

2010年4月20日

海螺型材

需应对PVC价格及地产预期不确定性

A
未有评级

000619.SZ-人民币 12.78

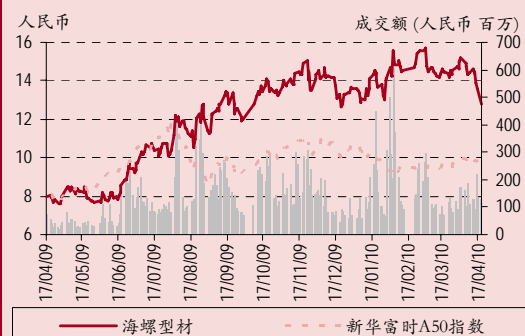
李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(6)	(12)	(12)	60
相对新华富时	8	(7)	(2)	45
A50指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	360
流通股(%)	68
流通股市值(人民币 百万)	3,128
3个月日均交易额(人民币 百万)	169
净负债比率(%)	3.15
主要股东(%)	
安徽海螺建材股份有限公司	32

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

海螺型材占有全国 1/3 的塑料型材市场份额。公司产能布局合理, 多分布东部较发达地区 (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)。公司现有产能利用率在 90% 以上, 新产能集中在成都和新疆, 增量不大。伴随通胀预期及石油价格走高, 成本 PVC 价格走高是大概率事件, 公司 2010 年面临毛利率下行压力。短期内, 地产调控也增加了终端需求的不确定性。

主要发现

- **彩色型材占比提升。**公司产能利用率 2008 年、2009 年低点的时候在 80% 左右, 一般情况下都在 90% 以上。公司 09 年开始彩色型材比例逐步加大, 09 年彩色型材销量 5 万吨, 占总销量的 10%, 10 年预计彩色型材销量 7.5 万吨, 占比提升至 10-15%。
- **新产能投放加快。**新产能的投放上, 成都一期四万吨线今年 10 月份达成, 年内贡献产量接近 1 万吨。成都第二期投产可能在八个月 after。新疆四万吨线今年 7 月份投产, 年内可能新增两万吨销量, 第二期的部署需要看后续市场的需求。
- **PVC 价格走势堪忧。**未来石油价格进入上升通道的概率较大, PVC 价格的关联度也高, 将导致公司的毛利率受到不利影响。公司在市场的控制力较强, 随着 PVC 价格上涨, 公司今年以来已经提价三次, 有一定的转嫁成本能力。
- **其他信息更新。**公司管理思路从强调量向效益转变, 未来进一步做好成本控制, 精细化管理。公司刚刚参加纽伦堡门窗新技术展览会, 塑料型材的占比越来越大, 反映了未来门窗需求的长期趋势。公司业务涉及保障性住房、建材下乡、皖江规划、新疆投资概念。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	4,314	4,046	4,897	5,538	6,756
增长率(%)	(2)	(6)	21	13	22
净利润(百万元)	72	222	259	279	309
增长率(%)	(34)	209	17	8	11
每股收益(元)	0.20	0.62	0.72	0.77	0.86
增长率(%)	(34)	209	17	8	11
市盈率(倍)	64	21	18	17	15
每股经营现金流量(元)	1.03	0.53	-	-	-

资料来源: 公司数据及万得资讯

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

图表 2.09 年业绩摘要

人民币 百万	08	09	同比变化%
营业收入	4,314	4,046	(6)
营业成本	3,902	3,455	(11)
营业税金及附加	11	12	13
销售费用	163	182	12
管理费用	82	76	(8)
财务费用	48	19	(60)
资产减值损失	0	3	N.M
营业利润	108	299	177
营业外收入	7	12	63
营业外支出	0	0	N.M
利润总额	115	310	170
所得税费用	28	59	115
净利润	87	251	188
少数股东损益	16	29	88
归属于母公司所有者的净利润	72	222	209

资料来源：公司数据

生产线投产周期短，门槛不高。近日我们参观了海螺型材芜湖三厂，该厂单体产能 20 万吨，占地 10 万平米，生产线 108 条，全部满负荷运转，为二季度恢复后的需求备货。生产线仅仅每两周停工一天检修。从生产线考察来看，其实设备并不复杂，有一个集中的混料系统，将混合好的料倒入每条生产线的磨具，磨具不大，但是价格不菲，一套小型的磨具价值 20 多万，材料通过磨具挤压成型后，有一个快速冷却系统，看着像热水器的细管构造，只不过里边流动的是冷水，通过快速冷却系统后，型材进入一个高压冷却通道，完成两次冷却后，材料将被打上识别码，覆上保护膜，通过切割机，最后成材由工人套上外包装集中存放。从生产线投资来看，一个 4 万吨的生产线，投资金额两个多亿。一条四万吨的生产线，通常涉及 24 条生产线，每条生产线直接设备投资 100-200 万，混料设备投资 5,000 万，生产线安装人工成本几千万，其他是土地成本和钢结构成本。公司在外建线，每亩地的实际成本在 4-5 万，建线周期一年左右，门槛不高。

公司产能利用率较高，彩色型材占比提升。公司产能利用率2008年、2009年低点的时候在80%左右，一般情况下都在90%以上。产能利用率是用白色型材测算的，实际产能利用率达不到100%。公司的产品线原来是白色型材为主的，从09年开始彩色型材比例逐步加大，09年彩色型材销量5万吨，占总销量的10%，2010年预计彩色型材销量7.5万吨，占比提升至10-15%，彩色型材价格目前每吨在两万元左右。彩色型材中一种是共挤型材，一种是全彩型材。两种售价接近，但是共挤型材的主要原料与白色型材相同，着色剂、添加剂较全彩型材用得少，因此共挤型材的毛利率是最高的。海螺型材的稳定剂、钛白粉、碳酸钙的用量是合规的，因此型材受到太阳照射不发黄，韧性大。而市场上很多海螺型材的仿冒品碳酸钙用量大，钛白粉用量少，质量自然不过关。但是目前来看，一般消费者通过直观考察得出海螺型材真伪是比较困难的。这也是海螺型材销售过程中碰到的一个棘手问题。仿冒或者其他非标产品添加剂不合规主要是因为成本问题，钛白粉每吨需要两万多元，而碳酸钙每吨材1,000多元。

公司营销网络全国超过100处。公司主要服务国内市场，目前市场占有率三分之一。全国直销店一百多个，每个直销点有3-6人的编制，直销点一方面直接接洽工程订单，该类订单在海螺型材销量中的比例为60%；此外直销店也将管理当地的分销商，分销商不再分成很多层级，主要是服务建材市场的零售客户以及门窗装配厂等。直销店和经销商不构成直接竞争的关系。海外目前在中亚、南亚有一定的业务量。

公司型材新产能投放加快。海螺的塑料型材，应该说目前在北方的普及率超过南方。北方对于隔热有更高的要求，在这方面塑料型材远远好于铝合金型材。新产能的投放上，生产线工期一般在一年左右。成都一期四万吨线今年10月份达成，年内贡献产量接近1万吨。成都第二期投产可能在八个月月后。第一期和第二期，其实厂房和土地都是一起部署的，主要是设备配置方面的问题，因此第二期的工期将缩短。新疆四万吨线今年7月份投产，年内可能新增两万吨销量，第二期的部署需要看后续市场的需求。公司产品过去都是走陆路运往内地，过去运往成都的成本每吨600元左右，运往新疆每吨1,000元左右，相信当地产能投放后将降低成本。

竞争对手产能布局。公司在市场中的对手主要是大连实德、中财、金鹏、忠旺，其中忠旺生产工业铝型材为主。自从海螺型材03年销量赶超大连实德后，大连实德似乎无心恋战，销量始终在18-20万吨左右，产能利用率很低，亏本经营持续了多年，相信生产线用地和抵押后融资的考虑，是他们持续亏损经营的主因。大连实德产能有70万吨，主要分布在大连本部、浙江海盐、南昌安义县（10万吨），银川8万吨，实德成都基地（8万吨）。

PVC价格对公司盈利影响大。PVC目前乙烯法的价格在7,500元左右，电石法的会便宜一些。不可否认，未来石油价格进入上升通道的概率较大，PVC价格的关联度也很高，将会导致公司的毛利率受到不利影响。公司在市场的控制力较强，随着PVC价格上涨，公司今年以来已经提价三次，每次200元的幅度，有一定的转嫁成本能力。

公司新产品布局。公司正在考虑退出木皮覆膜产品，会在目前白色或者彩色型材上，面向室内的一侧，覆上木皮，增加产品的质感。附上木皮的产品，售价几乎可以比现在的白色型材翻一倍。公司对该类业务期望很高，考察了落舍镇【免宝宝(002043.SZ/人民币 9.17，未有评级)的注册地，全国最大的木皮交易基地】。公司也在积极拓展发泡板材业务，俗称的PVC门，该门售价800-900元，定位中高端产品。公司的磨具业务主要是公司的配套业务，力图掌握关键技术，减少市场模仿的行为。

其他信息更新。迄今公司累计服务18亿平米的地产，提供了总计300万吨的型材。公司产品主要服务国内中低端建筑。经验判断，窗户面积与建筑面积的关系是1:5的关系，每平米的窗户，海螺白色型材相关产品价格在200元左右，其中白色型材占120元。如果是彩色型材制作的窗户，每平米报价400左右。另外一个可供参考的指标则是，一吨白色型材，可以服务100平米的窗户产品。预计公司今年无再融资计划。同业整合方面，除大连实德是进口设备，其他小厂家国内设备为主，不认为收购竞争对手的设备有很大的必要性。新董事长从强调量转变成为强调效益，这也促使公司进一步做好成本控制，精细化管理。公司原材料囤货会较往年有所增加。国内市场目前塑料型材总产能在350万吨，需求在200万吨，相信未来市场的竞争将越来越残酷。公司刚刚参加了纽伦堡门窗新技术展览会，塑料型材的占比越来越大了，反映了未来门窗需求的长期趋势。公司业务涉及保障性住房、建材下乡、皖江规划、新疆投资概念，但是实际影响尚难量化。

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 2010 年 4 月 16 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，豁免批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。所有本报告期内使用的商标、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。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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、会计或税务建议或任何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。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资者”或“专业投资者”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

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 2010 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