

建材行业

报告原因：三季报披露

2012年10月18日

市场数据：2012年10月18日

收盘价（元）	9.19
一年内最高/最低（元）	9.65/4.96
市净率	1.6
市盈率	14
流通A股市值（百万元）	2909

基础数据：2012年9月30日

每股净资产（元）	6.01
资产负债率%	46.4
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

基数低+PVC价格低位，推动业绩高增长

维持评级

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	20
2011A	40.7	2.79	0.89	-45.1	0.25	2.35	4.45	37
2012E	40.8	0.18	2.00	124.8	0.56	7.2	9.1	16
2013E	46.2	13.24	2.34	16.83	0.65	7.03	9.6	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **三季报业绩符合预期。**公司前三季度营业收入32.44亿，同比增长8.57%，归属于母公司净利润1.61亿，同比增长229.26%，每股收益0.45元，符合我们预期。
- **PVC价格下降提升公司毛利率。**塑钢型材成本中占比最大的是PVC，而公司产品价格稳定，原材料PVC价格变化直接影响毛利率变化。今年PVC价格一直低位运行，年初至今PVC期货价格平均为6482元/吨，比去年同期下降18.5%。PVC价格的下降提升公司毛利率，前三季度公司毛利率13.98%，同比提高5.4个百分点，净利率提高3.3个百分点至5.15%。
- **高毛利率的彩色型材比重提高，进一步提升了公司整体毛利率。**公司在逐渐调整产品结构，塑钢型材分为白色型材和彩色型材两种，去年收入占比分别为80%和20%。彩色型材相比白色型材成本增加不多，由于其颜色多样毛利率高，平均在20%，比白色型材毛利率13-14%高6-7个百分点，今年毛利率提高其中部分原因是彩色型材占比提高导致。
- **去年基数低成就今年高增长，明年增长空间有压力。**去年公司净利润大幅下降和PVC价格走低为今年业绩高增长提供了有利条件。从去年10月至今PVC价格一直在6500元/吨上下波动，继续下行可能性非常低，成本同比降幅效应逐渐缩小，四季度和明年业绩增速将下降。
- **在（拟建）项目投产后产能扩张18.2%。**公司目前在芜湖产能30万吨，华南英德12万吨，华北唐山12万吨，西部成都是4万吨，新疆规划8万吨，合计产能66万吨。公司在新疆、成都、东营还有在建（拟建）产能12万吨，将于明年或后年投产，产能增长18.2%，产能扩张将提升明后年销量。
- **盈利预测和投资建议。**相比今年业绩的大幅增长，明年增速会降低，其业绩增速主要来自于产能扩张带来销量提高以及彩色型材占比提高公司整体毛利率。前三季度业绩符合我们预期，对之前预测不作调整，预计2012-2013年EPS0.56元、0.65元，动态PE16倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**PVC价格止跌大幅反弹。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

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
		4	4	2010 年 7 月
新疆乌鲁木齐	90%	4	4	2013 年
		4	4	2010 年 10 月
四川成都大邑县	90%	4	4	2013 年或 2014 年
		4	4	2012 年 10 月
山东东营	100%	4	4	2013 年或 2014 年

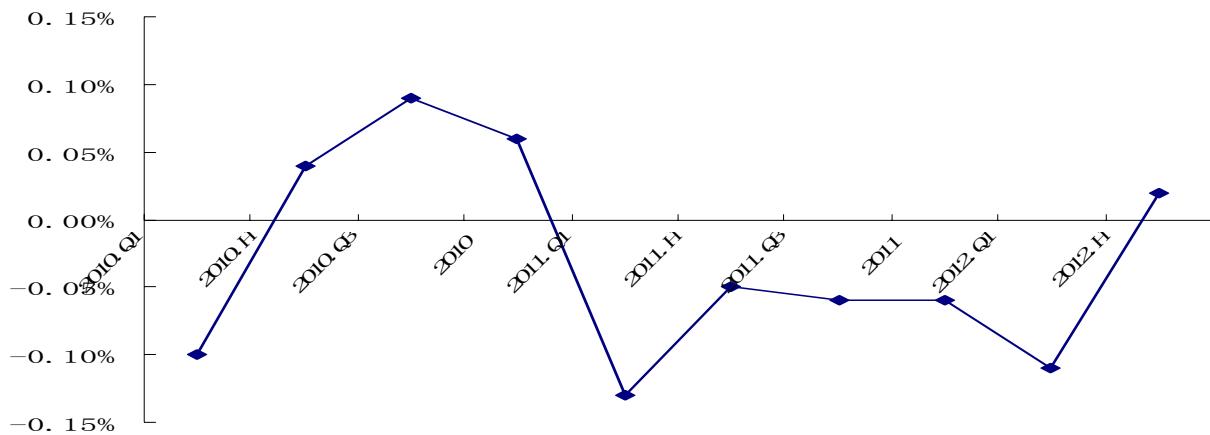
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司毛利率变动趋势



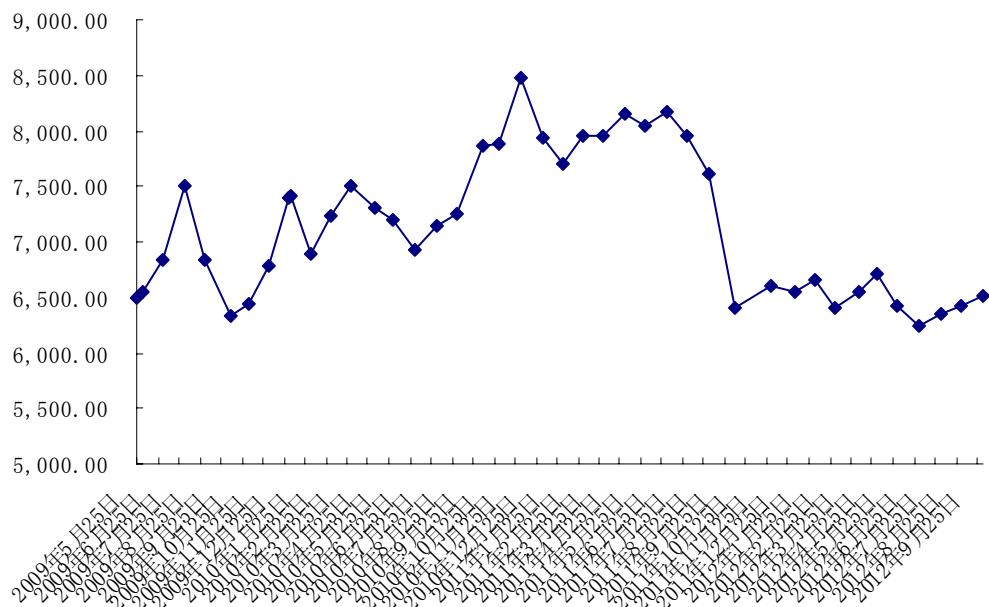
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司经营现金流与收入比变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：PVC 期货结算价变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

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(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司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。入市有风险，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。