菱电器，美的电器与禾盛新材合作多年，70% 以上的复合材料都由公司提供；合肥三洋的 65% 的产品的面板均由公司提供，公司在合肥新建生产线，工厂地址距三洋的新厂区 10 分钟距离，因此我们认为投产后公司或与合肥三洋合作更为密切。并且，现阶段家电类企业将精力集中在上游压缩机生产（减少采购成本），中游产品结构优化（提升毛利率）以及下游渠道整合（降低销售费用率）上，从而达到最终的提高净利润率的目标，而非通过开拓新业务获得高净利润率。综上，我们认为现阶段国内家电企业进入复合材料行业的可能性极小。

6. 投资建议

我们预计公司 2010 年将新增约 4.8 万吨产能，待合肥工厂建成后，将于 2011 年开始投产，将再新增 6.7 万吨产能。公司处于一个快速成长的行业之中，受益于预涂板复合材料替代传统喷涂板的强劲势头和下游的旺盛需求；在分享行业成长的同时，公司将凭借稳定的客户资源与不断扩张的产能取得较多的市场份额，收

入增长将远远超过行业的成长速度。公司主要管理层出身技术,专注于实业经营;同时公司地处苏州偏僻郊区,交通不便,受分析师关注较少。预计公司 2010-2012 年的营业收入分别为 11.50 亿元、18.57 亿元和 21.42 亿元,分别同比增长 72.81%、61.50%和 22.75%,净利润分别为 1.30 亿元、2.99 亿元和 2.38 亿元,每股收益分别为 0.86 元、1.33 元和 1.58 元,三年复合增长率为 42.11%。建议给予 2011 年 30-35 倍的估值,公司合理的价格区间为 39.9-46.55 元,相对于现在 24.13 元的股价,公司股票存在较大安全边际。给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万 元)	2009A	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	476.85	374.85	340.56	534.33
应收款项	185.96	302.76	487.30	483.08
存货净额	230.53	437.96	648.75	690.52
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	893.34	1,115.58	1,476.61	1,707.94
固定资产	80.92	70.59	60.25	49.92
无形资产及其他	15.20	13.63	12.06	10.48
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	989.46	1199.79	1548.92	1768.34
短期借款及交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	153.18	237.97	393.79	383.09
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	153.18	237.97	393.79	383.09
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	153.18	237.97	393.79	383.09
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	836.28	961.83	1155.13	1385.25
负债和股东权益总计	989.46	1199.79	1548.92	1768.34

利润表(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	665.50	1150.04	1857.32	2279.86
营业成本	539.49	943.84	1534.33	1890.92
营业税金及附加	0.95	1.65	2.66	3.26
销售费用	16.05	27.74	44.80	54.99
管理费用	22.11	32.12	51.87	63.67
财务费用	0.39	-8.10	-11.60	-13.05
投资收益	1.44	0.00	0.00	0.00
资产减值及公允价值变动	1.44	0.00	0.00	0.00
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	85.06	152.80	235.26	280.07
营业外净收支	6.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	91.12	152.80	235.26	280.07
所得税费用	13.13	22.92	35.29	42.01
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	77.99	129.88	199.97	238.06

关键财务与估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.518	0.863	1.329	1.582
每股红利	0.000	0.029	0.044	0.053
每股净资产	5.557	6.392	7.676	9.206
ROIC	39.68%	35.48%	33.41%	28.57%
ROE	9.33%	13.50%	17.31%	17.19%
EBIT Margin	13.69%	13.29%	12.67%	12.28%
EBITDA Margin	14.63%	14.32%	13.31%	12.81%
收入增长	-6.61%	72.81%	61.50%	22.75%
净利润增长率	17.16%	66.54%	53.97%	19.05%
资产负债率	15.48%	19.83%	25.42%	21.66%

资料来源：财通证券研究所预测

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求研究员将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表研究员根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

- 买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
- 增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
- 中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
- 卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

- 增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
- 中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，财通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向财通证券内部特定客户传送，未经财通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。