

其他建材**署名人:** 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: 高熠

S0960112050016

0755-82026912

gaoyi@china-invs.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 8.86元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数 2197.60

总股本(百万) 360

流通股本(百万) 360

流通市值(亿) 32

EPS 0.56

每股净资产(元) 6.08

资产负债率 45.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海螺型材	-3.06%	-13.22%	-2.32%
建筑建材	5.09%	-3.86%	7.83%
沪深300	-1.50%	-5.03%	5.51%

**相关报告****海螺型材****000619****推荐****13年业绩增长靠销量推动**

公司今晚公布了2012年度报告，12年实现营业收入41.96亿元(+3.03%)，归属于母公司股东的净利润为2.02亿元(+125.75%)，EPS为0.56元。13年1季度营业收入6.78亿元(-3.65%)，归属净利润1761万元(-37.845%)，EPS0.05元。12年利润分配方案：每10股派发现金1元(含税)，不转增股本。

投资要点：

- **PVC成本大幅下降致12年盈利高增长，营业外收入减少是4季度和13年1季度利润下滑的主要原因。**12年公司销售塑料型材50万吨，同比增长近10%，其中彩色型材销量约12万吨，占比首次提升至20%以上。在销量平稳增长的背景下，12年业绩高增长主要来自PVC成本的大幅下降(预计12年PVC价格同比下降约12%)，PVC成本下降加之高毛利率的彩色型材占比的明显提升使得公司型材产品的毛利率较11年提升5.26个百分点至14.12%。4季度毛利率水平创新高，但由于营业外收入减少5000多万，使得净利润出现了下滑；1季度型材销量同比略有增长，但1季度型材价格同比12年同期下降拉低了型材的销售毛利率，加之营业外收入确认减少(减少1000多万元)，1季度净利润同比下降37.84%。
- **13年型材产品毛利率预计将高位小幅回落，大幅回落的风险不大。**13年以来，受制于中国经济和世界经济的弱复苏的态势，PVC等大宗原材料价格仍在低位徘徊(电石法PVC含税价格在6400元/吨，12年全年均价在6500元/吨)。除非中国和世界经济出现强复苏，那么PVC等大宗原材料价格将在低位徘徊，出现大幅上涨的可能性很小，目前看来世界经济弱复苏的可能性较大。
- **13年业绩增长将主要依靠销量推动。**12年公司业绩的高弹性来自型材利润率的大幅提升，考虑到当前型材产品的利润率已处高点，继续提升的可能性很小，因此13年公司的业绩弹性将来自销量弹性。12年公司产能利用率约70%，英德、宁波和新疆基地产能利用率较低，13年产能利用率存在提升的潜力。此外公司拟建成都和新疆二期产能，保障销量增长：成都基地二期规划4万吨，计划6月份投产，新疆基地二期规划4万吨，计划年中先投产2万吨，另外2万吨14年初投产。
- **维持推荐的投资评级。**我们预计13-15年归属于母公司股东的净利润分别为2.14/2.41/2.71亿元，对应13-15年EPS分别为0.60/0.67/0.75元，目前股价对应于13-15年PE分别为14.9/13.3/11.8X，维持推荐评级。

风险提示：1.新疆固定资产投资增速低于预期；2.新增产能投放超预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	4196	4750	5347	5944
收入同比(%)	3%	13%	13%	11%
归属母公司净利润	202	214	241	271
净利润同比(%)	126%	6%	12%	13%
毛利率(%)	14.0%	12.4%	12.0%	12.0%
ROE(%)	9.2%	8.9%	9.1%	9.3%
每股收益(元)	0.56	0.60	0.67	0.75
P/E	15.82	14.87	13.26	11.76
P/B	1.46	1.33	1.21	1.09
EV/EBITDA	10	9	8	7

资料来源：中投证券研究所

一、PVC 成本大幅下降致 12 年盈利高增长，营业外收入减少是 4 季度和 13 年 1 季度利润下滑的主因。

12 年公司销售塑料型材 50 万吨，同比增长近 10%，其中彩色型材销量约 12 万吨，占比首次提升至 20% 以上。在销量平稳增长的背景下，12 年业绩实现高增长主要来自 PVC 成本的大幅下降（预计 12 年 PVC 价格同比下降约 12%），PVC 成本下降加之高毛利率的彩色型材占比明显提升带动公司型材产品的毛利率较 11 年提升 5.26 个百分点至 14.12%。

4 季度毛利率水平创新高，但由于营业外收入减少 5000 多万，使得净利润出现了下滑；1 季度型材销量同比略有增长，但 1 季度型材价格同比 12 年同期下降拉低了型材的销售毛利率，加之营业外收入确认减少（减少 1000 多万元），使得 1 季度净利润出现了较大幅度的下滑。

表 1 公司季度运营情况

	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
单季毛利率 (%)	9.37	8.86	7.83	10.17	13.72	14.21	13.88	14.23	13.41
单季净利率 (%)	1	2.64	1.48	5.63	4.3	5.62	6.42	5.03	2.96
单季 ROE (%)	0.29	1.28	0.66	2.31	1.4	3.01	3.33	1.87	0.8
营业收入 (亿元)	6.5	11.5	11.9	10.9	7.0	12.7	12.7	9.5	6.78
营业利润 (亿元)	0.12	0.38	0.24	0.23	0.24	0.84	0.82	0.54	0.26
净利润 (亿元)	0.06	0.25	0.13	0.46	0.28	0.62	0.71	0.40	0.18

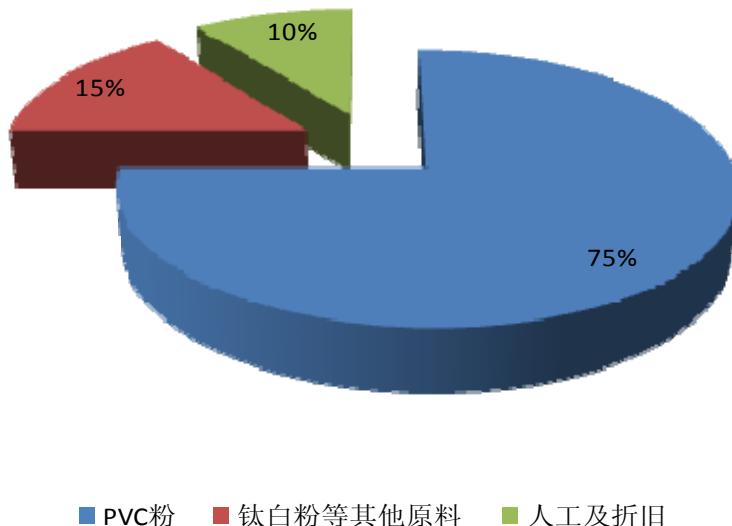
资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、13年型材毛利率将是高位小幅回落的态势，大幅

回落风险小

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。

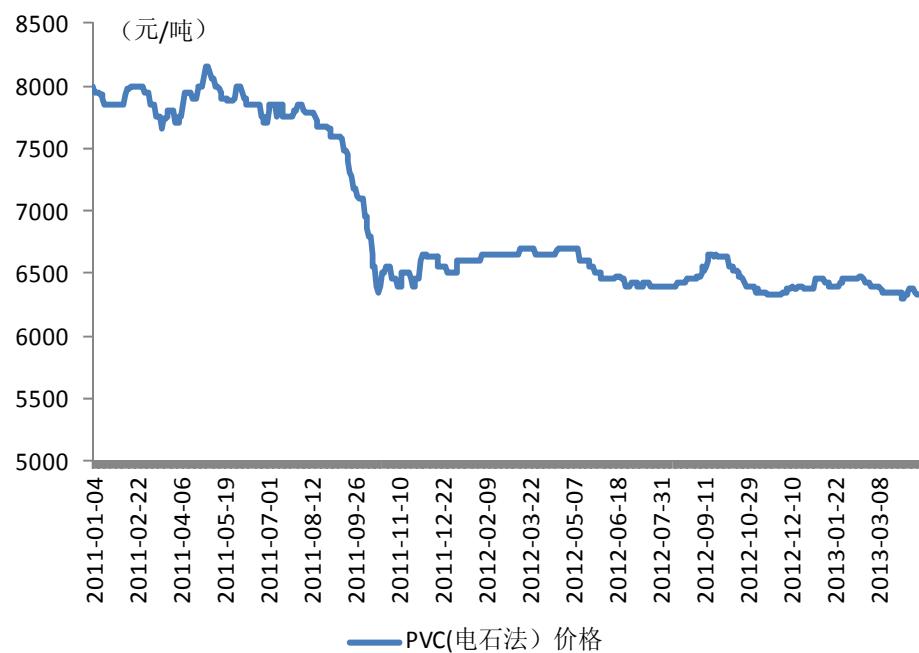
图 1 公司塑窗产品成本构成



资料来源：中投证券研究所

13 年以来，受制于中国经济和世界经济的弱复苏的态势，PVC 等大宗原材料价格仍在低位徘徊（电石法 PVC 含税价格在 6400 元/吨，12 年全年均价在 6500 元/吨）。除非中国和世界经济出现强复苏，那么 PVC 等大宗原材料价格在低位维持的概率很大，目前看来弱复苏的可能性更大。

图 2 国内 PVC 价格走势图



三、13年业绩弹性来自销量

目前公司已经拥有安徽芜湖、河北唐山、浙江宁波、广东英德、新疆乌鲁木齐、四川成都、山东东营七大生产基地，合计产能 70 万吨，其中山东基地是 12 年 4 季度投产的。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。

13 年公司的业绩弹性来自销量弹性。12 年公司产能利用率约 70%，英德、宁波和新疆基地产能利用率较低，13 年产能利用率存在提升的潜力。此外公司拟建成都和新疆二期产能，保障销量增长：成都基地二期规划 4 万吨，计划 6 月份投产，新疆基地二期规划 4 万吨，计划年中先投产 2 万吨，另外 2 万吨 14 年初投产。

表 2 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	50
产能利用率	87%	100%	90%	86%	84.5%	77.8%	70.0%	71%

资料来源：中投证券研究所

注：山东东营基地产能 12 年 4 季度投产

四、投资建议：推荐

我们预计 13 年公司产品的毛利率水平将是高位小幅回落的态势，业绩增长主要依靠型材销量增长推动。盈利预测的关键假设见表 3。

表 3 盈利预测关键假设

	2012	2013E	2014E	2015E
塑料型材产能（万吨）	70.0	74.0	78.0	78.0
PVC 价格（元/吨）	6500	6800	7200	7200
1、普通型材—产量（万吨）	38.0	40.0	44.0	48.0
销售单价（元/吨）	7800	7800	7800	7800
毛利率	12.5%	12.0%	11.5%	11.5%
2、彩色型材—产量（万吨）				
销售单价（元/吨）	9500	9500	9500	9500
毛利率	14%	13.5%	13%	13%

资料来源：中投证券研究所

我们预计 13-15 年归属于母公司股东的净利润分别为 2.14/2.41/2.71 亿元，对应 13-15 年 EPS 分别为 0.60/0.67/0.75 元，目前股价对应于 13-15 年 PE 分别为 14.9/13.3/11.8X，维持推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2509	2742	3190	3792	营业收入	4196	4750	5347	5944
现金	776	664	896	1262	营业成本	3607	4159	4706	5230
应收账款	21	45	40	28	营业税金及附加	17	16	18	21
其他应收款	2	3	3	4	营业费用	133	166	176	184
预付账款	135	136	161	176	管理费用	130	166	176	184
存货	609	707	753	837	财务费用	64	56	77	88
其他流动资产	966	1188	1337	1486	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	1978	1962	1927	1901	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	80	113	113
固定资产	1703	1628	1555	1479	营业利润	245	266	304	349
无形资产	219	264	305	348	营业外收入	45	35	40	45
其他非流动资产	57	70	67	74	营业外支出	1	20	25	30
资产总计	4488	4704	5118	5694	利润总额	289	281	319	364
流动负债	537	1175	1133	1217	所得税	58	56	64	73
短期借款	0	400	400	400	净利润	231	224	256	291
应付账款	186	207	235	262	少数股东损益	30	10	15	20
其他流动负债	351	568	498	555	归属母公司净利润	202	214	241	271
非流动负债	1516	870	1070	1270	EBITDA	438	444	508	566
长期借款	670	870	1070	1270	EPS (元)	0.56	0.60	0.67	0.75
其他非流动负债	846	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	2052	2045	2203	2487	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	246	256	271	291	成长能力				
股本	360	360	360	360	营业收入	3.0%	13.2%	12.6%	11.2%
资本公积	436	436	436	436	营业利润	156.3	8.4%	14.6%	14.6%
留存收益	1393	1608	1848	2119	归属于母公司净利润	125.8	6.3%	12.2%	12.7%
归属母公司股东权益	2189	2404	2644	2915	盈利能力				
负债和股东权益	4488	4704	5118	5694	毛利率	14.0%	12.4%	12.0%	12.0%
现金流量表					净利率	4.8%	4.5%	4.5%	4.6%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	9.2%	8.9%	9.1%	9.3%
经营活动现金流	352	97	159	224	ROIC	7.7%	7.5%	8.5%	9.3%
净利润	231	224	256	291	偿债能力				
折旧摊销	129	123	126	129	资产负债率	45.7%	43.5%	43.0%	43.7%
财务费用	64	56	77	88	净负债比率	34.88	70.18	71.21%	71.64
投资损失	0	-80	-113	-113	流动比率	4.68	2.33	2.82	3.12
营运资金变动	-78	-222	-197	-168	速动比率	3.54	1.73	2.15	2.43
其他经营现金流	6	-4	9	-2	营运能力				
投资活动现金流	-240	-19	16	15	总资产周转率	0.98	1.03	1.09	1.10
资本支出	240	50	50	50	应收账款周转率	197	137	118	164
长期投资	0	-2	0	0	应付账款周转率	20.03	21.17	21.29	21.04
其他投资现金流	0	29	66	65	每股指标(元)				
筹资活动现金流	245	-190	57	126	每股收益(最新摊薄)	0.56	0.60	0.67	0.75
短期借款	-170	400	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.27	0.44	0.62
长期借款	-398	200	200	200	每股净资产(最新摊薄)	6.08	6.68	7.35	8.10
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	15.82	14.87	13.26	11.76
其他筹资现金流	813	-790	-143	-74	P/B	1.46	1.33	1.21	1.09
现金净增加额	358	-112	232	366	EV/EBITDA	10	9	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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的相关服务。

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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

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