

2010年5月17日

# 海螺型材

## 长期向好，短期成本堪忧

**A**
**未有评级**

000619.SZ-人民币 10.30

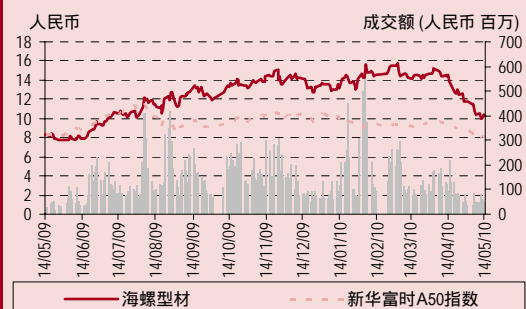
**李攀**

(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(%)	(24)	(29)	(29)	25
相对新华富时A50指数(%)	(2)	(14)	(16)	26

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)	2,516
3个月日均交易额(人民币 百万)	116
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**

海螺型材主要产品包括塑钢门窗异型材、彩色异型材等。目前公司产能为58万吨，产量占我国总产量的近1/3，产能仍稳步扩张，在产品多样化及产业链的延伸上也有所作为，随着国家建筑节能政策的推广以及塑料型材相比于断桥铝合金的成本优势，公司有望在未来进一步扩大销量。但主要原料PVC价格对公司的毛利率仍具有决定性的作用，成本的上升削弱了公司的盈利能力。

### 主要发现

- **产品多样化，业务向上下游延伸**：公司彩色型材的销售预计会在09年5万吨基础上再增加2万吨以上。公司一方面开始进入下游的门窗生产领域，逐步开始做门窗连锁，另一方面公司向上游拓展，开始独立制作塑料型材生产用的添加剂和稳定剂。
- **具有一定的抵御地产调控影响的能力**：公司产品60%是销售给房地产新开工项目，另外40%的使用包括老城区改造和家庭装潢需要等。家装市场存在刚性需求，受经济波动影响小，老城区改造对产品的需要一定程度可以作为新开工降低的补充。
- **建筑节能政策有助于提升产品需求空间**：随着建筑节能政策的逐步推进，不符合节能要求的产品逐渐退出市场，目前塑钢和断桥铝合金成为主要的门窗用料，塑钢门窗相对于断桥铝合金有成本上的优势，海螺型材作为行业龙头将受益于行业需求的扩张。
- **盈利能力受PVC价格影响较大**：2010年以来主要原料PVC价格达到7,300-7,500元/吨，较上年每吨上涨800元左右，公司虽然通过提高价格和改进产品结构减少成本增加带来的冲击，但未能完全摆脱这一影响。

### 图表 1. 投资摘要（市场一致预期）

年结日：12月31日	2008A	2009A	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
市盈率(倍)	54	18	15	14	13
每股经营现金流量(元)	1.03	0.53	0.82	1.05	-

资料来源：公司数据及万得资讯

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;，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 1 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	09 年 1 季度	10 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	762	729	(4.3)
营业成本	(655)	(641)	(2.2)
营业税金及附加	(1)	(0)	(76.7)
销售费用	(41)	(33)	(20.8)
管理费用	(22)	(19)	(10.5)
财务费用	(6)	(5)	(20.7)
资产减值损失	0	0	N.M
公允价值变动	0	0	N.M
投资收益	0	0	N.M
汇兑净收益	0	0	N.M
营业利润	37	32	(15.1)
营业外收入	0	10	N.M
营业外支出	(0)	0	N.M
利润总额	37	42	11.0
所得税费用	(7)	(8)	15.2
净利润	31	34	10.0
少数股东损益	(3)	(4)	56.8
归属于母公司所有者的净利润	28	29	5.4

资料来源：公司数据

## 行业情况

目前中国每年消费塑料型材大约在 180 万吨，从国内的主要生产商来看，海螺型材在销量上是最大的，2009 年的销量超过 50 万吨，主要竞争对手大连实德的销量在 20 万吨左右，实德虽然潜在产能达到 70 万吨左右，但是并没有转化为实际的产量，从行业第三名之后年型材产量均在 10 万吨以下。因此海螺型材属于行业龙头企业。目前，塑料门窗正朝着节能环保、轻质多腔体方向发展。随着建筑节能、低碳经济等理念的深入推广，塑料门窗因其保温、防潮、抗腐蚀、低能耗等特性会有较大的需求提升空间。

## 产能扩张布局合理

公司现有塑料型材年产能 58 万吨，其中芜湖的本部 34 万吨/年，浙江宁波 4 万吨/年，河北唐山 12 万吨/年，广东英德 8 万吨/年。2009 年公司开始了在新疆、四川的战略布局，新疆乌鲁木齐 4 万吨/年的生产线将会在今年的 7 月投产；成都一期的 4 万吨/年生产线将会在今年 10 月投产，成都二期 4 万吨/年生产线预计会在 2011 年的第二季度末开始投产。届时公司将完成在西南西北的产能布局，公司目前在川渝两地型材总销量在 2 万吨左右，在新疆销售 1 万吨左右，通过新疆向中亚地区出口 1 万吨左右。现有产品运送到四川和新疆大概分别有 600 元和 900 元的运输成本，新产能布局完成后，运输成本会有较大幅度的降低，同时可以向周围地区渗透扩大产品的销售范围，预期成都地区生产线建成后逐步打开云南的市场。新疆当地的消费量在 5 万吨作用，通过运输成本的降低会提高在当地的市场份额，四川也处于类似的状况。

## 产品多样化，业务向上下游延伸

公司逐渐加大高毛利率产品彩色型材的比重，彩色型材的毛利率将近普通白色型材的二倍，08 年彩色型材的销量大约是 3 万吨，09 年开始彩色型材销量达到 5 万吨，预计 2010 年彩色型材销量会在 7 万吨以上，普通白色型材目前售价在 9,400 元/吨，彩色型材的价格会比普通型材高 20% 左右，更高档次的双面覆膜彩色型材会达到 20,000 元/吨，而彩色型材的成本相对于普通白色型材的增加并不多，一般是在白色型材的基础上添加一些色母料。另外公司目前逐步开始探索生产其他类型的塑料建材，公司的规划是到 2012 年达到 80 万吨产能，2014 年达到 100 万吨产能。除了 80 万吨的塑料型材以外，还做塑料板材、塑料管材，还要做一些特殊用途的塑料异型材。目前已经开始投产发泡板 6 条生产线，可以做门板和家具。同时已经具备生产户外栅栏、卷帘窗、百叶窗、地脚线、顶脚线等生产工艺，预计在未来会逐渐的扩大在这方面的生产能力。

公司在丰富产品线的同时注重对上下游产业链的控制，一方面逐步开始进入下游的门窗生产领域，已经建立几个门窗厂，开始时用作客户培训，逐步开始做门窗连锁，公司已经开始在两个省会城市开门窗店，逐步做大门窗厂。另一方面公司向上游拓展，开始独立制作塑料的添加剂和稳定剂，去年生产了五千吨。公司也加强了配套的磨具业务开发。

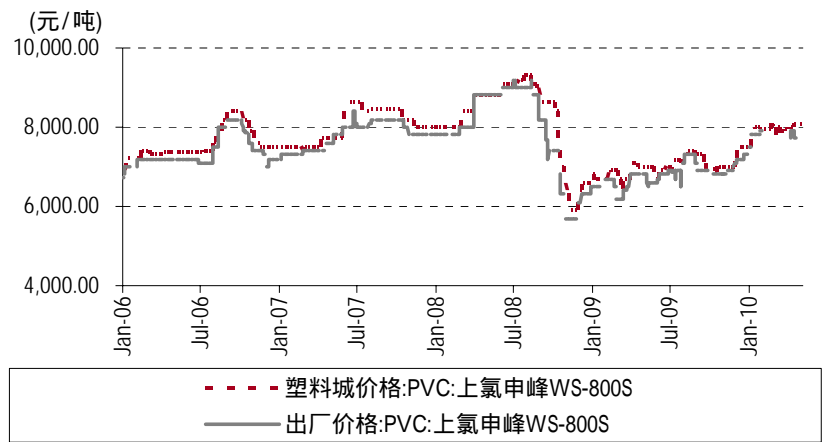
## 具有一定的抵御地产调控影响的能力

塑料型材用作门窗材料，其需求量不可避免受到房地产行业景气度的影响。但就海螺型材来说房地产调控对塑料型材的销售影响存在一定的缓冲：公司产品 60%是销售给房地产新开工项目，另外 40%的使用包括老城区改造和家庭装潢需要等。家装市场存在刚性需求，受经济波动影响小，市场销量稳中有升。而且老城区改造对产品的需要一定程度可以作为新开工降低的补充，当新开工不景气时，往往老城区改造会带来更多的销量。从塑料型材的销量来看，07 年销售量 52 万吨，08 年销售 49.5 万吨，09 年 51 万吨。2010 年 1 季度接近 10 万吨，与 09 年同期基本持平。因此总体来说，公司产品的销售会受房地产调控的影响，但是存在一定的缓冲区。公司今年 4、5 月份稍微销量同比略有降低，部分是受今年北方气候比往年寒冷的影响。从今年的销售来看，彩色塑钢的销售比重有所上升。

## 毛利率受 PVC 价格影响较大

从塑料型材成本结构来看，原材料占成本的 90%，人工和折旧各占 5%。从生产原料看，100 吨型材需要用 PVC75 吨，需要近 5 吨钛白粉和 5 吨稳定剂、10 吨的碳酸钙以及 5 吨其他原料。从原材料的价格来看，PVC 近些年来波动较大；钛白粉在 20,000 元/吨左右的水平，全部来自进口，从国际上看略有涨价趋势，但是因为人民币升值和公司作为重要的战略客户，钛白粉的成本一直比较稳定；碳酸钙国内产量丰富，价格也只有 800-1,000 元/吨，所以影响原材料成本的主要因素是 PVC 的价格走势。PVC 是市场化很强的产品，其价格走势主要受原油价格的影响。目前从采购来源看，国内 PVC 占比达到 80-90%，今年以来价格在 7,300-7,500 元/吨，而 2009 年 PVC 的价格仅有 6,500 元/吨左右，公司向下游的转嫁了一部分成本，销售价格平均每吨上升近 600 元，但是 2010 年 1 季度毛利率受此影响仍有所下降，预期公司未来将通过产品结构的调整进一步弥补成本上升的不利影响。

图表 3. PVC 价格走势



资料来源：万得资讯

### 建筑节能政策有助于提升产品需求空间

2010年5月，国务院公布《关于进一步加大工作力度确保“十一五”节能减排目标的通知》，确保“十一五”实现单位GDP能耗降低20%左右的目标，到今年底，全国城镇新建建筑执行节能强制性标准的比例达到95%以上。国家建筑节能政策对门窗做了要求，各地开始逐渐重视，江苏和北京执行力度很大，相应的江苏和北京的产品结构调整发展很快，公司的产品销售量也同步上升，从设计方面，要求节能标准达到一定指标，规定了可用材料，从老城区改造看新疆很明显，老房子改造政府补贴，推动了该地的发展也带动了产品的需求。国家住房建设委员会注重推广节能门窗，普通铝合金已经被禁止使用，只准使用塑钢门窗和断桥铝合金。断桥铝合金的两面是铝合金，中间是塑料，断桥铝合金要达到塑钢的同样效果，成本是塑钢窗的2-2.5倍。塑钢门窗除了不能作为建筑框架以外相比于断桥铝合金并没有其他性能上的劣势。售价在5,000元/平方米以上的商业楼盘使用断桥铝合金尚可，在5,000元以下因为成本过高很难使用，因此塑钢门窗具有较明显的成本优势。建筑方面对塑钢和铝合金的选择受消费习惯、地方保护和行业误导的影响。北方塑钢窗使用较多，南方尤其是广东地区是铝合金的生产基地并且当地居民较习惯使用铝合金，另外有误解认为铝合金抗风压要好些，但是实际并不见得。塑钢门窗的寿命可以保证50年，铝合金可能受氧化性影响而差些，在沿海风大的情况下气密性方面塑钢也有优势。鉴于塑钢门窗的产品优势，随着建筑节能政策的推广，作为行业龙头的海螺型材将受益需求的增加。

## 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(iii)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。中银国际集团涉及以下上市法团证券的做市活动：工商银行。

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5月13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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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。除非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(“上市集团”)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。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

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