



未有评级

000619.SZ

价格: 人民币 7.36

板块评级: 中立

股价表现



	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	37	10	4.4	(15.9)
相对新华富时 A50 指数	36	14	15.1	0.1
发行股数(百万)	360			
流通股(%)	68			
流通股市值(人民币 百万)	1,788			
3个月日均交易额(人民币 百万)	21			
净负债比率(%) (2012E)	40			
主要股东(%)	32			
安徽海螺集团有限责任公司				

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年7月26日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑及基建

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

* 李大振为本报告重要贡献者

海螺型材

成本下降+结构调整推动盈利增长

海螺型材是国内塑料型材生产龙头, 目前国内市场占有率近 30%, 行业目前处于成熟期, 短期内来自商品房和保障房的整体需求较稳定, 长期看可能受益于节能标准的深入执行。目前受原材料 PVC 价格的下降, 公司毛利率明显提高, 此外, 公司的产品结构调整 (彩型材占比提升) 以及营销渠道的开拓对盈利提升也有积极贡献。预计未来一段时间 PVC 价格保持稳定可能性较大, 公司毛利率有望维持在较高水平。

主要要点

- **原料 PVC 价格下降, 成本下降带来毛利率提升。** PVC 占到公司原材料总成本的 70%左右, 受全球原油价格走低的影响, 公司 PVC 采购价格从去年 9 月 8,000 元/吨以上的价格下降至 6,500-7,000 元/吨水平, 而产品价格比较稳定, 毛利率提升较为明显。从目前情况看, PVC 价格保持稳定可能性较大, 公司毛利率有望维持在较高水平。
- **毛利率较高的彩型材占比逐渐提升。** 彩色型材一般是在白色型材的基础上添加一些色母料, 相对于普通白色型材成本增加不多, 而每吨价格高于白色型材 1,000-2,000 元左右, 公司近年来彩色型材占比有所提升, 对毛利率提升也构成积极因素。
- **加强营销渠道下沉, 提升市场份额。** 公司目前采用的直销和经销结合的营销模式, 目前公司重视加强营销力度, 提升市场份额, 公司在全国范围内的市场部近 150 个, 采取了专业销售人员驻点的方式。从近期的举措来看, 公司加强了渠道下沉, 包括向华北和华东地区的扩张, 销售网点从一二线城市向三四线城市和乡镇一级的地区渗透, 这些举措将有利于公司在未来进一步提升市场份额。
- **四川和新疆区子公司进入收获期, 山东东营年产 4 万吨产能今年投产。** 公司目前型材产能 66 万吨, 公司在成都和乌鲁木齐的子公司 09 年底设立, 产能均为 4 万吨, 由于市场进入时间较短, 产能利用率较低, 去年处于亏损状态。今年以来随着销售工作的深入和网点的完善, 上半年产能充分发挥, 预期销量会有较好增长。山东东营将于今年 10 月份正式投产。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	3,963	4,073	4,279	4,622	4,994
变动(%)	(2)	3	5	8	8
归属上市公司所有者净利润(人民币 百万)	163	89	178	194	212
变动(%)	(27)	(45)	99	9	10
全面摊薄每股收益(人民币)	0.45	0.25	0.49	0.54	0.59

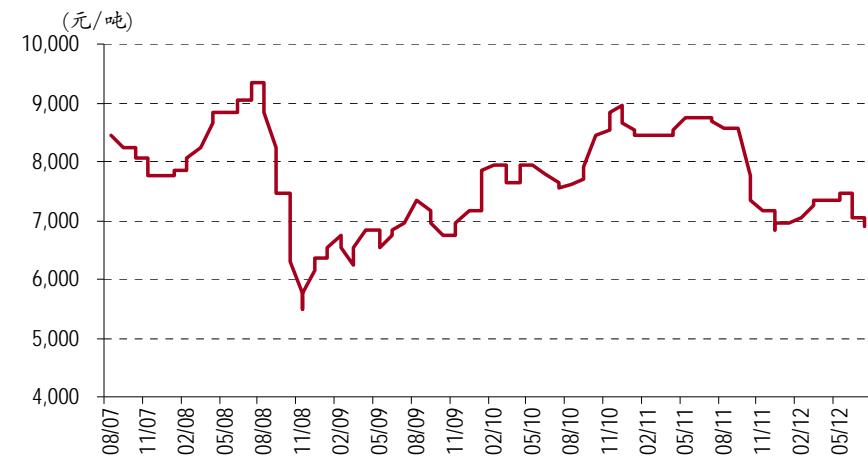
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公司所生产的塑料型材的下游需求为塑钢门窗，塑钢门窗具有良好的建筑节能性能，符合国家产业发展方向。据中国建筑材料工业规划研究院统计，建筑能耗约占社会总能耗的30%，门窗能耗约占建筑能耗的60%。在同等条件下，塑料型材的导热系数是铝合金的1/1,250，相对于铝合金等其他建筑门窗材料，塑料门窗在生产和使用过程中都具有明显的节能环保性能，符合国家产业发展方向。目前中国每年消费塑料型材在180万吨以上，海螺型材为国内最大的塑料型材生产商，年产销量约为50万吨。

塑料型材行业目前已经处于成熟期，目前塑钢门窗与铝合金门窗每年在新增市场占有率各为40%左右，短期需求主要受地产影响，受房地产调控影响，公司下游产品需求中来自传统的地产部分有所下降，但来自保障房方面需求有所增长，整体来看需求仍有一定增长。

原料PVC价格下降，公司成本下降，毛利率提升。PVC占到公司原材料总成本的70%左右，受全球原油价格走低的影响，公司PVC的采购价格从去年9月8,000元/吨以上的价格大幅下降至6,500元/吨水平，今年2月-5月期间，受到国内供需环境以及开工率等因素的影响，出现了小幅上升，总体维持在6,500-7,000元/吨的水平，其他原材料（包括钛白粉、石灰石以及其他辅助材料）的价格也出现了不同幅度的下降。公司设立了专业的采购公司集中统筹大宗原料的采购，在不同的生产所在地选择不同的原料供应商，PVC的库存量一般维持在1个月的水平。目前型材的价格在9,000-10,500元/吨，价格一直比较稳定，这使得公司的毛利率出现了一个提升。2012年1季度综合毛利率为13.72%，较2011年上涨了4.73%。从目前情况看，PVC价格保持目前水平可能性较大，公司毛利率有望维持在较高水平。

图表1. 上海氯碱PVC出厂中间价



资料来源：公司数据

毛利率较高的彩型材占比逐渐提升。彩色型材一般是在白色型材的基础上添加一些色母料，成本相对于普通白色型材的增加不多，而彩型材每吨价格在12,000元左右，公司逐渐加大彩型材在公司总销量的比重，2011年彩色型材的产量近8万吨，较之09年的5万吨占比逐渐提升，今年根据半年期的情况来看，彩色型材的销售量还会有提升。

加强营销渠道下沉，提升市场份额。公司目前采用的直销和经销结合的营销模式，直接面对房地产等工程类客户以及大型门窗厂的直销占 60%，通过销售网络寻找下游需求的经销占 40%。目前公司重视加强营销力度，提升市场份额，公司在全国范围内的市场部近 150 个，采取了专业销售人员驻点的方式。从近期的举措来看，公司加强了渠道下沉，包括向华北和华东地区的扩张，销售网点从一二线城市向三四线城市和乡镇一级的地区渗透，这些举措将有利于公司在未来进一步提升市场份额。

四川和新疆区域子公司进入收获期，山东东营年产 4 万吨产能今年投产。公司目前型材产能 66 万吨，公司在成都和乌鲁木齐的子公司 09 年底设立，产能均为 4 万吨，由于市场进入时间较短，产能利用率较低，去年处于亏损状态（2011 年乌鲁木齐公司亏损 2,117 万元，成都公司亏损 1,452 万元）。今年以来随着销售工作的深入和网点的完善，上半年产能充分发挥，预期销量会有较好增长。山东东营将于今年 10 月份正式投产，今年盈利的可能性不大，但由于公司在山东的市场认知度优于四川等地，预计未来的经营业绩会好于成都的子公司。

图表 2.公司产能表

生产线地址	产能(万吨)
芜湖本部	34
河北唐山	12
广东英德	8
浙江宁波	4
乌鲁木齐	4
四川成都	4
合计	66

资料来源：公司数据

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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、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。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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 Advisers 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