

2011 年 10 月 17 日

A

未有评级

002290.SZ- 人民币 21.58

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210030001

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(40)	(6)	(13)	(23)
相对新华富时 A50 指数(%)	(27)	(4)	(0)	(3)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	150.48
流通股(%)	41.5
流通股市值(人民币 百万)	1,347
3 个月日均交易额(人民币 百万)	78
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
赵东明先生	39.6

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

禾盛新材

家电外观复合材料领先者

禾盛新型材料股份有限公司主要从事家电用外观部件复合材料的研发、生产和销售, 是国内最大的家电彩钢板的生产企业, 市占率大约为 30%。产品主要包括 PCM 和 VCM。11 年上半年, 公司实现营业收入 5.5 亿元, 同比略增 2.0%; 实现净利润 0.47 亿元, 同比下降 18.4%, 实现每股收益 0.314 元。

主要发现

- 11 年上半年, 公司实现营业收入 5.5 亿元, 同比略增 2.0%; 实现净利润 0.47 亿元, 同比下降 18.4%, 每股收益 0.314 元。上半年表现不佳主要因为今年家电行业增速放缓和原材料价格大幅上涨所致。毛利率从去年上半年的 17.96% 下降到今年同期的 15.07%, 净利率从 10.7% 下降到 8.6%。
- 公司目前拥有苏州和合肥两个生产基地, 预计明年总产能将达到 24 万吨, 产能瓶颈问题的解决有助于提升公司的经营规模和盈利能力。
- 公司拟以不低于 25.1 元/股的价格非公开增发不超过 1,300 万股, 募集资金不超过 32,189.4 万元, 用于投资年产印刷 PCM 板 10.5 万吨和 500 万件冲压件项目, 该方案已获得证监会批准。预计印刷 PCM 毛利在 20% 以上。新产品中 6 万吨用于家电领域, 另外 4.5 吨用于建筑装饰领域。
- 公司与 JFE 共同设立合资公司, 总投资 3 亿元, 公司占比 86%。合资公司成立后将有效利用 JFE 的生产管理经验、技术水平和成本优势, 而 JFE 的冷轧模板和镀锌板则可以被禾盛新材消化一部分, 让双方实现共赢。

主要观点

- 近年, 公司作为目前国内家电外观复合材料的领先者, 将持续受益于该行业广阔的成长空间。尽管短期内面对原材料价格上涨等不利因素, 给公司业绩造成了一定波动, 但我们仍然看好公司的长期发展。我们认为, 公司今年业绩较去年可能基本持平, 明年业绩增幅有望达到 20%-30%。目前股价对应 12 年 22-25 倍, 处于较为合理估值区间。

主要风险

- 原材料价格上涨过快挤压利润率;
- 家电行业市场需求大幅放缓;
- 新建项目进度的不确定性。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	665.5	1060.4	1340	1804	2183
变动(%)	(6.6)	59.3	26.4	34.7	21
净利润(人民币 百万)	78	95	125	169	207
全面摊薄每股收益(人民币)	0.93	0.63	0.83	1.12	1.38
变动(%)	17.2	21.9	31.7	35	22.8

资料来源: 公司数据及万得资讯

公司概况

苏州禾盛新型材料股份有限公司是在原苏州工业园区禾盛新型材料有限公司基础上整体变更设立，于 2009 年 9 月 3 日在深圳中小板上市交易，总股本为 15,048 万股。赵东明先生持有公司 39.6% 股份，是公司的实际控制人。

公司主要从事家电用外观部件复合材料的研发、生产和销售，是国内最大的家电彩钢板的生产企业。产品主要用于冰箱和洗衣机等家电制造厂商生产各类外观部件。其主要产品包括用于冰箱、洗衣机、电热水器等家电面板材料的 VCM（覆膜板材）和用于冰箱、洗衣机等家电面板、侧后板材料的 PCM（涂漆板材）。公司与包括三星、西门子、LG、夏普、松下、三洋、海信、老板电器、美的、荣事达等国内外家电厂商保持长期稳定的合作关系。

家电外观复合材料领先者

家电外观复合材料兼有有机聚合物与钢铁薄板基材的优点，既有有机聚合物的优良着色性、成型性、耐蚀性、装饰性，又有基材的高强度和易加工性。这类材料主要采用辊涂及贴膜工艺生产。目前，国内生产家电用复合材料的公司主要包括海尔特钢、禾盛新材、江苏立霸、苏州新颖和珠海拾比佰等。除海尔特钢外，其他竞争对手规模相对较小。但海尔特钢产品主要供应海尔集团内部。因而禾盛新材在行业中处于领先地位，市场份额大约占 30%。

公司目前拥有苏州和合肥两个生产基地，苏州基地年产能为 12 万吨，合肥基地一期 6 万吨已投产，二期开始试生产，预计明年投产后，总产能将达到 24 万吨，产能瓶颈问题的解决有助于提升公司的经营规模和盈利能力。

公司的客户主要为外资的三星、LG 等。今年 7 月，公司与 LG 电子签订《合作备忘录》，双方商定在未来 12 个月，LG 向公司采购复合材料 5.33 万吨，预计销售金额在 4.5-4.8 亿元。由于外资品牌产品大都定位于中高端，因而对零配件的采购更看重品质而非价格，为禾盛新材提供了较高的利润水平。未来公司在加强与现有客户的合作基础上，将拓展其他外资品牌，随着对外资品牌海外工厂投入的加大，下半年效果将逐渐显现。

图表 2. 禾盛新材 2010 年前五大客户情况

序号	客户名称	销售收入 (百万元)	占比
1	苏州三星电子有限公司 (韩国)	113.60	10.7%
2	泰州乐金电子冷机有限公司	109.04	10.3%
3	南京乐金熊猫电器有限公司	105.24	9.9%
4	苏州三星电子有限公司	92.65	8.7%
5	博西华电器 (江苏) 有限公司	70.89	6.7%
合计		491.42	46.3%

资料来源：公司公告

公司与客户通常签订框架合同，有效期为两年，合同中包括材质要求、供货时间等内容，但未确定具体交货数量和价格，随时按客户需求而定。同时，公司对于原材料采购一般提前 30-40 天，生产计划按周订单制，并保证存货在大约 50 天左右，国内外原材料采购比例为 4: 6。国内采购以首钢和宝钢为主。

公司收入中，PCM 占比约 78%，VCM 占比约 20%。VCM 面板虽然可以实现丰富的图案，但由于需要使用 PET-PVC 复合膜，成本较高，多用于高端产品，需求增速较低。VCM 价格大约相当于 PCM 产品两倍左右，估计 VCM 产品均价在 16,000-17,000 元/吨，PCM 产品均价为 9,000 元/吨。

复合材料成长空间大

随着居民收入和人们生活水平的提高，人们对家电外观设计愈发重视，复合材料对传统喷涂工艺家电板的替代趋势愈发明显。目前，国内 PCM/VCM 复合材料在家电产品中的使用比例仅为大约 30%，具有广阔的成长空间。此外，从环保角度考虑，传统家电彩涂板浪费大、污染严重，难以达到环保要求。预涂装工艺将逐步替代传统后喷涂技术。

PCM/VCM 复合材料主要用于冰箱和洗衣机，尽管冰洗增速在放缓，但绝对量大。复合材料未来增长除了来自于冰洗行业增长外，现有产品的升级换代也将是主要需求。预计行业增速将保持在 20% 以上。此外，公司还将产品逐步推广应用到电视机和空调背板等领域。

短期业绩面临压力

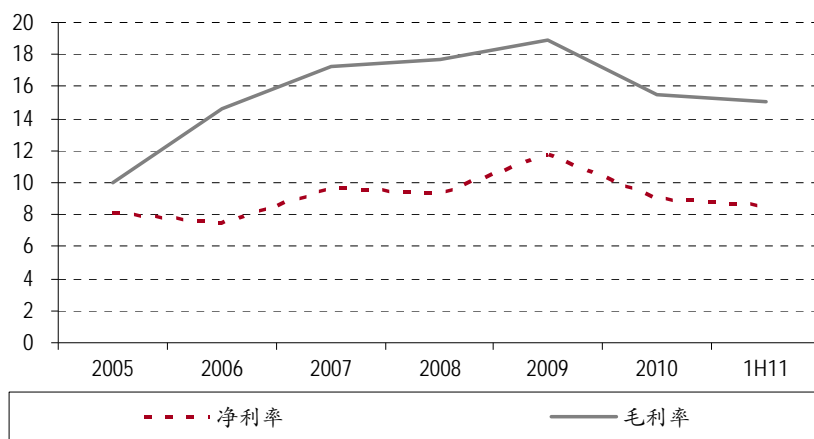
11年上半年，公司实现营业收入5.5亿元，同比略增2.0%；实现净利润0.47亿元，同比下降18.4%，实现每股收益0.314元。二季度实现收入3亿元，同比增长7.7%，实现净利润0.25亿元，同比下降19.4%。营收和利润表现不佳主要因为今年家电行业增速放缓，以及原材料价格大幅上涨所致。毛利率从去年上半年的17.96%下降到今年同期的15.07%，下降2.89个百分点。其中，PCM毛利率为12.56%，下降3.88个百分点，VCM毛利率为18.39%，下降3.4个百分点。同时，公司净利率从10.7%下降到8.6%。

图表 3.业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比(%)
营业收入	540.74	551.40	2.0
营业成本	443.69	468.29	5.5
毛利润	97.1	83.1	(14.4)
营业税金及附加	67.6	53.68	(20.6)
管理费用	15.71	17.78	13.2
销售费用	9.68	8.99	(7.1)
经营利润	4.1	2.7	(34.5)
资产减值	3.25	1.58	(51.4)
财务费用	0.1	0.7	763.0
营业外收入	0.57	2.02	254.4
营业外支出	-	0.1	n/a
税前利润	68.2	55.6	(18.4)
所得税	10.3	8.41	22.1
归属于母公司的净利润	57.9	47.2	(18.4)
每股收益	0.385	0.314	(18.4)

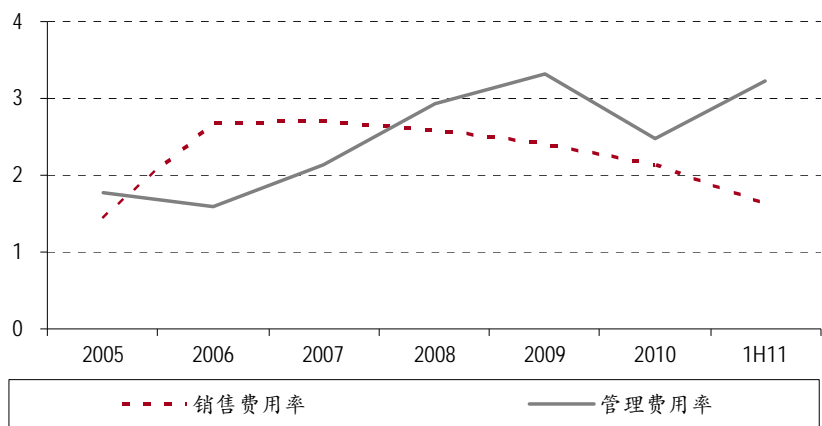
资料来源：公司数据

图表 4.利润率水平



资料来源：公司数据

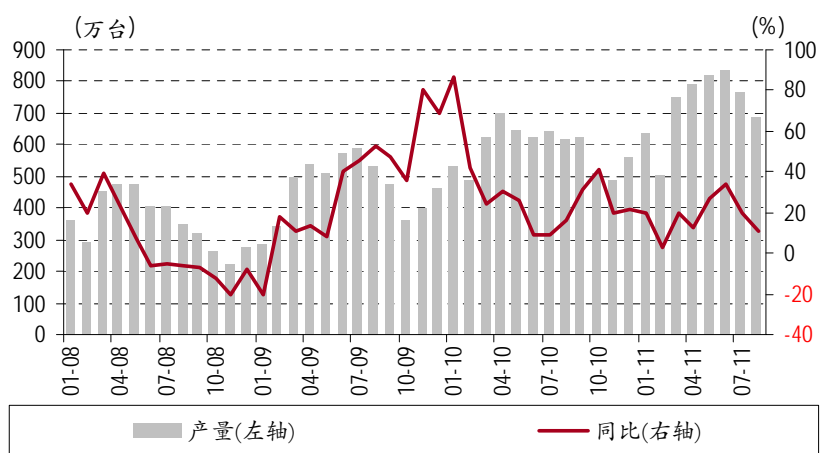
图表 5. 费用率水平



资料来源：公司数据

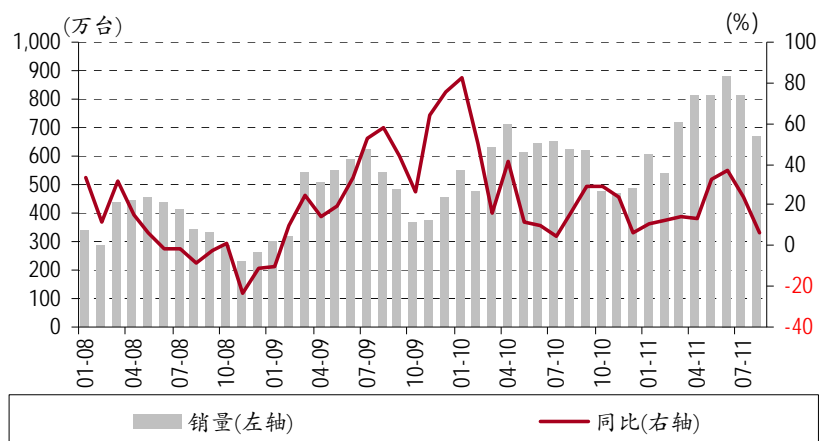
今年以来，家电产销量增速放缓，导致公司收入增长缓慢。截至8月份，冰箱销量为5,844万台，同比增长19.1%，增速低于去年同期的23.6%，洗衣机销量为3,549万台，同比增长15%，增速低于去年同期的26.1%。此外，虽然公司采取成本加费用率的定价方式，但是产品调价具有一定滞后性，加上国内通胀形势严峻，提价较为困难。为了应对不利形势，公司调整产品结构，降低利润率较低产品的产量。由于家电行业整体增速放缓，给公司今明两年收入增长带来压力。但原材料价格从下半年起稳中有降，有利于公司利润率的提升。

图表 6 冰箱产量



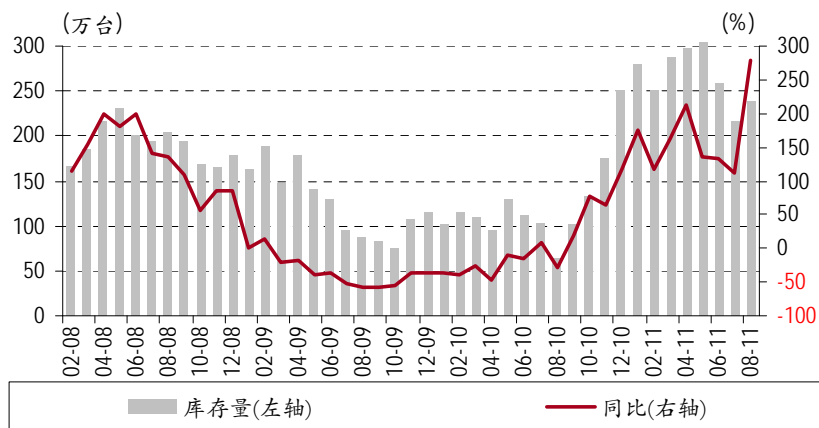
资料来源：产业在线

图表 7.冰箱销量



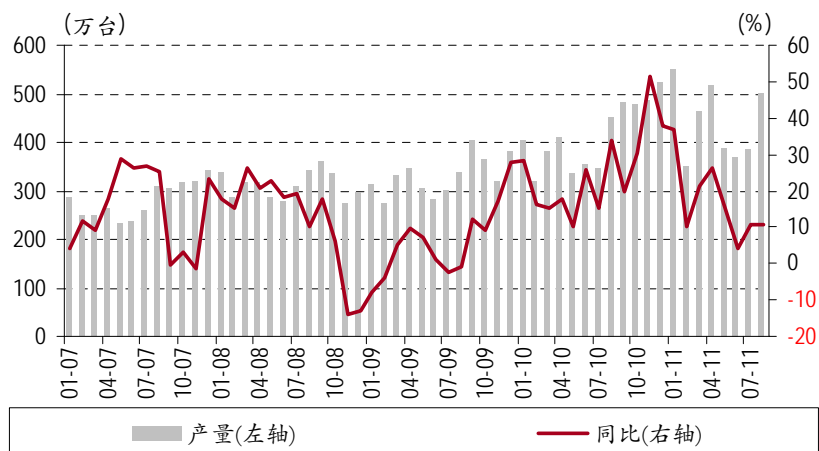
资料来源：产业在线

图表 8.冰箱库存



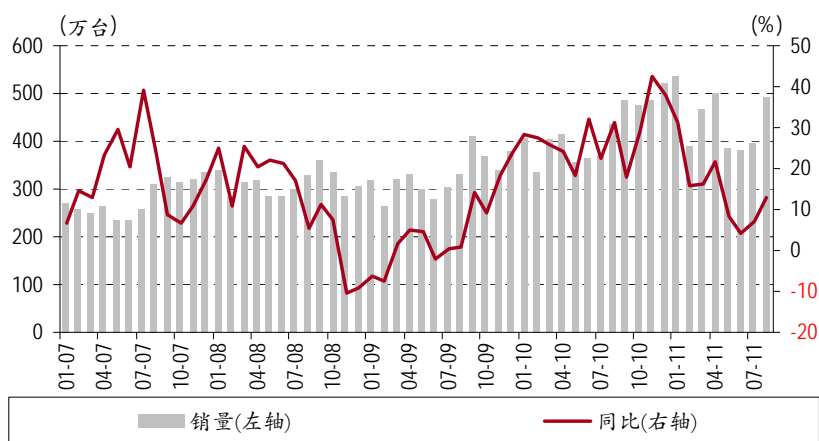
资料来源：产业在线

图表 9.洗衣机产量



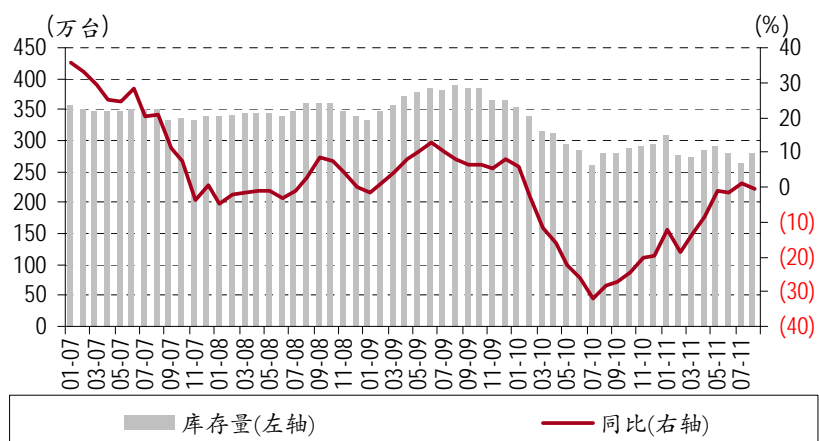
资料来源：产业在线

图表 10.洗衣机销量



资料来源：产业在线

图表 11.洗衣机库存



资料来源：产业在线

增发获批，助推产能扩张

公司拟以不低于 25.1 元/股的价格非公开增发不超过 1,300 万股，募集资金不超过 32,189.4 万元，用于投资年产印刷 PCM 板 10.5 万吨和 500 万件冲压件项目，预计 2014 年投产。该方案已获得证监会批准。我们预计，由于近期大盘调整幅度较大，公司目前股价已低于增发价近 20%，随着大盘企稳，增发有望于明年年初进行。

由于老产品毛利率呈下降趋势，为了保证利润率水平，公司不断开发新产品，投资新项目。预计印刷 PCM 毛利在 20% 以上。与 PCM/VCM 相比，印刷 PCM 具有图案更丰富、成本低于 VCM、环保型更强等特点，目前仅有日本和韩国厂商生产该产品。预计新产品中 6 万吨用于家电领域，作为对现有 PCM/VCM 的改进型产品，另外 4.5 吨用于建筑装饰领域。

与 JFE 成立设立合资公司

公司与 JFE 共同设立合资公司,总投资 3 亿元,公司占比 86%。合资公司成立后将有效利用 JFE 的生产管理经验、技术水平和成本优势,而 JFE 的冷轧模板和镀锌板则可以被禾盛新材消化一部分,让双方实现共赢。

主要观点

公司作为目前国内家电外观复合材料的领先者,将持续受益于该行业广阔的成长空间。近几年的产能扩张为公司的快速发展奠定了基础。尽管短期内面对原材料价格上涨等不利因素,给公司业绩造成了一定波动,但我们仍然看好公司的长期发展。目前,市场对于公司今年每股盈利预测为 0.6-0.9 元,分歧较大。我们认为,公司今年业绩较去年可能基本持平,明年业绩增幅有望达到 20%-30%。目前股价对应 12 年 22-25 倍,处于较为合理估值区间。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371