

建材行业

报告原因：公司调研

2012 年 7 月 19 日

市场数据：2012 年 7 月 18 日

收盘价（元）	7.94
一年内最高/最低（元）	9.65/4.96
市净率	1.4
市盈率	14
流通 A 股市值（百万元）	2826

基础数据：2012 年 3 月 31 日

每股净资产（元）	5.65
资产负债率%	43.3
总股本/流通 A 股(百万)	36000/36000
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

海螺型材 (000619)

增持

业绩对 PVC 价格下降敏感，产品结构逐步升级

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：亿元、元、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2010A	39.6	-2.05	1.62	-26.6	0.45	4.9	8.33	17
2011A	40.7	2.79	0.89	-45.1	0.25	2.35	4.45	32
2012E	40.8	0.18	2.00	124.8	0.56	7.2	9.1	14
2013E	46.2	13.24	2.34	16.83	0.65	7.03	9.6	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 公司主营业务塑料型材和门窗，其中塑料收入占比在 99%。公司塑料型材目前产能 66 万吨，年销量 50 万吨左右，以产销量计算，是全球范围内产销规模最大的塑料型材公司。
- 公司现有 **66 万吨产能分布**：芜湖区域 30 万吨，华南英德 12 万吨，华北唐山 12 万吨，西部成都规划是 8 万吨，现在是 4 万吨，新疆规划 8 万吨，目前是 4 万吨，考虑到整体战略布局，原料资源以及物流费用，二期明年建设，建设周期 8 个月，山东规划是 8 万吨，一期 4 万吨今年 10 月投产，二期看情况，明年或后年；宁波 4 万吨准备搬迁至浙江奉化，产能不变。公司现有的在建或拟建产能 12 万吨，全部投产后将达到 78 万吨。
- **PVC 价格下降提高公司毛利率水平，未来电石法 PVC 比重将提高，其成本可下降 140-225 元/吨。**公司产品售价 9000-10000 元/吨，变化不大，占产品成本 70-80% 的 PVC 价格变动对公司毛利率影响敏感。原油价格下降、需求不佳等因素导致 PVC 价格相比去年有了大幅下降，以 PVC 期货结算价(连续)为例，目前价格在 6455 元/吨比去年同期已下降 20%。公司一季度毛利率 13.7%，比四季度上升 3.6 个百分点，比 20111Q 上升 4.4 个百分点，为近 2 年高点。目前公司所用的多以乙烯法 PVC 为主，实际上乙烯法、电石法 PVC 对公司产品没有太大影响，电石法 PVC 比乙烯法低 200-300 元/吨。公司在调整工艺装置，适应电石法 PVC，将来电石法 PVC 比重将提升。公司一吨型材需要 700-750 公斤 PVC，换成电石法其成本可下降 140-225 元/吨。
- **公司产能利用率目前处于满产状态。**去年产能利用率 80%，今年一季度是淡季，利用率不高，到 4 月中旬以后处于满产状态。今年子公司中变化较大是新疆公司，今年 6 月已经扭亏，结束 2 年亏损，现在的月销量 3000T/月，基本也在满产。
- **塑钢门窗未来增长要靠政策支持。**国内门窗使用上，塑钢占到 35%、铝合金 35%、两者合计占到 70-80%。目前塑钢和铝合金门窗没有新的替代品，均是市场上的主流消费品种。在同等条件下，铝材导热系数是 PVC 型材的 1250 倍。作为普通住宅，同样开启空调，装塑钢门窗的房间比装铝合金门窗的房间每天节电要超过 5 度，节能效果好于铝合金门窗。塑钢门窗表面可着色、覆膜、多色共挤，颜色不再局限于普通白色更加多样化，满足用户的多样化需求。塑钢型材目前产能 300 万吨，需求只有 150 万吨，行业处于成熟期，塑钢门窗未来增长要靠政策支持。随着建筑节能重视程度提高和产品品种多元化、可塑性强，行业未来增长空间仍是可观的。

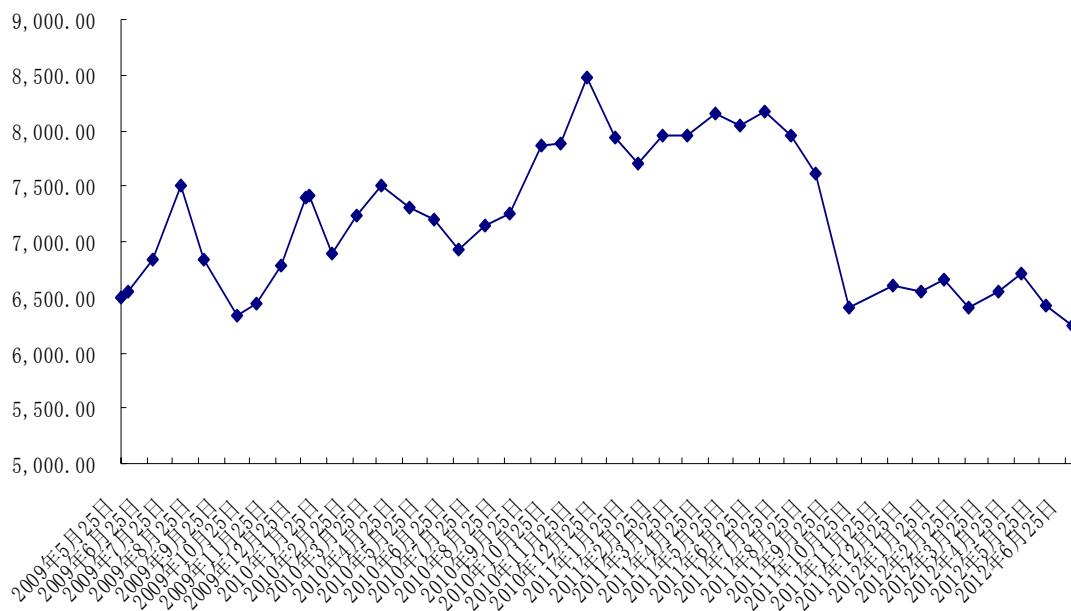
请务必阅读正文之后的特别声明部分

- **公司销售渠道将从一二线城市下沉到三四线城市。**公司销售模式分为经销和直销，经销比例占到 60%，直销占到 40%。经销商拿货基本是款到货到，应收账款的客户主要是门窗赊欠。直销比重大，能够增强对市场掌控能力。公司目前销售员工取消封顶限制。未来公司整个销售网络下沉，从一二线城市下沉到三四线城市中。
- **公司未来将调整产品结构，提高彩色型材、压花型材和覆膜型材等高端型材占比，综合毛利率有进一步提升空间。**公司塑钢型材分为白色型材和彩色型材两种，产品售价 9000-10000 元/吨，白色型材现在价格 9500-9800 元/吨，彩色型材售价比白色型材高 2000 元/吨，约 11000 元/吨。相比白色型材，彩色型材在生产过程中只是增加色料投入，即在生产线前段设置供给机设备添加色料，色料成本占比不大，因此目前彩色型材毛利率 20%，比白色型材毛利率 13-14% 高 6-7 个百分点。公司去年销量中白色型材、彩色型材分别占到 80% 和 20%，公司未来将调整产品结构，提高彩色型材、压花型材和覆膜型材等高端型材占比，综合毛利率有进一步提升空间。
- **未来中长期规划：**①仍以化学建材为主，塑料型材加大区域布局，将增加在东北、西北建厂；②可能做一些塑料管材，管材跟型材原材料相同，公司的技术、装备已经具备，规划做一些产能；③产品结构调整，增加彩色型材、压花型材和覆膜型材、铝塑复合型材。
- **盈利预测和投资建议。**PVC 价格下降提升公司毛利率水平和利润变化，今年是公司业绩增长年。我们预计 2012-2014 年 EPS 达到 0.56、0.65 和 0.75 元，增速为 124.8%、16.82% 和 14.9%，2012PE14 倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**PVC 价格反弹；成本转嫁能力不强；需求减弱。

表：公司产能分布及投产情况（万吨）

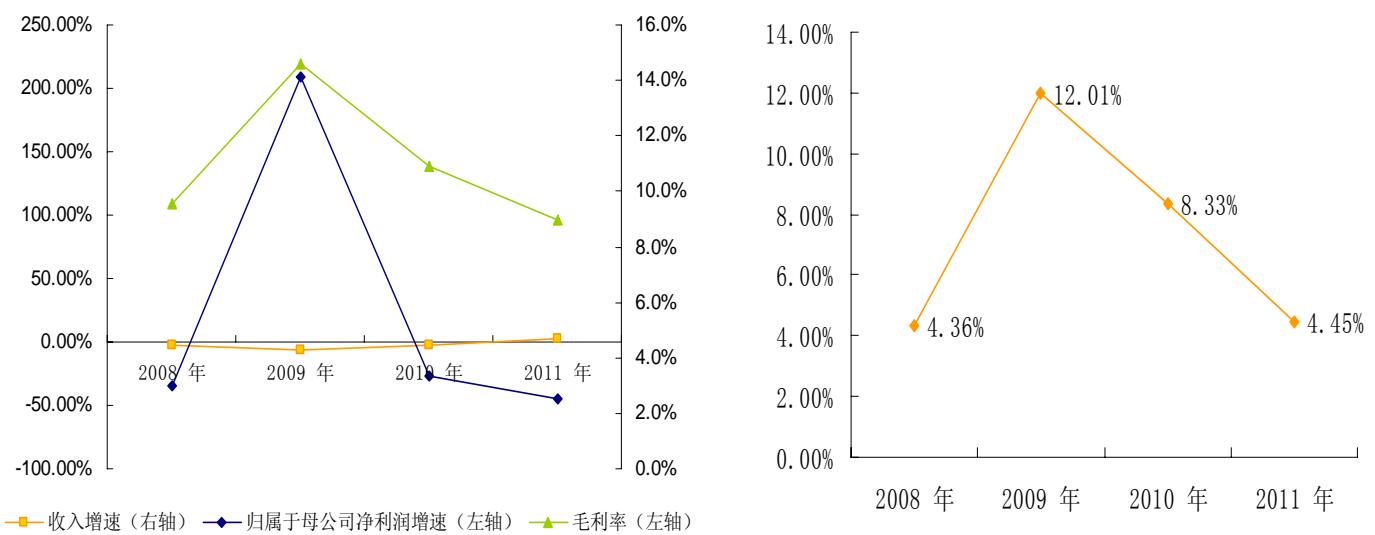
	持股比例	年产能	实际产能	投产日期
安徽芜湖	100%	34	30	已投产
河北唐山	60%	12	12	已投产
浙江宁波（搬迁至浙江奉化）	60%	4	4	已投产
广东英德	95%	12	12	已投产
新疆乌鲁木齐	90%	4	4	2010 年 7 月
		4	4	2013 年
四川成都大邑县	90%	4	4	2010 年 10 月
		4	4	2013 年或 2014 年
山东东营	100%	4	4	2012 年 10 月
		4	4	2013 年或 2014 年

图：PVC 期货结算价变化



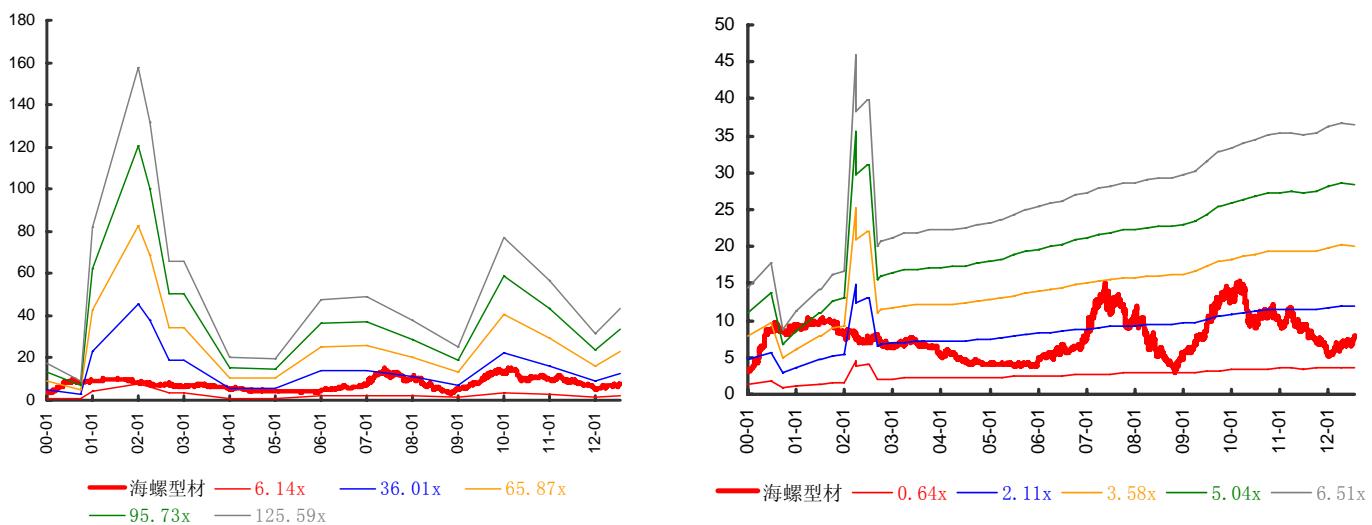
图：公司利润指标变化

图：ROE 指标变化



图：公司 PE-BAND 图

图：公司 PB-BAND 图



表：利润预测表（万元）

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
一、营业总收入	396,265.07	407,304.46	408,024.41	462,053.07	549,661.03
二、营业总成本	376,802.34	397,749.73	378,642.37	429,549.73	510,987.90
营业成本	352,999.38	370,690.41	350,692.70	400,209.36	475,534.76
营业税金及附加	1,085.20	1,100.97	1,020.06	1,155.13	1,374.15
销售费用	11,842.88	10,363.96	11,016.66	10,165.17	12,642.20
管理费用	8,505.41	10,860.15	11,016.66	12,475.43	14,840.85
财务费用	2,360.64	4,591.73	4,896.29	5,544.64	6,595.93
资产减值损失	8.82	142.51	0	0	0
三、其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益			0	0	0
投资净收益			0	0	0
四、营业利润	19,462.74	9,554.73	29,382.04	32,503.34	38,673.14
加：营业外收入	3,467.03	6,322.14	2000	2000	1000
减：营业外支出	48.08	58.54	0	0	0
五、利润总额	22,881.68	15,818.34	31,382.04	34,503.34	39,673.14
减：所得税	4,530.34	4,260.02	6,276.41	6,900.67	7,934.63
六、净利润	18,351.34	11,558.32	25,105.63	27,602.68	31,738.51
减：少数股东损益	2,092.72	2,625.24	5,021.13	4,140.40	4,760.78
归属于母公司所有者的净利润	16,258.62	8,933.07	20,084.50	23,462.27	26,977.73
增速	-26.60%	-45.06%	124.83%	16.82%	14.98%
股本	36000	36000	36000	36000	36000
EPS	0.45	0.25	0.56	0.65	0.75

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5% ~+5% 之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部

分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。