

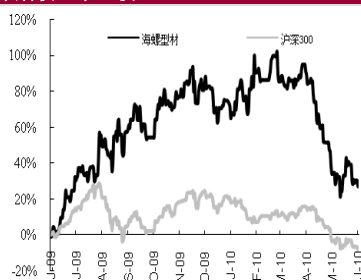


建材
Construction material

2010年6月8日

市场数据	2009年6月7日
当前价格(元)	9.89
52周价格区间(元)	7.60-16.05
总市值(百万)	3560
流通市值(百万)	3560
总股本(万股)	36000
流通股(万股)	36000
日均成交额(百万)	94
近一月换手(%)	40.44
第一大股东	安徽海螺建材股份有限公司
公司网址	profile.conch.cn

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
海螺型材	-5.3%	-32.7%	26.8%
沪深300	-5.0%	-18.5%	-8.3%

相关报告

2009.6.10《海螺型材调研简报》

王昕

+86 755 21515547

Wangxin2@jyzq.cn

海螺型材(000619)跟踪调研

——探索新的发展之路

评级: 增持

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4419	4314	4046	5090	5567
同比(%)	11%	-2%	-6%	26%	9%
归属于母公司的净利润(百万元)	109	72	222	230	278
同比(%)	-22%	-34%	209%	4%	21%
毛利率(%)	10.08%	9.55%	14.61%	13.20%	13.50%
每股收益(元)	0.30	0.20	0.62	0.64	0.77
PE	32.61	49.73	16.07	15.51	12.78

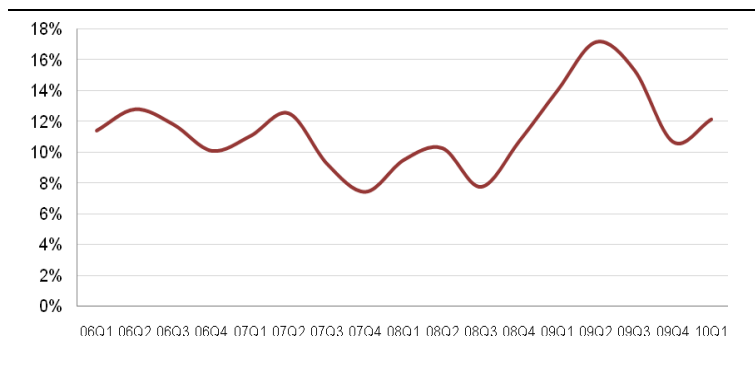
数据来源: 金元证券研究所

投资要点:

- 公司生产基本稳定, 价格提升导致一季度毛利率环比提高。年初以来, 受到极端天气的影响, 各地施工量减少致使型材需求量有所下降。公司生产基本保持稳定, 前五个月累计产量较去年同期减少1万吨左右。今年随着PVC价格的上升, 公司根据市场情况对产品价格进行了调整, 目前已累计提价600元/吨, 产品均价9400-9500元/吨。一季度毛利率环比提高1.46个百分点, 但仍低于去年同期1.89个百分点。
- 新建生产线将于下半年投产, 全年产量将比去年略有提高。公司去年新建的新疆及成都项目生产线将于今年7月份及10月份投产, 届时将新增型材产能6万吨, 门窗产能2万吨。产能完全发挥则要到2011年。
- 积极探索实践, 寻求新的发展。总体而言, 型材行业进入门槛不高, 行业竞争激烈, 毛利率相对维持在较低的水平。公司现金流充沛, 未来将通过不断提升彩色型材比例、开发新产品、延伸上下游产业、进一步完善产业布局等手段努力提高企业的盈利水平。这些手段在今年未必能见到效果, 但对于企业的长远发展是有利的。
- 我们预计公司2010-2011年EPS分别为0.64元, 0.77元。对应6月7日收盘价动态市盈率分别为15.5倍和12.8倍, 略低于目前SW建筑材料板块整体估值水平, 公司作为国内塑料型材行业龙头企业, 值得长期关注。维持“增持”评级, 目标价11元。

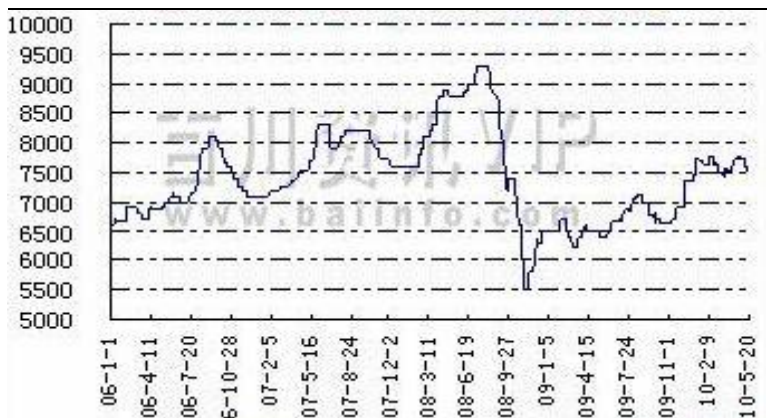
- **公司生产保持稳定，产量略低于去年同期。**年初以来，全国各地极端天气不断。北方冰雪灾害、西南旱灾、南方强降雨等等天气现象使工程项目施工受到一定影响，型材使用量有所下降。公司生产基本保持了稳定，但总产量略低于去年水平。1-5月，公司累计总产量较去年同期减少1万吨左右，5月份单月销量约4.5万吨，较去年同期减少10%。
- **产品价格提升致一季度毛利率环比提高。**公司产品的原材料构成中70%以上为PVC，PVC作为一种化工材料，其价格受国际油价波动影响较大，伴随着PVC价格的波动，公司的毛利率呈现出周期性波动的特征。去年10月份以来，随着国际油价的上涨，PVC价格随之上涨，公司毛利率呈现环比下降趋势。今年以来，公司根据市场情况，对产品价格进行了调整，目前已累计提价600元/吨，产品均价9400-9500元/吨。一季度毛利率环比提高1.46个百分点，但仍低于去年同期1.89个百分点。

图表1 公司单季度毛利率



数据来源: Wind 资讯

图表2 国内华东乙烯法PVC价格走势



数据来源: 百川资讯

- **新建生产线将于下半年陆续投产，全年产量有望持平并略有提高。**公司于去年6月份和9月份公告建设的新疆及成都项目生产线将于今年7月份及10月份投产，届时将新增型材产能6万吨，门窗产能2万吨。产能完全发挥则要到2011年。总体而言，公司生产具有一定的季节性特征，一季度是相对淡季，三、四季度为旺季。今年的新增产能对今年的总产能提高不会有太大的贡献，但基本将使今年的总产量保持与去年持平并略有提高。

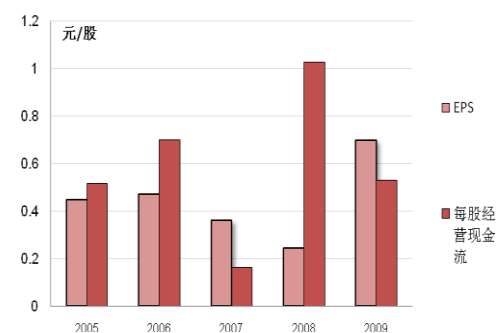
图表3 公司产能分布情况

序号	生产基地	产能(万吨)	持股比例
1	公司本部-芜湖	34	
2	宁波海螺	4	60%
3	英德海螺	8	95%
4	唐山海螺	12	60%
5	新疆海螺	4	90%
6	成都海螺	4	90%
合计		66	

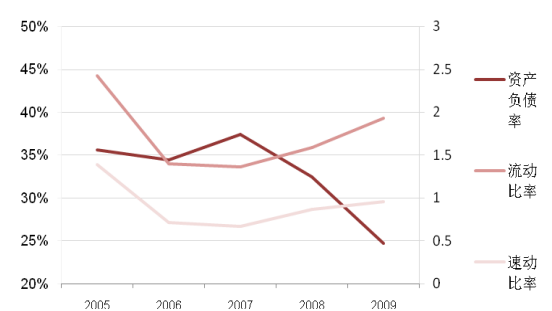
数据来源：金元证券研究所整理

- **型材行业龙头企业，转变思路谋求发展。**公司是国内型材行业的龙头企业，产销量占据了国内约1/3的市场份额，公司具有突出的规模、品牌、质量及管理优势，公司产品在市场上享有良好的口碑及声誉。近五年来公司财务运行稳健，严格的贷款回收制度使得公司的现金流非常充沛，资产负债率逐年下降。公司稳健的财务管理给人留下了深刻的印象，但同时也存在财务杠杆偏低、进取性不足的问题。

图表4 公司每股收益及每股经营现金流对比

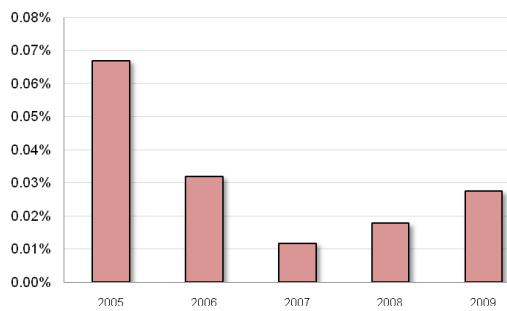


图表5 公司偿债能力良好

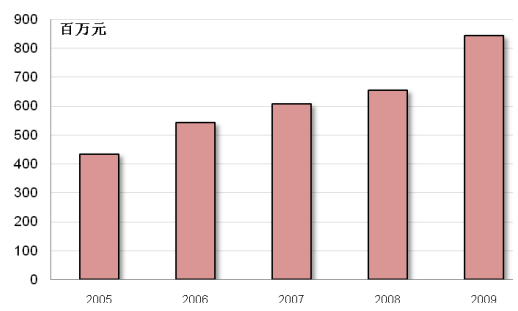


数据来源：Wind 资讯

图表 6 公司应收账款占营业收入比例极低



图表 7 公司未分配利润逐年增加



数据来源: Wind 资讯

由于塑料型材行业技术及资金门槛相对较低,市场竞争较为激烈,同时假冒伪劣产品大量存在,使得行业整体盈利能力受到影响。型材产品作为一种靠近消费终端的产品,其价格的提升也较为困难。公司作为行业龙头企业,需要维护国内型材行业的良性格局,因此低毛利率仍将伴随公司较长时间的发展。

但我们同时也了解到,公司为了改变产品较单一、毛利率提升空间不大的局面,在以下方面正在积极探索和实践:

- **进一步提升彩色型材的产品比例。**彩色型材外形美观,可以满足消费者的个性化需求,改变了塑钢型材的传统形象。同时,与白色型材相比,彩色型材具有更好的抗老化性能。彩色塑钢型材的出现,打破了之前高档彩色铝合金型材独占市场的局面。彩色型材每吨价格要高于白色型材 2000 元左右,毛利率则接近白色型材的两倍。因此提高彩色型材的产量将使公司整体毛利率得到提升。2009 年公司彩色型材产量为 5 万吨,今年计划将产量提升到 7-7.5 万吨,产品占比提升到接近 15%。而公司长期规划中将彩色型材的产能提高到总产能的 30% 左右。
- **继续研发投入,改善上游成本及加快新产品开发。**目前公司每年研发投入 2—3 千万元。一方面用于公司塑料研究所开发生产所需的稳定剂、改性剂等产品,同时规划研发生产其他原料,优化产品配方,以改善产品原料外购成本。公司与奥地利泰森公司合资组建的泰森挤出装备有限公司,主要研发生产公司自用的模具。该公司于 2008 年年底正式投产,目前可年产模具 200 套左右,远期规划产能为 400 套/年。模具是型材生产过程中的核心装备,之前公司的模具都是通

过国外采购。泰森公司的投产加强了公司的模具保障供应能力，一定程度上可以防止公司产品被大量仿制，提升了产品的质量门槛，每年可节省模具采购费用2—3千万元。

除了投入研发改进上游的原材料及模具外，公司今年还将积极开发新的型材产品，如正在研发中的木皮覆膜型材，即在型材的一面覆盖上木皮，从而增加产品的质感和美观程度，该产品价格可比目前的型材产品高约一倍。此外公司也在积极发展PVC生态门产品。

- **择机进一步完善产业布局。**目前公司主要有芜湖、英德、唐山、宁波、新疆（在建）、成都（在建）等六个基地，基本辐射了华东、华南、华北、西北、西南等区域，今年下半年新疆和成都基地投产后，将会降低公司的物流成本，如目前新疆区域的产品均由芜湖基地运送，每吨的运费在800—1000元。未来公司将择机进一步完善市场布局，布局的完善一方面使公司的物流成本下降，另一方面将会形成以基地为中心的辐射销售。
- **拓展下游门窗市场。**公司传统的销售模式是通过直销及分销的模式在各地进行工程订单承接以及在建材批发市场进行销售，公司所销售的都是型材产品而不是最终消费者所使用的门窗产品。由于型材市场鱼龙混杂，假冒伪劣产品较多，最终消费者往往难以正确选择，这在一定程度上降低了公司的知名度，影响了公司的销售。公司在今年逐步进入下游的门窗市场，在渠道的选择上也更加贴近下游的最终用户，目前已在昆明华洋家居广场和贵阳红星美凯龙国际家居广场建立了两个精品门窗展示中心，未来计划在省会城市逐步进行推广，通过在当地建立门窗厂或委托当地经认证的门窗厂生产优质的型材门窗。向下游的拓展将使公司由单纯的生产制造型企业向生产制造及服务型企业转型。我们认为，在短期内向下游拓展的效果尚难以显现，长期来看，在家居卖场建立展示中心将有利于公司的品牌形象推广和提升，有助于公司产品进入家装市场。
- **公司将受益于节能环保政策及保障房建设。**目前能耗的三大方面主要是建筑能耗、工业能耗和交通能耗，我国目前每年竣工建筑面积约为20亿平方米，建筑能耗占总能耗的30%左右。在建筑

外围护结构中，门窗面积占 25%-30%，而门窗的热损失占总热损失的 40%-50%，因此减少门窗的热损失对于降低能耗具有重要的意义。从塑钢与铝合金材料的对比来看，塑钢与铝合金的导热系数之比为 1: 1500，塑钢门窗具有隔热隔音效果好、抗腐蚀、水密性好等特点，且价格优于铝合金。推广使用塑钢门窗对于促进全社会的节能环保具有重要意义。

根据 2010 年政府工作报告，中央财政拟安排保障性住房专项补助资金 632 亿元，建设保障性住房 300 万套，各类棚户区改造住房 280 万套。由于保障性住房的成本约束，性价比高的塑钢型材将成为门窗首选材料。按照一般计算，建筑物中的门窗造价与建筑造价的比例 1: 10 左右比较合理，目前保障性住房均价在 2000 元/平米左右，塑钢型材的价格则在 200-300 元/平米左右，符合保障性住房的成本约束要求，未来随着保障性住房建设的逐步展开，对塑钢型材的需求也将随之增加。

■ 盈利预测及评级

关键假设：

- 公司今年的产量与去年持平并略有提高，2011 年由于新疆及成都基地产能释放，产量在 2010 年的基础上增加。
- 在通胀预期下，国际油价有望走高，导致乙烯法制造的 PVC 价格上涨，在煤价上涨的预期下，电石法的 PVC 价格也有望上涨。假设今年毛利率较去年下降 0.8 个百分点。明年在新产品比例增加的情况下毛利率略有提高。
- 公司根据成本变化情况适时调整产品价格。
- 按此假设，我们预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.64 元, 0.77 元。对应 6 月 7 日收盘价动态市盈率分别为 15.5 倍和 12.8 倍，略低于目前 SW 建筑材料板块整体估值水平，公司作为国内塑料型材行业龙头企业，值得长期关注。维持“增持”评级，目标价 11 元。

图表 8 预测利润表 单位: 百万元

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	4419.33	4314.33	4045.63	5090.10	5566.68
减: 营业成本	3973.89	3902.35	3454.58	4418.21	4815.18
营业税金及附加	9.31	10.98	12.40	13.23	15.03
营业费用	160.82	163.13	182.44	218.87	233.80
管理费用	59.02	82.29	75.80	111.98	116.90
财务费用	25.25	47.59	18.95	6.71	-3.79
资产减值损失	0.14	0.24	3.41	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.80	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	190.90	107.75	298.85	321.09	389.56
加: 其他非经营损益	4.63	7.19	11.60	0.00	0.00
利润总额	195.53	114.94	310.46	321.09	389.56
减: 所得税	66.05	27.65	59.47	61.01	74.02
净利润	129.48	87.29	250.99	260.08	315.54
减: 少数股东损益	20.31	15.69	29.47	30.54	37.05
归属母公司股东净利润	109.17	71.60	221.51	229.54	278.49
每股收益	0.30	0.20	0.62	0.64	0.77

- **风险提示:** PVC 价格大幅波动的风险; 房地产市场调控风险; 公司生产线建设进度及新产品进度低于预期。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.