

海螺型材 (000619) 建材

—完善产能布局, 享受政策红利

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 15.56 元

投资要点:

1. 海螺型材, 作为国内最大的塑料型材生产商, 占有全国 1/3 的市场份额; 同时公司的产能布局合理, 且多为分布在国内的东部较发达地区 (安徽芜湖 34 万吨、广东英德 8 万吨, 河北唐山 12 万吨、浙江宁波 4 万吨)。
2. 2009 年 6 月和 9 月, 公司分别在新疆乌鲁木齐和四川成都进行塑料型材项目投资建设, 新建产能分别为 4 万吨和 8 万吨。其中四川成都项目分两期进行, 1 期 4 万吨预计在 2010 年 3 季度建成投产, 2 期 4 万吨预计在 2011 年底前投产; 另外新疆乌鲁木齐的 4 万吨项目预计将在 2010 年 2 季度末建成投产。目前项目进展顺利。
3. 2009 年, 公司型材产品的综合销量预计为 51 万吨; 预计 2010 年销量将突破 55 万吨, 增 10% 左右。同时, 公司积极调整产品结构, 加大高毛利的彩色型材的销量, 预计 2009 年彩色型材销量达到 5 万吨, 2010 年将超过 8 万吨。
4. 源于国内 PVC 价格的逐步上涨, 公司产品也是渐次提价, 2010 年 1 月公司产品的综合售价就比 2009 年 12 月上涨了 200 元/吨左右。目前公司型材产品的出厂价达到 9300-9500 元/吨。
5. 预计 2009-2011 年, 公司净利润保持持续增长, 预计分别为 2.20、2.63 和 3.36 亿元, 实现增速分别为 205%、19.5% 和 27.8%; EPS 分别为 0.61 元、0.73 元和 0.93 元。
6. 维持公司“推荐”的投资评级。考虑到公司将充分享受“建材下乡”、《皖江规划》, 以及国家对新疆区域的大力扶持所带来的政策红利, 公司未来业绩存在着很大的超预期可能, 对此我们认为给予公司 2010 年 25 倍, 2011 年 20 倍市盈率比较合理, 对应股价为 18.25-18.6 元; 目前公司股价为 15.56 元, 维持公司“推荐”的投资评级。

2010 年 3 月 2 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	15.58/5.87
上证指数/深圳成指	3087.84/12588.26
50 日均成交额(百万元)	154.88
市净率(倍)	3.41
股息率	0.32%

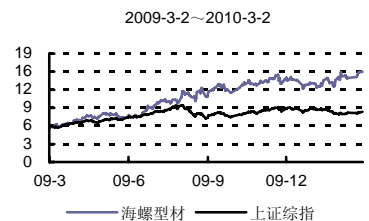
基础数据

流通股(百万股)	360.00
总股本(百万股)	360.00
流通市值(百万元)	5601.60
总市值(百万元)	5601.60
每股净资产(元)	4.56
净资产负债率	54.58%

股东信息

大股东名称	安徽海螺建材股份有限公司
持股比例	32.07%

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券*公司研究*海螺型材: 专业化经营, 铸就公司竞争优势*000619*褚杰》,

联系方式

研究员: 褚杰, 周海鸥
电 话: 021-51097188-1875
电 邮: chujie@gyzq.com.cn
联系人: 赵喜娟
电 话: (86-21) 51097188-1952
电 邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址: 中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

1. 公司近况

2009年，公司型材产品的综合销量预计为51万吨；预计2010年销量将突破55万吨，增10%左右。同时，公司积极调整产品结构，加大高毛利的彩色型材的销量，预计2009年彩色型材销量达到5万吨，2010年将超过8万吨。

2009年6月和9月，公司分别在新疆乌鲁木齐和四川成都进行塑料型材项目投资建设，新建产能分别为4万吨和8万吨。其中四川成都项目分两期进行，1期4万吨预计在2010年3季度建成投产，2期4万吨预计在2011年底前投产；另外新疆乌鲁木齐的4万吨项目预计将在2010年2季度末建成投产。目前项目进展顺利。

2. 产品提价，抵消原材料成本上涨

源于国内PVC价格的逐步上涨，公司产品也是渐次提价，2010年1月公司产品的综合售价就比2009年12月上涨了200元/吨左右。目前公司型材产品的出厂价达到9300-9500元/吨。

我们预计，相比2009年来说，2010年国内PVC的价格要高，但是全年出现大幅上涨的可能性较小，那么企业完全可以通过温和提价的措施来抵消原材料成本的上涨对公司业绩带来的不利影响。

此外，随着四川成都、新疆乌鲁木齐的新建产能的渐次投产，公司在全国的产能分布基本完善，可大幅降低公司在中西部地区产品销售的物流费用，进一步提升公司盈利状况。

3. “建材下乡”，打开公司产品销路

2010年1月31日中央1号文件明确提出：“抓住当前农村建房快速增长和建筑材料供给充裕的时机，把支持农民建房作为扩大内需的重大举措，采取有效措施推动建材下乡，鼓励有条件的地方通过多种形式支持农民依法依规建设自用住房。加强村镇规划，引导农民建设富有地方特点、民族特色、传统风貌的安全节能环保型住房。”

我们认为：“建材下乡”政策对整个建材行业来说，属于整体性利好。除将有效拉动对水泥、玻璃、钢材等基础性建材的需求之外，对具有节能环保效果的新型建材也将会形成实质性利好，扩大相应产品，如塑钢门窗、纸面石膏板等的消费需求。

海螺型材，作为国内最大的塑料型材生产商，占有全国1/3的市场份额；同时公司的产能布局合理，且多为分布在国内的东部较发达地区（安徽芜湖34万吨、广东英德8万吨，河北唐山12万吨、浙江宁波4万吨）。东部区域作为国内的较发达地区，其农村地区具备了整体规划，集中建设安全节能环保型住房的经济基础。

4. 地处皖江，获益匪浅

2010年1月12日，国务院批准实施《皖江城市带承接产业转移示范区规划》；1月22日国新办就安徽省皖江城市带承接产业转移示范区情况举行新闻发布会。《规划》的规划期为2009年至2015年，重大问题展望到2020年。

虽然目前《规划》的具体实施细则还未出台，但已明确表示：原材料产业是重点发展的六大支柱产业之一，要建成国际知名建材基地，支持海螺等骨干企业的发展等。另外，作为承接长三角产业转移示范区，还将直接拉动区域内公司产品的需求。这些对海螺型材来说，都提供了很好的发展契机。

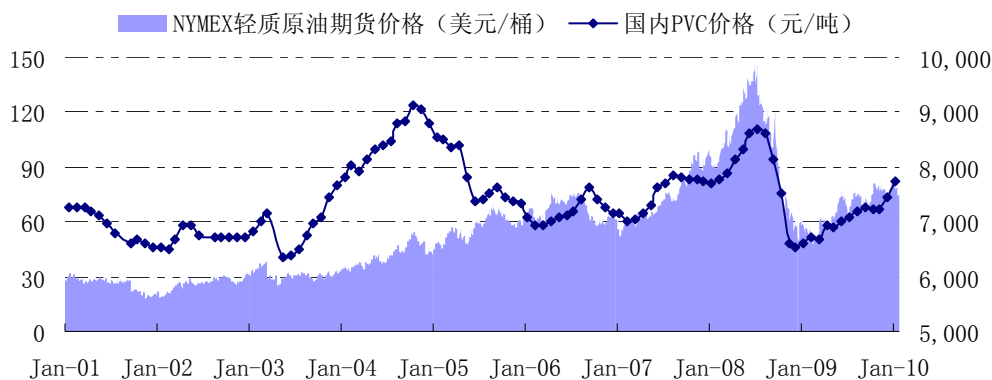
5. 盈利预测

在如表1的假设前提条件下，预计2009-2011年，公司净利润保持持续增长，预计分别为2.20、2.63和3.36亿元，实现增速分别为205%、19.5%和27.8%；EPS分别为0.61元、0.73元和0.93元。

6. 估值建议

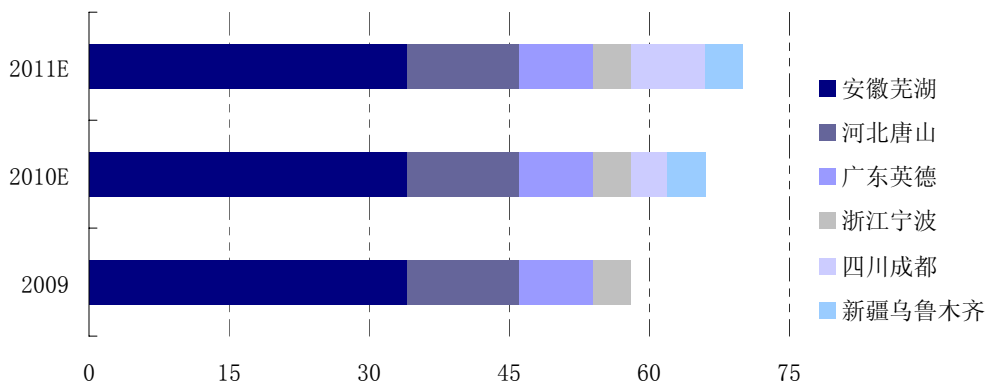
维持公司“推荐”的投资评级。考虑到公司将充分享受“建材下乡”、《皖江规划》，以及国家对新疆区域的大力扶持所带来的政策红利，公司未来业绩存在着很大的超预期可能，对此我们认为给予公司2010年25倍，2011年20倍市盈率比较合理，对应股价为18.25-18.6元；目前公司股价为15.56元，维持公司“推荐”的投资评级。

图 1. PVC 价格和原油价格高度相关



数据来源: CEIC、国元证券研究中心

图 2. 公司产能扩张路线图



数据来源: 国元证券研究中心

表 1. 公司盈利预测主要假设

	2008	2009E	2010E	2011E
PVC 价格 (元/吨)	7,750	6,500	8,000	9,000
产品售价 (元/吨)	8,628	8,800	9,700	10,500
产品销量 (万吨)	50	51	55	58
其中: 彩色型材 (万吨)	0.5	5	8	10
营业收入 (百万元)	4,314	4,523	5,475	6,590
收入增长率	-2.4%	4.8%	21.0%	20.4%
营业成本 (百万元)	3,902	3,917	4,758	5,719
毛利率	9.55%	13.4%	13.1%	13.2%

数据来源: 公司公告、国元证券研究中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1287	1753	1954	2393
现金	354	769	797	1000
应收账款	1	2	3	3
其它应收款	5	6	7	8
预付账款	103	118	143	172
存货	585	626	714	858
其他	240	233	291	353
非流动资产	1477	1538	1693	1786
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1357	1397	1524	1589
无形资产	76	90	98	106
其他	44	52	71	91
资产总计	2764	3291	3647	4179
流动负债	811	1012	1034	1164
短期借款	397	498	550	580
应付账款	174	149	190	229
其他	240	365	294	355
非流动负债	85	185	285	385
长期借款	85	185	285	385
其他	0	0	0	0
负债合计	896	1197	1319	1549
少数股东权益	227	251	277	308
股本	360	360	360	360
资本公积	455	455	455	455
留存收益	826	1029	1237	1506
归属母公司股东权益	1641	1844	2052	2321
负债和股东权益	2764	3291	3647	4179

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	369	424	227	393
净利润	87	244	289	367
折旧摊销	100	86	96	108
财务费用	48	35	46	55
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	129	57	-204	-137
其它	5	1	-0	1
投资活动现金流	-76	-155	-250	-200
资本支出	74	130	240	190
长期投资	0	0	0	0
其他	-1	-25	-10	-10
筹资活动现金流	-142	147	51	9
短期借款	397	101	52	30
长期借款	0	100	100	100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-539	-54	-101	-121
现金净增加额	152	416	28	203

利润表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4314	4523	5475	6590
营业成本	3902	3917	4758	5719
营业税金及附加	11	11	14	16
营业费用	163	190	219	250
管理费用	82	90	99	119
财务费用	48	35	46	55
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	108	279	340	430
营业外收入	7	12	10	12
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	115	290	349	442
所得税	28	46	59	75
净利润	87	244	289	367
少数股东损益	16	23	26	31
归属母公司净利润	72	220	263	336
EBITDA	255	400	482	593
EPS (元)	0.20	0.61	0.73	0.93

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	-2.4%	4.8%	21.0%	20.4%
营业利润	-43.6%	158.9%	21.9%	26.6%
归属于母公司净利润	-34.4%	207.9%	19.4%	27.5%
获利能力				
毛利率	9.5%	13.4%	13.1%	13.2%
净利率	1.7%	4.9%	4.8%	5.1%
ROE	4.4%	12.0%	12.8%	14.5%
ROIC	7.8%	15.7%	16.4%	18.8%
偿债能力				
资产负债率	32.4%	36.4%	36.2%	37.1%
净负债比率	53.81%	57.05%	63.32%	62.28%
流动比率	1.59	1.73	1.89	2.05
速动比率	0.87	1.11	1.20	1.32
营运能力				
总资产周转率	1.54	1.49	1.58	1.68
应收账款周转率	6386	2950	2190	2317
应付账款周转率	24.58	24.22	28.03	27.26
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.61	0.73	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	1.18	0.63	1.09
每股净资产(最新摊薄)	4.56	5.12	5.70	6.45
估值比率				
P/E	56.82	18.45	15.45	12.12
P/B	2.48	2.21	1.98	1.75
EV/EBITDA	17	11	9	7

数据来源: 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn