



短期业绩承压，成长趋势未变

增持维持

投资要点:

- 成本上升压力未能顺利传导，中期业绩同比下降 18.0%
- 公司持续稳步发展的趋势并未改变

报告摘要:

- 公司上半年业绩同比下降 18.0%。上半年，公司实现营业收入 17.95 亿元，同比减少了 8.3%；实现净利润 0.97 亿元，同比减少 18.0%，实现每股收益为 0.27 元。
- 需求下滑、成本上升，是公司业绩下降的主要原因。房地产行业的政策调控给公司产品销售带来了不利影响，而恶劣天气较多也给公司产品销售造成了一定的困难。公司主导产品白色 PVC 型材销量下滑。上半年 PVC 价格同比回升约 15%，给公司带来了明显的产品成本上升压力，由于提价幅度未能覆盖成本涨幅，公司型材产品毛利率同比下降 4.07 个百分点至 11.80%，直接导致了公司盈利水平的下降。
- 公司管理水平依然出色，持续稳步发展的趋势并未改变。上半年公司费用率控制良好，期间费用率为 5.72%，同比下降 2 个百分点，通过内部的精细化运营消化了相当一部分成本上升压力。公司继续推进产品结构调整，加大彩色型材产销力度，上半年彩色型材销量、所占比例都有所增加，并继续推进大彩色型材、覆膜型材、生态门等新产品推广。新项目建设方面，新疆首期 2 万吨 PVC 项目已经投入试生产，成都项目预计 10 月份试生产，公司的产能布局更加完善。公司管理水平出色、产销规模领先、债务风险低（负债率不到 33%），将是塑料型材行业中最最终的胜出者。
- 盈利预测与评级。下游房地产领域调控政策预计仍将持续，而农村市场的开发、培养仍需观察，我们下调了公司的盈利预测，预计 2010~2012 年 EPS 分别为 0.55、0.71、0.85 元，维持增持评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	4,314	4,046	4,251	4,887	5,618
同比增长率	-2%	-6%	5%	15%	15%
净利润	72	222	199	255	307
同比增长率	-34%	209%	-10%	28%	20%
每股收益(元)	0.20	0.62	0.55	0.71	0.85
净资产收益率	4.4%	12.0%	9.6%	10.8%	11.3%

分析师

刘书臻

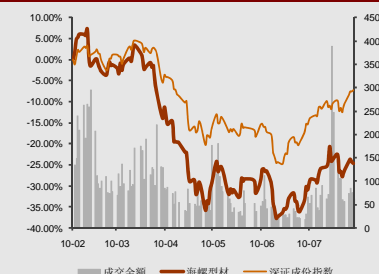
电话: 010-88085969

Email: liushuzhen@hysec.com

公司数据

总股本(万股)	36000
流通股(万股)	36000
每股净资产	5.12
主要股东	安徽海螺建材股份有限公司
主要股东持股比例	32.07%

市场表现



相关研究

财务报表预测

利润表						百万元
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
主营业务收入	4314	4046	4251	4887	5618	
主营业务税金	11	12	13	15	17	
营业成本	3902	3455	3743	4270	4909	
销售费用	163	182	157	181	197	
管理费用	82	76	58	67	67	
财务费用	48	19	12	7	8	
营业外净收入	7	9	15	15	15	
利润总额	115	310	282	362	435	
所得税	28	59	56	72	87	
净利润	87	251	226	289	348	
少数股东损益	16	29	27	34	41	
母公司所有者净利润	71.6	221.5	199	255	307	
现金流量表						百万元
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
净利润			226	289	348	
-营业外净收入			15	15	15	
+折旧与摊销			115	114	112	
-财务费用			12	7	8	
+营运资金减少			7	(116)	(132)	
经营现金流	369	191	371	314	361	
营业外净收入			15	15	15	
资本性支出			(127)	(80)	(59)	
长期股权投资减少			0	0	0	
投资现金流	(76)	(89)	(112)	(65)	(44)	
借款增加			(185)	74	37	
财务费用			(12)	(7)	(8)	
吸收到的股权投资			31	35	39	
其他			(27)	(34)	(41)	
融资现金流	(142)	(158)	(192)	68	27	
净现金流	152	(57)	67	317	344	

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主要运营指标					
ROE	4.4%	12.0%	9.6%	10.8%	11.3%
资产负债率	32.4%	24.7%	19.5%	20.5%	20.4%
EBIT 利息保障倍数	3.4	17.4	25.2	50.6	56.3
毛利率	9.5%	14.6%	11.9%	12.6%	12.6%
期间费用率	6.8%	6.9%	5.3%	5.2%	4.8%
净利率	1.7%	5.5%	4.7%	5.2%	5.5%
存货周转率	6.2	5.5	5.4	5.6	5.6
固定资产周转率	3.2	3.0	3.2	3.7	4.4

资产负债表						百万元
资产	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
货币资金	354	289	356	672	1016	
应收账款与票据	241	240	255	293	337	
其他应收款	5	2	2	2	2	
预付账款	103	126	137	156	179	
存货	585	674	708	814	936	
其他流动资产	0	0	0	0		
流动资产合计	1287	1331	1457	1937	2470	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产净值	1357	1351	1345	1316	1284	
在建工程与物资	41	14	29	22	0	
无形资产与待摊费用	78	95	97	98	99	
其他非流动资产	2	1	2	2	2	
非流动资产合计	1477	1461	1473	1438	1385	
资产总计	2764	2792	2930	3376	3855	
负债与股东权益						
短期借款	397	355	170	244	281	
应付账款与票据	301	227	246	281	323	
预收款项	44	37	85	98	112	
其他流动负债	69	70	70	70	70	
流动负债合计	811	690	572	693	787	
长期借款	85	0	0	0	0	
其他非流动负债	0	0	0	0	0	
非流动负债合计	85	0	0	0	0	
负债合计	896	690	572	693	787	
股本	360	360	360	360	360	
留存收益	1281	1485	1710	2000	2348	
母公司股东权益	1641	1845	2070	2360	2708	
少数股东权益	227	257	288	322	361	
股东权益合计	1869	2102	2358	2682	3068	
负债和权益合计	2764	2792	2930	3376	3855	

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股指标					
每股收益	0.20	0.62	0.55	0.71	0.85
每股经营现金流	1.03	0.53	1.03	0.87	1.00
每股净资产	4.56	5.12	5.75	6.55	8.52
估值指标					
PE			19.8	15.5	12.9
PB			1.91	1.67	1.29
EV/EBITDA			9.22	7.29	5.80

分析师简介:

刘书臻: 宏源证券研究所建材行业研究员, 北京大学理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 冀东水泥、祁连山、国统股份、青松建化、天山股份、海螺型材、濮耐股份等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。