

**其他建材**
**署名人:** 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

**参与人:** 高熠

S0960112050016

0755-82026912

gaoyi@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 9.0元

当前股价: 7.37元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2128.77
总股本(百万)	360
流通股本(百万)	360
流通市值(亿)	26
EPS	0.23
每股净资产(元)	5.55
资产负债率	45.34%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
海螺型材	10.80	2.82	39.71
建筑建材	-5.88	-11.49	-2.66
沪深300指数	-4.31	-10.73	-6.19


**相关报告**
**海螺型材**
**000619**
**推荐**
**需求端受益于住房结构调整，盈利端受益于PVC价格下降**
**投资要点:**

- 公司是国内塑窗市场的领导者。国内塑窗市场于上世纪 80 年代兴起，在经历了 90 年代后期的高速发展后，于 2005 年前后步入平稳发展期。公司和大连实德集团于 90 年代后期率先在国内引进德国生产线，生产和销售塑窗产品，并稳定占据国内塑窗市场第一梯队，浙江中财、天津金鹏占据第二梯队。公司凭借高产能利用率在总体产能略逊于大连实德的情况下，其塑窗产品销量（50 万吨级）及占有率达到（30%-40%）多年来稳居国内第一，是国内塑窗市场的领导者。
- 房地产调控下，中低价位和保障性住房占比的提升将有效对冲房屋竣工面积增速放缓的不利影响，预计 12-15 年塑窗市场需求增速将提升至 15%。塑窗凭借其高性价比已经取代铝合金窗成为中低价住房和保障房的首选。伴随 06 年《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》颁布，中低价商品房占比由之前的不到 40%逐步提升至目前的 60%左右，未来这一占比仍将提升。此外自 08 年以来国家开展保障房建设以来，“十二五”期间计划将完成 3600 万套保障房建设，预计至 15 年，保障房竣工面积将占到当年房屋竣工面积的 55%，这将新增对塑窗产品的巨大需求。根据我们的测算，即便假定未来房屋竣工面积增速将逐年降低（15 年的增速为 6%），受益于房地产市场住房结构的改变，12-15 年塑窗市场仍将保持 15%左右的增速。
- PVC 价格大幅走低利于公司短期盈利能力提升。PVC 树脂于 11 年底开始大幅走低，截止到 7 月份，PVC 树脂价格同比下跌了 24%，预计短期 PVC 价格仍将在低位运行。由于 PVC 树脂占塑窗原材料成本的 75%左右，PVC 价格的大幅走低将显著降低公司塑窗产品的生产成本。此外，由于品牌塑窗市场集中度高，竞争相对温和，品牌塑窗价格相对稳定（降幅低于 PVC 树脂），在 PVC 价格大幅走低的背景下，公司塑窗产品的吨盈利显著提升。
- 给予推荐的投资评级。我们预计公司 12-14 年归属于母公司的净利润分别为 1.91 亿元/2.14 亿元/2.48 亿元，对应每股收益分别为 0.53 元/0.59 元/0.69 元。给予 12 年 17 倍的 PE，6-12 个月的目标价为 9.0 元。

**风险提示:** 保障房竣工套数不达预期，PVC 价格大幅上涨。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4073	4565	5181	5849
收入同比(%)	3%	12%	13%	13%
归属母公司净利润	82	191	214	248
净利润同比(%)	-49%	133%	12%	16%
毛利率(%)	9.0%	12.8%	12.2%	12.2%
ROE(%)	4.1%	8.8%	9.0%	9.4%
每股收益(元)	0.23	0.53	0.59	0.69
P/E	32.28	13.88	12.39	10.70
P/B	1.33	1.22	1.11	1.01
EV/EBITDA	14	8	7	7

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、公司稳定占据国内塑窗市场领导者地位 .....	4
1.1 塑料型材行业步入稳定增长阶段 .....	4
1.2 公司在塑钢窗行业处于市场领导地位 .....	5
二、塑窗市场将显著受益于房地产市场结构调整 .....	5
2.1 中低价位住房在商品房市场的比例快速上升 .....	6
2.2 保障性住房竣工面积占比将持续提升，15 年预计达 55%。 .....	7
2.3 建筑节能标准提高致塑窗占有率达到进一步提升 .....	8
2.4 地产调控下，12-15 年塑窗年均需求增速为 15% .....	9
三、短期盈利提升主要受益于 PVC 价格回落 .....	11
3.1 PVC 原材料是公司成本的主要构成 .....	11
3.2 PVC 价格回落利于塑窗毛利率提升 .....	11
四、产品结构持续优化，地域布局趋于完善 .....	13
4.1 高毛利率的彩色型材产品对公司的利润贡献将快速增加 .....	13
4.2 公司产能的地域布局趋于完善 .....	14
五、盈利预测及投资建议 .....	15

## 图表目录

图 1 国内塑料型材历年产量及增速水平 .....	4
图 2 房屋新开工面积增速领先房屋竣工面积增速 2 年左右 .....	6
图 3 保障房竣工套数有望逐年递增 .....	7
图 4 保障房竣工面积占房屋竣工面积的比重将提速 .....	8
图 5 品牌塑窗市场需求预测 .....	10
图 6 公司塑窗产品成本构成 .....	11
图 7 国内 PVC 价格走势图 .....	12
图 8 公司分季度盈利能力情况 .....	12
图 9 公司彩色型材与普通型材的毛利率对比 .....	13
图 10 彩色型材销量占比稳步提升 .....	14
表 1 国内前四大型材企业产能分布情况 .....	5
表 2 塑料窗与铝合金窗的节能性及外观特点比较 .....	9
表 3 中国与主要发达国家的窗型市场结构对比 .....	9
表 4 塑窗市场容量测算基于的主要假设 .....	10
表 5 公司型材产品产能分布状况 .....	14
表 6 11 年公司子公司（型材类）盈利情况 .....	15
表 7 盈利预测表 .....	15

## 一、公司稳定占据国内塑窗市场领导者地位

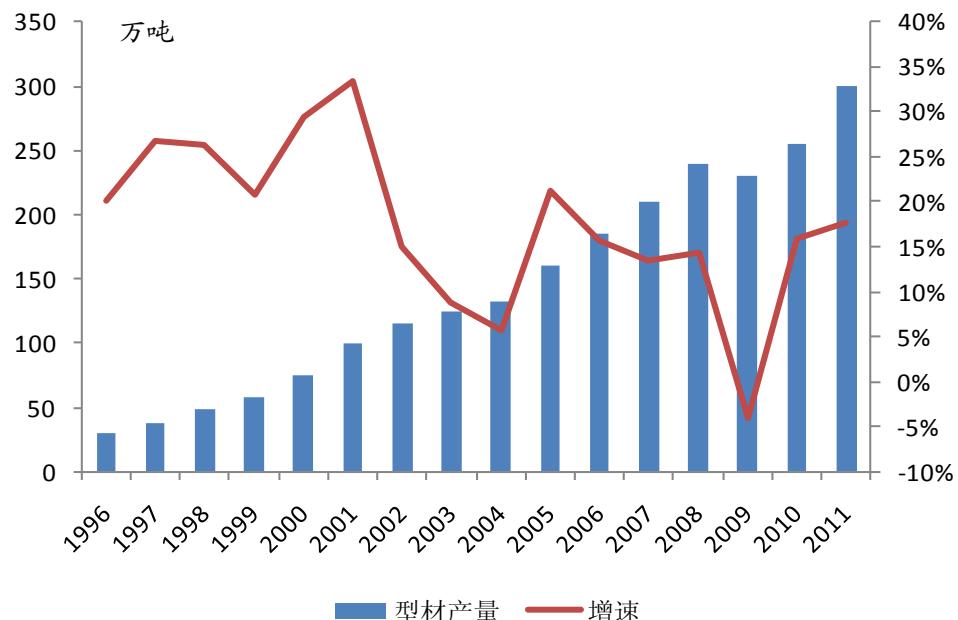
### 1.1 塑料型材行业步入稳定增长阶段

我国塑料型材行业自上世纪 80 年代开始起步，在经历了 80-90 年代中期的导入期和 90 年代后期的高速发展期后，行业自 2005 年开始进入平稳发展的阶段。

上世纪 90 年代后期以海螺型材、大连实德为代表的少数建材企业从德国、奥地利等国引入全套设备和技术后，生产出的高性价比产品迅速获得市场认可，单吨型材产品的净利润在 2000 年前后高达 1500-2000 元。由于塑料型材生产的资金门槛在建材行业中并不算高，新建一个 4 万吨的工厂其投资成本在 2 亿元左右，因此在 2001-2002 年行业盈利丰厚的时期吸引了众多中小民营企业进入，低档次产品的产能过剩及 2004 年 PVC 原材料价格的高企使行业在 2004 年经历了一次大的洗牌，一批中小企业因盈利能力低下被迫大面积停产或减产，行业由暴利向合理水平的转变使主导厂商开始拥有一定的定价权，能在保证适当赢利的情况下通过价格手段抑制竞争对手的大规模进入。

同时，2006 年 1 月实施的塑料门窗及型材断面功能结构等三项行业标准也在相当程度上规范了市场行为，小型企业通过降低型材壁厚或掺杂过量填充物以降低生产成本的恶性竞争手段较之前得到了一定抑制。因此，塑料型材行业在经历了 2005 年之前大起大落的阶段后，行业产销量呈现平稳发展的态势，2011 年全国塑料型材产量预计达到 300 万吨（其中品牌型材产量约为 160 万吨），2005-2011 年的产量年均增速为 10% 左右。

图 1 国内塑料型材历年产量及增速水平



资料来源：中国建筑金属结构协会，中投证券研究所

## 1.2 公司在塑钢窗行业处于市场领导地位

这几年，品牌型材领域的基本格局未变，海螺型材、大连实德继续占据第一梯队，浙江中财和天津金鹏把持行业第二梯队。但细微的变化是，这几年天津金鹏的产能扩张较快，相比之下大连实德扩张步伐就稍显缓慢。

大连实德在行业内的产能为 74 万吨，居行业第一位，但近年来该公司由于涉足金融、医药等多元化经营，型材领域的经营不尽如人意，预计产能利用率不到 50%。公司产能处于行业第二，但凭借高产能利用率（这几年产能利用率一直维持在 70%以上），实际销量稳定处于行业第一的位置。此外，浙江中财和天津金鹏这几年产能也在加速扩张，但总体体量还是较小，处于第二梯队。

表 1 国内前四大型材企业产能分布情况

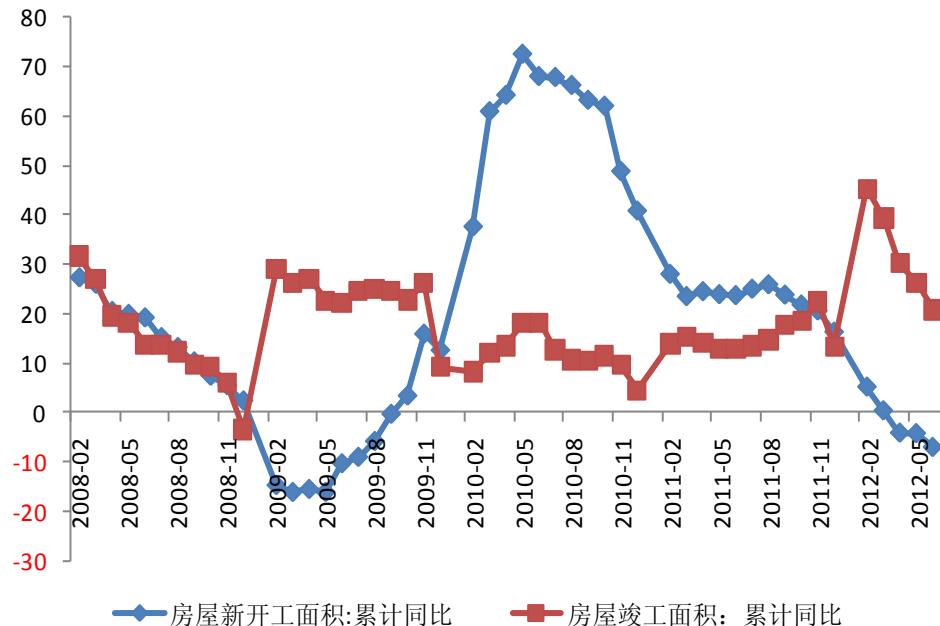
	产 能 (万吨)	分布区域
大连实德	100	大连、成都、嘉兴、银川、漯河、安义、天津、长春、荆门（在建）等九大生产基地
海螺型材	60	芜湖、宁波、唐山、英德、乌鲁木齐、成都、东营（在建）等七大生产基地
浙江中财	35	浙江、西安、天津、四川等四大生产基地
天津金鹏	25	天津、西安两大生产基地

资料来源：各公司网站，中投证券研究所

## 二、塑窗市场将显著受益于房地产市场结构调整

目前市场可能担心在房地产新开工面积逐步放缓的事实（12 年以来，新开工面积增速已经转为负增长）会在未来几年逐步在房屋竣工面积增速上得到反映，即未来几年房屋竣工面积增速会放缓至 10%以内。经验规律表明新开工增速传递到竣工端需要两年左右时间。照此推算，竣工面积将于 12 年下半年开始明显放缓。

图 2 房屋新开工面积增速领先房屋竣工面积增速 2 年左右



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

虽然房地产竣工面积增速未来几年将逐步放缓是大概率事件，但我们认为塑窗市场将显著受益于房地产市场结构调整，未来增速仍将保持在 10%以上。房地产市场正在经历的结构调整体现为两个方面：1. 中低价商品房的竣工面积在商品房总竣工面积中的占比将逐步提升；2. 保障房竣工面积将逐年递增。

根据我们对多个房地产企业成本预算相关人员的访谈结果，开发商在门窗类型的选择上一般根据拟开发住宅的目标售价和市场上门窗价格的比例关系来确定，其大致标准是选用的门窗单平米价格应低于住宅销售单价的 10%。

考虑到塑窗在上述两大市场的市场份额很高，伴随房地产结构向“小型化”调整，新增需求完全可以对冲房地产整体竣工面积逐步放缓的负面影响。

## 2.1 中低价位住房在商品房市场的比例快速上升

由于过去两年国内商品房价格的快速上涨，建设部已开始大力推进住房供应结构的调整，重点发展中低价位、中小套型普通住房。

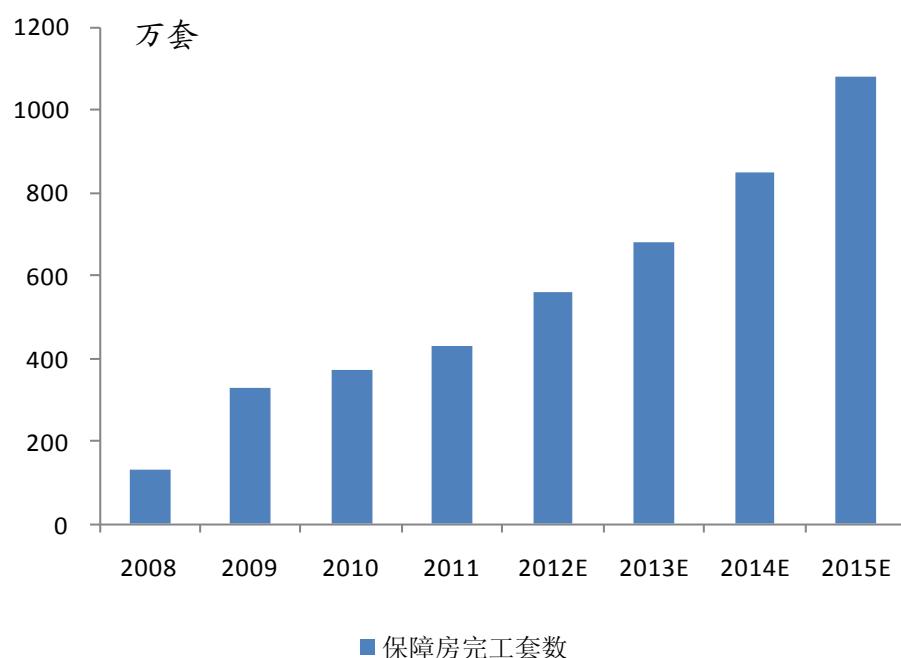
2006 年建设部、国土资源部等九部委联合发布的《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》中明确要求自 2006 年 6 月 1 日起，凡新审批、新开工的商品住房建设，套型建筑面积 90 平方米以下住房面积所占比重，必须达到开发建设总面积的 70%以上。直辖市、计划单列市、省会城市因特殊情况需要调整上述比例的，必须报建设部批准。据建设部对全国 36 个直辖市、计划单列市、省会（首府）城市的初步统计，在意见发布后的第二年，套型建筑面积 90 平方米以下的住房占总住房面积的比重已由之前不到 40%的水平迅速上升到 55.8%。

我们预计目前在新竣工的房屋中，90 平米以下住房面积的占比应该在 60%以上，伴随保障性住房建设的加码，占比很快就会达到 70%以上。

## 2.2 保障性住房竣工面积占比将持续提升，15年预计达到55%。

自07年国家决定开始大力建设保障以来，保障房建设在新开工套数、完工套数等指标方面呈现逐年加速的迹象。08-11年每年竣工的保障房套数分别达到了130万套、330万套、370万套、432万套。2012年全国计划新开工城镇保障性安居工程700万套、基本建成500万套。截止6月底，已经开工470万套，开工率为63%，基本建成260万套。按照十二五期间建设3600万套保障房的规划，预计12-15年保障房竣工套数分别为560万套、680万套、850万套、1080万套。

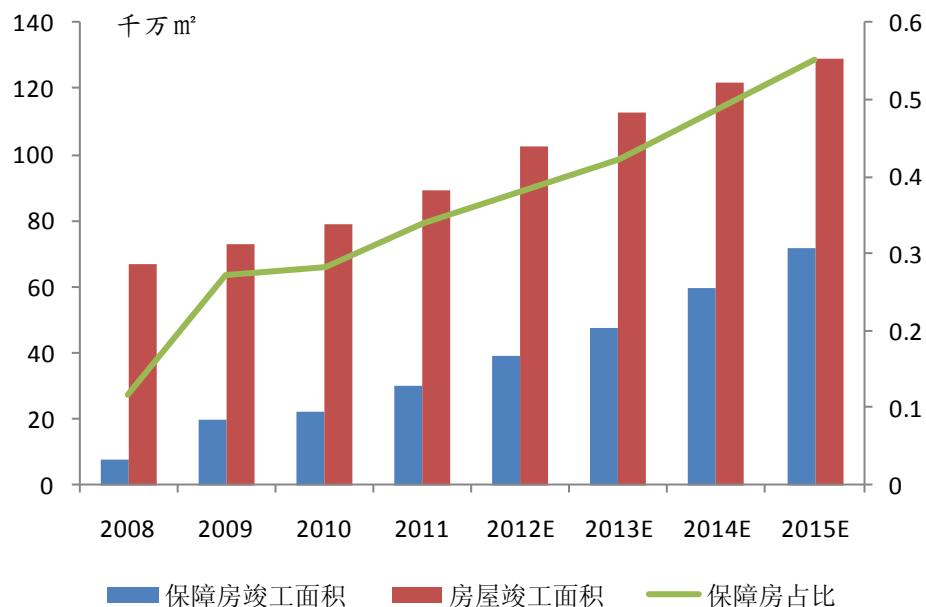
图 3 保障房竣工套数有望逐年递增



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

按照保障房套均面积60平米来估算（11年套均面积达到了70平米/套），那么08-11年以来每年竣工的保障房面积预计在7800万平米、1.98亿平米、2.22亿平米、3.02亿平米。保障房竣工面积占比从08年的11%逐步提升至11年的34%，平均每年提升7个百分点。十二五期间，占比提升将一步加速，预计至2015年，保障房竣工面积占比将提升至55%。

图 4 保障房竣工面积占房屋竣工面积的比重将提速



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

为了确保住房保障工作在“十二五”期间能够有条不紊推进，住房和城乡建设部敦促各地区着手准备2013年城镇保障性住房建设项目计划，并要求计划项目尽早预选地块，开展立项、规划工作，履行用地报批手续，各类棚户区改造项目要提前开始组织房屋征收补偿工作，力争计划下达后能马上开工建设。在宏观经济持续放缓，房地产严控不变的大背景下，加快保障房建设项目的开工建设是对冲经济下滑的有效手段之一，我们认为完成“十二五”3600万套保障房建设目标是比较有保障的。

### 2.3 建筑节能标准提高致塑窗性价比进一步提升

我国的建筑能耗约占全国能源消耗总量的40%，建筑节能大有可为。我国的建筑节能标准处于逐步被提升的过程，“十一五”期间我国执行的建筑节能标准主要为50%节能标准，“十一五”末期该标准逐步提升至65%节能标准。但从整体执行来看，节能水平整体偏低。“十二五”建筑节能规划要求进一步提高建筑节能标准，并强调要严格落实。规划要求至2015年，城镇新建建筑执行不低于65%的节能标准，城镇新建建筑95%达到建筑节能强制性标准的要求，鼓励北京等四个直辖市和有条件的地区率先实施节能75%的标准。

建筑物全部热损失中来自建筑外门窗的占到50%以上，与在建筑保温性能上我国与气候条件相近的发达国家相比，我国单位面积外门窗的热损失要高出1.2倍，因此提高外门窗的保温性能是减少我国建筑能耗的最重要现实途径。

门窗的节能指标由窗框型材和镶嵌其间的玻璃这两类材料的材质特点共同决定。目前城镇住宅应用最广泛的窗框有金属型材(主要是铝合金)和塑料型材两类，在所用玻璃类型相同的情况下，塑料型材表现出优良的节能效果和突出的价格优势。

节能性方面，通过对塑料窗(由于部分窗框为增加刚性而添加钢衬，也称塑钢窗)和铝合金窗传热系数的比较，在窗户类型相同的情况下，塑料窗的节能效果要

比铝合金窗高出 1/3 左右。价格方面，普通铝合金门窗目前的价格在 300 元/平米左右，(隔热性能更为优异的断桥铝合金门窗的价格在 500 元/平米)而性能相似的塑料门窗的价格只有 200 元/平米，塑料门窗相对于铝合金门窗在性价比方面的优势十分明显。

**表 2 塑料窗与铝合金窗的节能性及外观特点比较**

窗框材料	窗户类型	空气层厚度 (mm)	窗框窗洞 面积比 (%)	传热系数 K (W/m <sup>2</sup> .k)	节能效果 (%)	外观特点
铝合金窗	单层窗	-	20~30	6.4	-	表面光泽度好 窗框截面小
	单框双玻窗	12	20~30	3.9	39.1	
		16	20~30	3.7	42.2	
塑料窗	单层窗	-	30~40	4.7	26.6	传统产品以白色为主，色彩单一；目前市场已开始推出彩色型材产品
	单框双玻窗	12	30~40	2.7	57.8	
		16	30~40	2.6	59.4	

资料来源：《新型建筑材料》，中投证券研究所

由于塑钢窗市场在我国的发展只有十来年的时间，目前其 35% 的市场占有率仍低于铝合金窗 55% 的占有率水平。而在欧美发达国家，由于政府对门窗节能的不断推动（如 2003 版的欧洲标准要求门窗的传热系数不大于 1.4 W/m<sup>2</sup>.k），塑钢窗在上述国家的门窗市场占据着主流地位；如果不是考虑到上述国家森林资源较为丰富的原因，塑钢窗对木窗的替代效应将更为明显。随着我国《公用建筑节能条例》、《民用建筑节能管理规定》以及《建筑节能十二五规划》等系列相关法规的执行力度逐步加强，塑窗的性价比将进一步显现，其对铝合金的替代效应将更加突出。

**表 3 中国与主要发达国家的窗型市场结构对比**

	木窗	塑钢窗	铝窗
英国	19.0%	59.5%	21.5%
法国	36.5%	41.5%	22.0%
美国	41.0%	46.0%	13.0%
中国	10.0%	35.0%	55.0%

资料来源：中国建筑金属结构协会

## 2.4 地产调控下，塑窗需求增速仍将保持在 10% 以上

塑窗的新增需求将主要来自两个方面：1. 中低价商品房（小户型房）以及保障房竣工面积占比不断提升带来的新增需求；2. 建筑节能标准提高致塑窗替代普通铝合金窗带来的新增需求。下面我们就来测算一下 12-15 年塑窗需求的年均增速。

我们的测算基于以下几个假设：

1.12-15 年房屋竣工面积增速分别为 15%、10%、8%、6%；

2.12-15 年保障房竣工套数分别为 560 万套、680 万套、850 万套、1080 万套，单套面积为 70 平米；

3.12-15 年 90 平米以下的普通商品房竣工面积占比分别为 60%、65%、70%、70%；

4.12-15 年塑窗在普通商品房中的使用比例分别为 35%、36%、37%、38%；

5.12-15 年塑窗在保障房中的使用比例分别为 60%、62%、64%、66%、68%；

**表 4 塑窗市场容量测算基于的主要假设**

假设条件	2012	2013	2014	2015
房屋竣工面积增速	15%	10%	8%	6%
保障房竣工套数	560 万	680 万	850 万	1080 万
普通商品房占比	60%	65%	70%	70%
在普房中使用比例	35%	36%	37%	38%
在保障房中使用比例	60%	61%	62%	63%

资料来源：中投证券研究所

随着建筑节能标准逐步提高，在建筑节能方面优势显著的塑窗对传统铝合金的替代效应将进一步加强。保守预计到 15 年塑料门窗在商品房市场的市场占有率将由目前 35% 的水平提高 3 个百分点，达到 38%。

保障性住房方面，由于这部分房屋的成本约束较强，在该细分市场塑料门窗的使用比例在 60%-70%，远高于其在普通商品房市场的应用比例；同时，政府主导的采购环节有利于屏蔽假冒伪劣型材产品的竞争，公司作为在品牌塑料型材市场占有率达到 30% 的市场领导者，将直接受益于保障房的建设。我们认为随着全国保障房计划的实施，保障房市场也将陆续成为公司在普通商品房市场之外的新的重要收入增长来源。

基于以上假设，我们的测算结果是，12-15 年品牌型材的需求量分别为 170 万吨、208 万吨、252 万吨、283 万吨，同比增速分别为 10%、22%、21%、12%。

**图 5 品牌塑窗市场需求预测**



资料来源：中国建筑金属结构协会，中投证券研究所

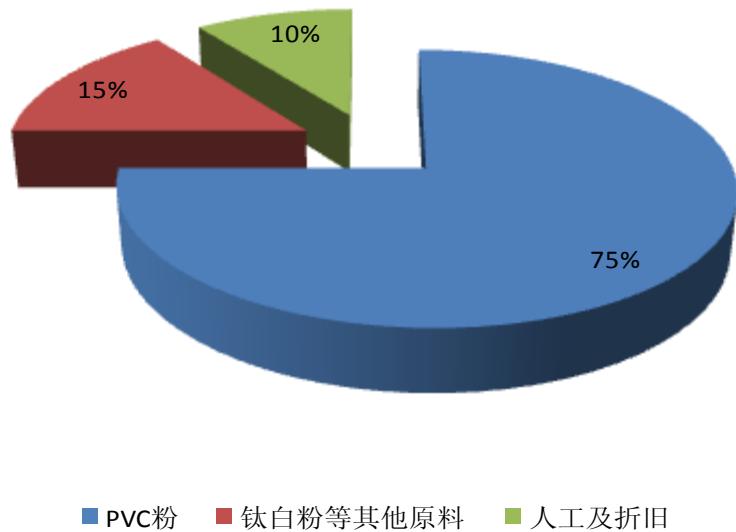
事实上，以上的分析我们仅是针对新建房屋的塑钢窗需求，如果考虑到塑钢窗在二手房装修等旧窗改造中的其他应用（在公司的经销比例中这部分需求可占到 20-30%），我们认为 12-15 年品牌型材的年均需求增速达到 15% 是大概率事件。

### 三、短期盈利提升主要受益于 PVC 价格回落

#### 3.1 PVC 原材料是公司成本的主要构成

塑料型材的成本中 90% 为原材料成本，其中 PVC 作为最主要的原材料占到生产成本的 75% 左右，其它成本包括钛白粉等原料以及人工及折旧，成本占比分别为 15%、10%。因此 PVC 价格的波动将直接影响到公司的单位产品盈利水平。

图 6 公司塑窗产品成本构成

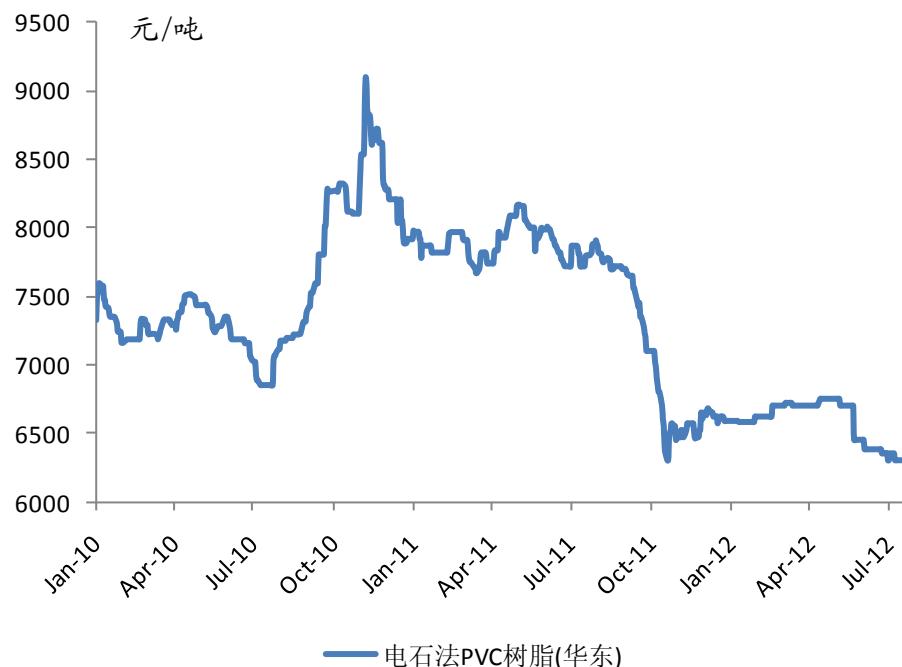


资料来源：中投证券研究所

#### 3.2 PVC 价格回落利于塑窗毛利率提升

PVC 作为与石油相关的化学产品，其价格变动方向与油价高度一致。我们观察到从 10 年初至 12 年 7 月份，世界原油价格历年价格分化明显，10 年是原油价格的低点，11 年世界原油价格高位运行，12 年初至今，原油价格在低位盘整。作为和世界原油价格高度相关的化工品种，PVC 价格也经历了类似的波动：10 年是 PVC 价格低点，从 10 年 10 月份开始至 11 年的 10 月份，PVC 价格处于高位，11 年底至今，PVC 重回低位运行。

图 7 国内 PVC 价格走势图

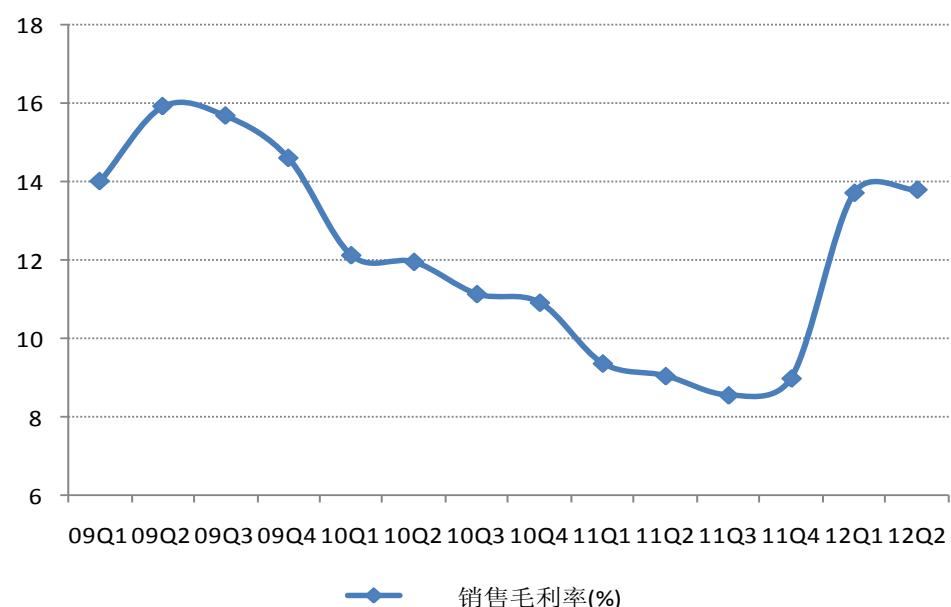


资料来源：公司公告，中投证券研究所

注：电石法 PVC 树脂较依稀法 PVC 树脂价格低 300 元/吨左右

作为在生产成本中占 75% 比重的主要原材料，PVC 价格成本的下降将直接降低公司塑窗产品的生产成本。简单计算表明，12 年上半年 PVC 均价同比下降了 20% 左右。考虑到品牌型材市场的集中度高，竞争相对有序，型材价格较为稳定，PVC 成本的下降将有利于产品毛利率的提升，预计公司 12 年上半年毛利率水平同比提升 5 个百分点左右。

图 8 公司分季度盈利能力情况



资料来源：公司公告，中投证券研究所

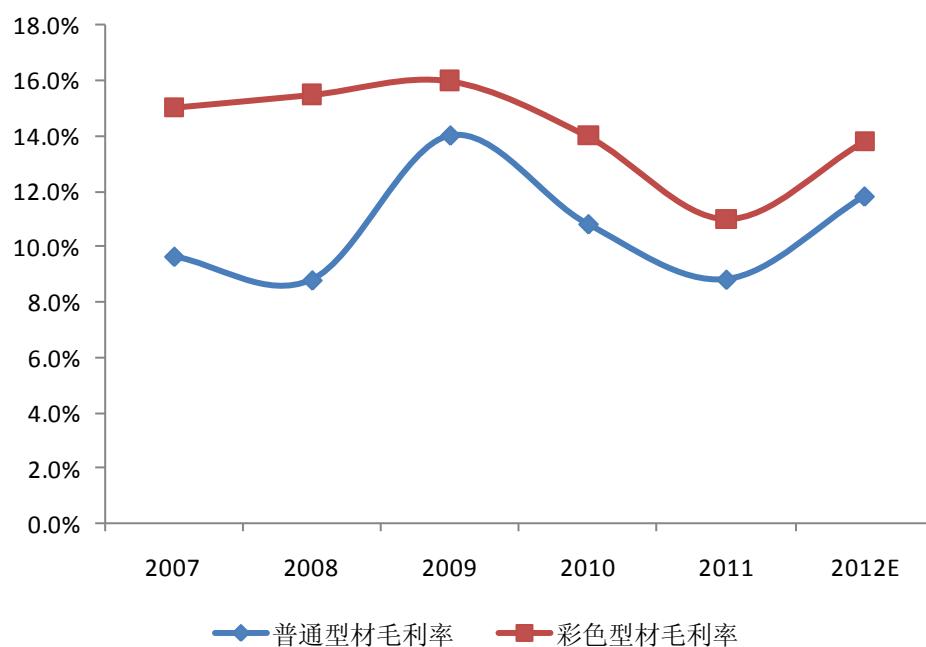
考虑到世界经济在短期内难以强力复苏，世界原油供需格局将在相当一段时间内处于供大于求的状态，在此背景下，预计原油价格将持续在低位盘整。作为和世界原油价格高度关联的PVC价格，也将持续在低位运行。基于以上判断，我们预计公司塑窗产品的毛利率在下半年也将保持在高位。

## 四、产品结构持续优化，地域布局趋于完善

### 4.1 高毛利率的彩色型材产品对公司的利润贡献将快速增加

相对于传统白色塑料型材产品，彩色型材是通过复合共挤、表面覆膜等工艺使型材产品表面形成特定的颜色和纹理效果，使其更能适应多样的建筑风格和消费者的审美心理。彩色型材的出现大大提升了塑料窗的品质，但彩色型材的生产工艺较普通型材要复杂得多，如复合共挤的生产工艺需要在生产线上采用更精细的模具以在白色型材挤出的同时复合挤出一层彩色膜层，因此行业内仅少数大型企业能够生产出色泽均匀、表面光泽度理想、耐候性好的优质彩色型材，彩色型材产品较普通白色型材因而享有更高的利润空间。

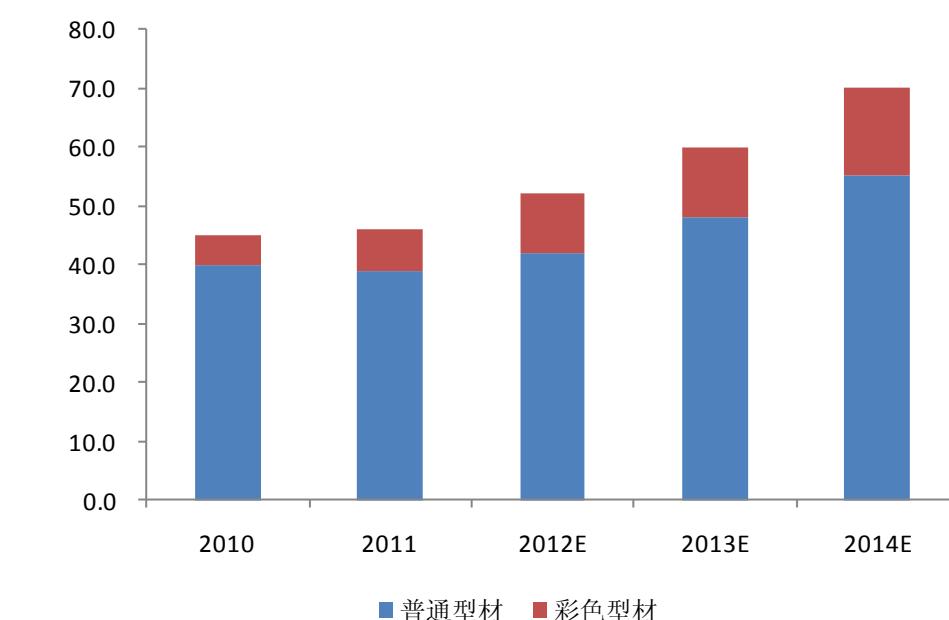
图 9 公司彩色型材与普通型材的毛利率对比



资料来源：中投证券研究所

自2007年实现批量生产以来，海螺型材的彩色型材产品其毛利率一直稳定在12%以上，较普通型材要高出2-5个百分点。鉴于良好的市场前景，公司正在逐步加大彩色型材产品的生产力度，12年上半年彩色型材销量在5万吨，同期普通型材销量在18万吨，预计2012年彩色型材的产销量将进一步提高到10万吨，届时彩色型材在公司型材销量中的占比将达到20%，较11年提升4个百分点。

图 10 彩色型材销量占比稳步提升



资料来源：中投证券研究所

#### 4.2 公司产能的地域布局趋于完善

经过多年来的的发展，公司产能布局日趋完善。目前公司已经拥有安徽芜湖、浙江宁波、广东英德、新疆乌鲁木齐、四川成都六大生产基地，新建的山东基地预计12年底投产。从产能分布来看，芜湖基地辐射中部地区，宁波基地辐射华东地区，英德基地辐射华南地区，乌鲁木齐基地辐射西北地区，成都基地辐射地区，在建的山东基地辐射华北地区。全国各大区域中除了东北地区外，都有相应生产基地辐射，产能的地域布局趋于完善。此外，公司的产能利用率长期稳定在70%以上，远高于市场平均50%的水平，显示公司在市场维护和开拓方面的能力。

我们预计“十二五”期间公司的产能通过扩建和新建的方式还将有进一步扩张，目前公司销往东北的型材只能靠外运，运输成本较高，为了节省成本，抓住东北市场，东北基地的布局或已在规划中。

表 5 公司型材产品产能分布状况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
芜湖	28	28	34	34	34	34	34	34
宁波	4	4	4	4	4	4	4	4
唐山	8	8	12	12	12	12	12	12
英德	8	8	8	8	8	8	8	8
乌鲁木齐							4	4
成都							4	4
东营								4
产能合计	48	48	58	58	58	58	66	70
产量	42	48	52	50	49	45	46	52
产能利用率	87%	100%	90%	86%	84.5%	77.8%	70.0%	74.2%

资料来源：中投证券研究所

注：山东东营基地产能预计 12 年年底投出来

从各生产基地盈利情况来看，芜湖、宁波和唐山基地的盈利能力强于英德基地，而新疆和四川为 10 年刚开始开拓的市场，产能还不能较好地发挥，故新疆基地和成都基地 11 年还处于亏损的状态。我们预计随着新疆和四川市场的逐步开拓，上述基地的产能利用率将逐步提升，12 年有望实现盈亏平衡（上半年新疆基地已经开始盈利）。

**表 611 年公司子公司（型材类）盈利情况**

单位：亿元	唐山海螺	英德海螺	新疆海螺	成都海螺
营业收入	9.6	4.7	1.2	2.0
营业利润	0.37	0.05	-0.2	-0.15
净利润	0.28	0.06	-0.2	-0.15

资料来源：公司公告，中投证券研究所

## 五、盈利预测及投资建议

我们对于 12-14 年的盈利预测主要基于以下几个基本假设：

- 1.12-14 年型材的销量分别达到 52 万吨、60 万吨、68 万吨，其中彩色型材的销量分别为 10 万吨、12 万吨、15 万吨；
- 2.12-14 年普通型材的毛利率水平分别为 12.5%、12%、12%；
- 3.12-14 年彩色型材的毛利率水平分别为 14%、13%、13%；
- 4.12-14 年 PVC 价格波动区间在 6500-7200 元/吨；
- 5.其他业务保持不变。

**表 7 盈利预测表**

	2011	2012E	2013E	2014E
塑料型材产能（万吨）	66	70	74	78
PVC 价格（元/吨）	8000	6500	6800	7000
1、普通型材—产量（万吨）	50.6	47.1	50.0	54.0
销售单价（元/吨）	8350	8000	7900	7900
毛利率	8%	12.5%	12%	12%
2、彩色型材—产量（万吨）				
销售单价（元/吨）	9800	9800	9700	9700
毛利率	11%	14%	13%	13%

资料来源：中投证券研究所

基于上述假设，我们预计 12-14 年公司的营业收入分别为 45.65 亿元、51.81 亿元、58.49 亿元，归属于母公司的净利润分别为 1.91 亿、2.14 亿元、2.48 亿元，每股收益分别为 0.53 元、0.59 元、0.69 元。给予 12 年 17 倍的 PE,6-12 个月的目标价区间为 9 元。给予推荐的投资评级。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>				
现金	2250	3080	3557	4167
应收账款	418	904	1092	1380
其他应收款	19	172	195	220
预付账款	3	3	3	3
存货	84	112	119	138
其他流动资产	695	749	853	964
<b>非流动资产</b>				
长期投资	1030	1141	1295	1462
固定资产	1808	1760	1695	1639
无形资产	1625	1515	1405	1295
其他非流动资产	180	230	287	341
<b>资产总计</b>	4058	4840	5253	5807
<b>流动负债</b>				
短期借款	773	1171	1155	1241
应付账款	170	400	400	400
其他流动负债	175	192	219	246
<b>非流动负债</b>				
长期借款	428	579	536	595
其他非流动负债	1068	1268	1468	1668
<b>负债合计</b>	1068	1268	1468	1668
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	1840	2439	2622	2908
股本	220	230	245	265
资本公积	360	360	360	360
留存收益	436	436	436	436
归属于母公司股东权益	1202	1376	1590	1838
<b>负债和股东权益</b>	1998	2172	2386	2634
	4058	4840	5253	5807

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-236</b>	<b>-29</b>	116	131
净利润	108	201	229	268
折旧摊销	122	116	115	116
财务费用	46	84	99	110
投资损失	0	<b>-80</b>	<b>-113</b>	<b>-113</b>
营运资金变动	<b>-517</b>	<b>-345</b>	<b>-225</b>	<b>-250</b>
其他经营现金流	5	<b>-5</b>	11	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-84</b>	25	52	54
资本支出	85	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	1	25	52	54
<b>筹资活动现金流</b>	373	489	20	104
短期借款	<b>-300</b>	230	0	0
长期借款	758	200	200	200
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	<b>-85</b>	59	<b>-180</b>	<b>-96</b>
<b>现金净增加额</b>	52	486	188	288

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2011	2012	2013	2014
<b>营业收入</b>	4073	4565	5181	5849
营业成本	3707	3981	4548	5134
营业税金及附加	11	13	14	16
营业费用	104	160	171	181
管理费用	109	160	171	181
财务费用	46	84	99	110
资产减值损失	1	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	80	113	113
<b>营业利润</b>	96	246	289	337
营业外收入	63	50	50	50
营业外支出	1	20	25	30
<b>利润总额</b>	158	276	314	357
所得税	50	74	85	89
<b>净利润</b>	108	201	229	268
少数股东损益	26	10	15	20
<b>归属母公司净利润</b>	82	191	214	248
EBITDA	263	445	503	563
EPS (元)	0.23	0.53	0.59	0.69

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012	2013	2014
<b>成长能力</b>				
营业收入	2.8%	12.1	13.5	12.9
营业利润	-50.9	157.0	17.6	16.8
归属于母公司净利润	-49.5	132.6	12.0	15.8
<b>盈利能力</b>				
毛利率	9.0%	12.8	12.2	12.2
净利率	2.0%	4.2%	4.1%	4.2%
ROE	4.1%	8.8%	9.0%	9.4%
ROIC	3.2%	7.3%	8.1%	9.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.3	50.4	49.9	50.1
净负债比率	67.47	75.15	74.42	74.45
流动比率	2.91	2.63	3.08	3.36
速动比率	2.01	1.99	2.34	2.58
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.10	1.03	1.03	1.06
应收账款周转率	315	45	27	27
应付账款周转率	21.03	21.75	22.15	22.07
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.53	0.59	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	<b>-0.66</b>	<b>-0.08</b>	0.32	0.36
每股净资产(最新摊薄)	5.55	6.03	6.63	7.32
<b>估值比率</b>				
P/E	32.28	13.88	12.39	10.70
P/B	1.33	1.22	1.11	1.01
EV/EBITDA	14	8	7	7

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上

推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%

中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

### 行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上

中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

## 研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4年行业从业经验，7年证券行业从业经验。

高熠，中投证券研究所建材行业分析师，经济学硕士，11年加入中投证券。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座19楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦15层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434