

## 其他建材



王金祥

建材行业研究员

021-38565931

wangjx@xyzq.com.cn

## 海螺型材 (000619)

## 公司将迎来业绩拐点

中性 (维持)

## 市场数据

| 报告日期        | 2009-3-25 |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元)      | 6.70      |
| 52周最高/最低(元) | 8.88/3.07 |
| 总股本(百万股)    | 360.00    |
| 流通股本(百万股)   | 360.00    |
| 总市值(百万元)    | 2412.00   |
| 流通市值(百万元)   | 2412.00   |
| 每股净资产(元)    | 4.51      |

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2008   | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 4314   | 4064  | 4506  | 4963  |
| 同比增长(%)    | -2.4%  | -5.8% | 10.9% | 10.1% |
| 净利润(百万元)   | 72     | 107   | 144   | 183   |
| 同比增长(%)    | -34.4% | 50.0% | 33.6% | 27.7% |
| 毛利率(%)     | 9.5%   | 10.9% | 11.6% | 12.2% |
| 净利率(%)     | 1.7%   | 2.6%  | 3.2%  | 3.7%  |
| 每股收益(元)    | 0.20   | 0.30  | 0.40  | 0.51  |
| 每股经营现金流(元) | 1.03   | 0.43  | 0.44  | 0.77  |

## 股价走势



## 投资要点

## 事件:

2008 年实现营业收入 43.14 亿元, 同比下降 2.38%; 实现净利润 7160 万元, 同比下降 34.41%, 实现全面摊薄 EPS 为 0.20 元, ROE 为 4.36%; 分配方案: 每 10 股派现金红利 0.5 元 (含税)。

## 点评:

- 公司全年业绩与我们预期的一致。主要是公司四季度业绩与我们判断一致, 符合我们前期分析的公司经营最困难时期已过的判断, 由于 PVC 价格高位回落, 公司四季度经营压力有所缓解, 业绩出现环比回升。
- 公司业绩同比大幅度下滑的主要原因: (1) 受地产低迷影响, 公司销量同比萎缩约 4.6%, 使得公司营业收入同比下降 2.4%; (2) 受 PVC 价格大幅上涨影响, 公司综合毛利率同比下滑 0.5 个百分点; (3) 期间费用出现较大幅度增长, 由于短期融资券到期归还新增借款, 贷款利率同比短期融资券利率上升, 使得财务费用同比增长 88.48%, 同时员工工资及福利的增长, 也使得管理费用同比增长 39.44%。
- 所得税下调一定程度减缓公司业绩下滑。公司 08 年所得税费用同比下降 58%, 一定程度减缓公司业绩的下滑, 公司所得税下调: 一方面, 公司本部被评为高新技术企业, 所得税率从 33% 下调至 15%; 另一方面, 两税合并因素使其它子公司所得税率从 33% 下调到 25%。

## 相关报告

● 对公司 2009 年经营的展望：房地产低迷 P.K 生产成本下降

✓ 房地产低迷对需求构成负面影响，公司产能储备满足未来 3 年需求。从公司 08 年上、下半年的销售情况来看，公司上半年销量还是增长的，销量同比增长约 5%，房地产低迷在三季度开始显现，公司下半年销量则同比下降约 13%；公司目前产能储备约 58 万吨（如表 1），由于受地产低迷影响，公司产能可以满足未来 3 年需求，我们预计公司 09-11 年的销量分别为 49 万吨、53 万吨、57 万吨。

表 1：公司扩产计划及销量预测

|      | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|------|------|------|------|------|
| 安徽芜湖 | 28   | 28   | 34   | 34   |
| 浙江宁波 | 4    | 4    | 4    | 4    |
| 河北唐山 | 8    | 8    | 12   | 12   |
| 广东英德 | 8    | 8    | 8    | 8    |
| 产能合计 | 48   | 48   | 58   | 58   |

资料来源：兴业证券研发中心

注：公司芜湖扩产 6 万吨、唐山扩产 4 万吨于 07 年二季度投产，之后公司就没有再进行产能扩张

✓ PVC 价格下降对公司经营构成正面影响。公司 07-08 年业绩已经连续两年下降，主要是由于公司经营上一直受到 PVC 价格高位运行的影响，PVC 价格自 08 年 3 季度创出 9000 元/吨（含税）的新高后，目前 PVC 价格在 6200-6300 元/吨徘徊，我们预计 09 年全年 PVC 均价同比下降 15% 左右是可期的，由此导致公司成本有望下降 10% 左右。

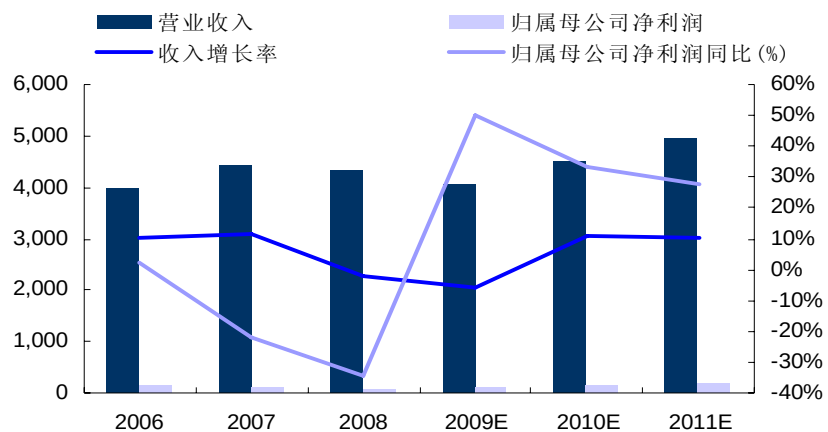
图 1：2005 年以来乙烯法 PVC 价格走势



数据来源：兴业证券研发中心

● 维持公司“中性”评级。公司经过连续两年的业绩下滑，公司 09 年将迎来业绩拐点，根据我们的测算，我们上调公司 09-11 年的 EPS 至 0.30 元、0.40 元、0.51 元，公司 09 年动态 PE 在 22 倍左右，估值上已经没有吸引力，维持公司“中性”评级。

图 2: 公司营业收入及净利润历史情况及预测



数据来源: 兴业证券研发中心

表 2: 海螺型材分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

| 主要数据  | 08-1Q | 08-2Q | 08-3Q | 08-4Q | QOQ    | 2007  | 2008  | YOY    | 说明               |
|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|------------------|
| 营业收入  | 896   | 1340  | 1122  | 956   | -14.8% | 4419  | 4314  | -2.4%  | 销量同比有所萎缩         |
| 营业成本  | 811   | 1202  | 1035  | 854   | -17.5% | 3974  | 3902  | -1.8%  |                  |
| 毛利    | 85    | 137   | 87    | 102   | 17.8%  | 445   | 412   | -7.5%  | PVC 价格上涨压制毛利     |
| 销售费用  | 35    | 48    | 41    | 40    | -2.4%  | 161   | 163   | 1.4%   |                  |
| 管理费用  | 17    | 22    | 20    | 23    | 12.9%  | 59    | 82    | 39.4%  | 员工工资及福利的提高       |
| 财务费用  | 9     | 12    | 14    | 12    | -13.9% | 25    | 48    | 88.5%  |                  |
| 资产减值  | 0     | 0     | 0     | 0     |        | 0     | 0     | 69.7%  | 借短贷偿还融资券, 贷款利率提升 |
| 公允价值  | 0     | 0     | 0     | 0     |        | 0     | 0     |        |                  |
| 营业利润  | 0     | 0     | 0     | 0     |        | 0     | 0     |        |                  |
| 投资收益  | 25    | 54    | 7     | 22    | 192.2% | 191   | 108   | -43.6% |                  |
| 利润总额  | 25    | 56    | 12    | 22    | 74.2%  | 196   | 115   | -41.2% |                  |
| 净利润   | 16    | 32    | 8     | 16    | 112.4% | 109   | 72    | -34.4% |                  |
| EPS   | 0.044 | 0.090 | 0.021 | 0.045 | 112.4% | 0.303 | 0.199 | -34.4% |                  |
| 销售费用率 | 3.9%  | 3.6%  | 3.6%  | 4.2%  | 0.5%   | 3.6%  | 3.8%  | 0.1%   | 两税合并及本部评为高新技术企业  |
| 管理费用率 | 1.9%  | 1.7%  | 1.8%  | 2.4%  | 0.6%   | 1.3%  | 1.9%  | 0.6%   |                  |
| 财务费用率 | 1.0%  | 0.9%  | 1.3%  | 1.3%  | 0.0%   | 0.6%  | 1.1%  | 0.5%   |                  |
| 所得税率  | 22.6% | 28.2% | 19.3% | 17.6% | -1.7%  | 33.8% | 24.1% | -9.7%  |                  |
| 毛利率   | 9.5%  | 10.3% | 7.7%  | 10.7% | 3.0%   | 10.1% | 9.5%  | -0.5%  |                  |
| 净利润率  | 1.8%  | 2.4%  | 0.7%  | 1.7%  | 1.0%   | 2.5%  | 1.7%  | -0.8%  |                  |

资料来源: 天软投资系统

## 附表

**资产负债表**

| 单位: 百万元        | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1287 | 1434  | 1604  | 1902  |
| 货币资金           | 354  | 425   | 492   | 684   |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 其他应收款          | 5    | 3     | 4     | 4     |
| 存货             | 585  | 652   | 717   | 784   |
| <b>非流动资产</b>   | 1477 | 1452  | 1391  | 1330  |
| 可供出售金融资产       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 1357 | 1324  | 1274  | 1210  |
| 在建工程           | 28   | 19    | 15    | 12    |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 76   | 78    | 81    | 85    |
| <b>资产总计</b>    | 2764 | 2885  | 2994  | 3232  |
| <b>流动负债</b>    | 811  | 803   | 757   | 798   |
| 短期借款           | 397  | 400   | 400   | 400   |
| 应付票据           | 127  | 145   | 120   | 131   |
| 应付账款           | 174  | 109   | 100   | 109   |
| 其他             | 113  | 150   | 138   | 158   |
| <b>非流动负债</b>   | 85   | 85    | 85    | 85    |
| 长期借款           | 85   | 85    | 85    | 85    |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 896  | 888   | 842   | 883   |
| 股本             | 360  | 360   | 360   | 360   |
| 资本公积           | 455  | 455   | 455   | 455   |
| 未分配利润          | 654  | 751   | 864   | 1007  |
| 少数股东权益         | 227  | 248   | 276   | 312   |
| <b>股东权益合计</b>  | 1869 | 1997  | 2152  | 2349  |
| <b>负债及权益合计</b> | 2764 | 2885  | 2994  | 3232  |

**现金流量表**

| 单位: 百万元           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 72   | 107   | 144   | 183   |
| 折旧和摊销             | 100  | 84    | 86    | 88    |
| 资产减值准备            | 0    | -0    | 0     | 0     |
| 无形资产摊销            | 2    | 2     | 2     | 2     |
| 公允价值变动损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 48   | 40    | 40    | 39    |
| 投资损失              | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益            | 16   | 21    | 28    | 36    |
| 营运资金的变动           | 393  | 84    | 149   | 67    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | -153 | 154   | 158   | 277   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | 39   | -44   | -35   | -26   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 332  | -38   | -56   | -59   |
| 现金净变动             | 217  | 72    | 67    | 192   |
| 现金的期初余额           | 223  | 354   | 425   | 492   |
| 现金的期末余额           | 441  | 425   | 492   | 684   |

**利润表**

| 单位: 百万元         | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 4314 | 4064  | 4506  | 4963  |
| 营业成本            | 3902 | 3622  | 3984  | 4356  |
| 营业税金及附加         | 11   | 9     | 11    | 12    |
| 销售费用            | 163  | 150   | 167   | 184   |
| 管理费用            | 82   | 81    | 90    | 99    |
| 财务费用            | 48   | 40    | 40    | 39    |
| 资产减值损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 108  | 160   | 214   | 274   |
| 营业外收入           | 7    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 115  | 160   | 214   | 274   |
| 所得税             | 28   | 32    | 43    | 55    |
| 净利润             | 87   | 128   | 171   | 219   |
| 少数股东损益          | 16   | 21    | 28    | 36    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 72   | 107   | 144   | 183   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.20 | 0.30  | 0.40  | 0.51  |

**主要财务比率**

|                 | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长性(%)</b>   |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | -2.4%  | -5.8%  | 10.9%  | 10.1%  |
| 营业利润增长率         | -43.6% | 48.8%  | 33.6%  | 27.7%  |
| 净利润增长率          | -34.4% | 50.0%  | 33.6%  | 27.7%  |
| <b>盈利能力(%)</b>  |        |        |        |        |
| 毛利率             | 9.5%   | 10.9%  | 11.6%  | 12.2%  |
| 净利率             | 1.7%   | 2.6%   | 3.2%   | 3.7%   |
| ROE             | 4.4%   | 6.1%   | 7.6%   | 9.0%   |
| <b>偿债能力(%)</b>  |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 32.4%  | 30.8%  | 28.1%  | 27.3%  |
| 流动比率            | 1.59   | 1.78   | 2.12   | 2.38   |
| 速动比率            | 0.87   | 0.97   | 1.17   | 1.40   |
| <b>营运能力(次)</b>  |        |        |        |        |
| 资产周转率           | 1.54   | 1.44   | 1.53   | 1.59   |
| 应收帐款周转率         | 6386.1 | 5024.0 | 5257.9 | 5241.2 |
| <b>每股资料 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.20   | 0.30   | 0.40   | 0.51   |
| 每股经营现金          | 1.03   | 0.43   | 0.44   | 0.77   |
| 每股净资产           | 4.56   | 4.86   | 5.21   | 5.66   |
| <b>估值比率 (倍)</b> |        |        |        |        |
| PE              | 33.74  | 22.49  | 16.83  | 13.18  |
| PB              | 1.47   | 1.38   | 1.29   | 1.19   |

**投资评级说明**

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

**机构销售部****机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

**上海地区销售经理**

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

**北京地区销售经理**

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

**广东地区销售经理**

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戔

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

**研究报告发布**

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

**重要声明**

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。