



建材

Construction material

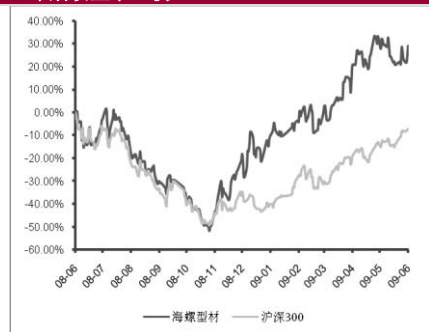
2009 年 6 月 10 日

市场数据

2009 年 6 月 9 日

当前价格(元)	7.90
52 周价格区间(元)	3.02-8.69
总市值(百万)	2844
流通市值(百万)	2844
总股本(万股)	36000
流通股(万股)	36000
日均成交额(百万)	49
近一月换手(%)	31.77
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
巢东股份	-6.9%	20.6%	11.6%
沪深 300	6.1%	33.3%	-15.2%

相关报告

王昕

+86 755 21515547

Wangxin2@jyzq.cn

海螺型材(000619)调研简报

—毛利率改善提升公司业绩

评级：增持

会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	3970	4419	4314	4680	4950
同比(%)	10%	11%	-2%	8%	6%
归属于母公司的净利润(百万元)	140	109	72	179	218
同比(%)	2%	-22%	-34%	150%	22%
毛利率(%)	11.65%	10.08%	9.55%	13.00%	14.00%
每股收益(元)	0.39	0.30	0.20	0.50	0.61
PE	21.76	28.00	42.69	17.11	14.00

数据来源：金元证券研究所

2009 年 6 月 4 日，我们拜访了公司，就公司生产经营趋势、发展前景、行业状况等问题进行了沟通，现将情况汇报如下。

- **市场逐步复苏，公司型材销量逐步回升。**公司今年 2 季度的型材销量实现环比增长，总产量与去年同期相比基本持平。公司产品市场正在呈现复苏态势。
- **彩色型材产量将逐步增加，有望成为公司新的增长点。**公司目前型材产能为 58 万吨，其中芜湖 34 万吨、宁波 4 万吨、唐山 12 万吨、英德 8 万吨。彩色型材的产能约占总产能的 10% 左右。从产品价格来看，彩色型材每吨价格要高于白色型材 2000-3000 元左右，毛利率则是白色型材的两倍。彩色型材外形美观，可以满足消费者的个性化需求，改变了以往塑钢型材全部是白色的传统形象。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。塑钢型材与铝合金型材相比，拥有较大的价格优势，以平开窗为例，采用彩色塑钢型材的价格在 300-400 元/平米，其价格是达到同样性能的断桥铝合金门窗的 1/2，彩塑型材的价格优势十分明显。

基于彩色型材的良好前景，公司在长期的规划中将彩色型材的产能提高到总产能的 30% 左右。目前公司彩色型材生产以改性 PMMA 工艺为主。在调研中我们了解到，目前彩色共挤在技术上实现较为容易，只要在白色型材生产线上加装共挤设备即可实现彩色型材的生产。公司将根据市场需求情况来调整生产节奏，由于市场需求是渐进增加的，因此公司彩色型材的产能扩张也将是

渐进式的，短期内没有大幅度的产能扩张。长期来看，由于彩色型材较强的盈利能力和满足差异市场的需求能力，公司将会致力于提高其生产能力，并使之成为公司新的盈利增长点。

图表 1 公司型材三分厂—世界同行业单产量最大的工厂



图表 2 公司生产的彩色塑钢型材



资料来源：金元证券研究所

- **保障性住房建设和节能环保政策将拓展公司发展空间。**“加快建设保障性安居工程”位列国务院扩内需促增长的十项措施之首。今后 3 年，全国将新建 200 万套廉租房和 400 万套经济适用房，同时完成约 220 万户林业、农垦和矿区的棚户区改造。总投资将超过 9000 亿元。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，可以预计，随着保障性住房建设的逐步展开，将有效拉动对塑钢型材的需求。

图表 3 部分城市 2008-2012 年保障性住房建设规划

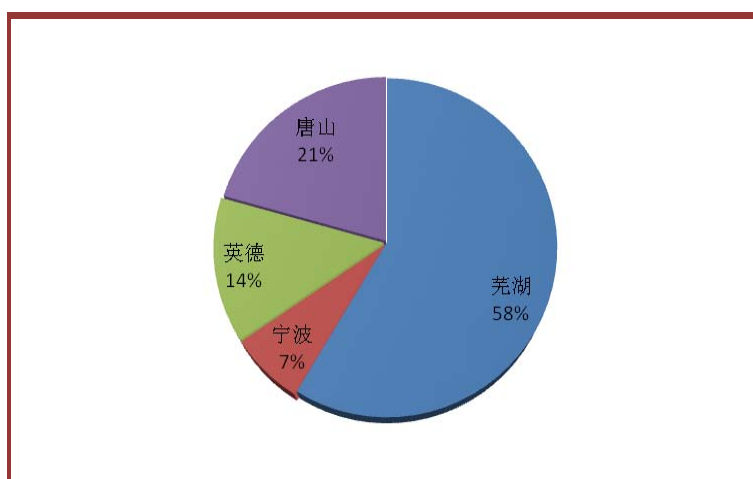
城市	规划内容
深圳	建设保障性住房14.7万套，建筑面积740万平方米；其中2008年4.58万套，建筑面积228.4万平方米；2009年-2012年每年建设0.8万套至2.6万套，建筑面积40万平方米至130万平方米
上海	规划期内，建设经济适用住房、廉租住房以及配套商品房等保障性住房近3500万平方米。
长沙	2008-2009年建设经济适用住房200万平方米，2010-2012年在新建商品房小区中以10%-15%的比例配建。
天津	规划期内，计划建设廉租住房5000套、建筑面积25万平方米。建设经济适用房27.68万套，建筑面积1790万平方米
广州	规划期内，建设政府保障型住房7.42—10.76万套、建筑面积463—680万平方米
石家庄	规划期末建设实物配租的廉租住房4262套，总建筑面积21.31万平方米，规划经济适用住房3.755万套，建筑面积225.7万平方米，
武汉	规划建设廉租住房、经济适用住房1025万平方米。

数据来源：金元证券研究所

另外从节能环保的方面来看，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。公司将有可能受益于国家节能环保政策的实施。

- **公司未来产能扩张将向中西部倾斜。**公司目前型材产能为 58 万吨，大部分分布在华东及华南区域。考虑到西部地区较高的固定资产投资增速和灾后重建的巨大市场，公司将积极在西部地区进行产能布局。规划在西南的川渝地区分两期建设 8 万吨产能的生产基地，在西北区域分两期建设 4 万吨的生产基地。届时公司产能将达到 70 万吨左右，同时将节省大量的产品运输费用。

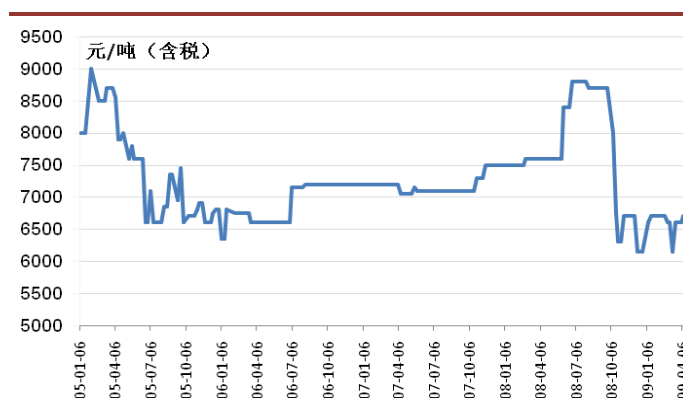
图表 4 公司目前产能分布情况



数据来源：公司资料

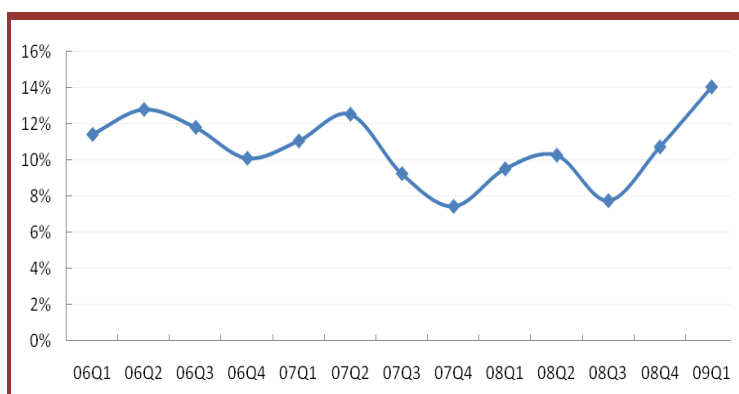
- PVC 价格回落使公司毛利率提高。**公司生产所需原材料中 70%为 PVC，2008 年，随着国际油价的上涨，PVC 价格也迅速提高，导致公司生产成本快速上升。虽然公司的产品价格是随原材料价格波动而波动的，但作为一种终端消费品，塑钢型材的价格浮动程度不能太大，无法完全通过提价转嫁成本上升。因此 2008 年公司毛利率水平有较大幅度的下降。随着油价的回落，PVC 价格下降，公司毛利率出现回升。目前国内 PVC 价格在 6500 元/吨左右，较去年最高点时的 9000 元/吨已有较大幅度的回落。根据我们化工研究员的预测，由于 PVC 产能严重过剩，因此今后价格上涨幅度将相对有限。因此我们预计今年公司的毛利率水平将有所提高并保持相对稳定。

图表 5 广州市场 PVC 价格走势



数据来源：Wind 资讯

图表 6 公司单季度毛利率走势



数据来源：公司公告

■ 盈利预测及评级

我们假设公司今年的产量与去年持平并略有提高，毛利率较去年提高 3 个百分点并保持稳定。2010 年在 2009 年的基础上考虑一定的产能增加，毛利率略有提高。按此假设，我们预计公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.50 元，0.61 元。对应 5 月 9 日收盘价动态市盈率分别为 17 倍和 14 倍，目前估值具有相对吸引力，给予“增持”评级，目标价 10 元。

图表 7 预测利润表 单位：百万元

会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	3970.22	4419.33	4314.33	4680.00	4950.00
营业成本	3507.87	3973.89	3902.35	4071.60	4257.00
营业税金及附加	7.37	9.31	10.98	10.15	11.25
营业费用	156.46	160.82	163.13	168.48	178.20
管理费用	46.49	59.02	82.29	88.92	94.05
财务费用	22.34	25.25	47.59	51.48	54.45
资产减值损失	0.06	0.14	0.24	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	229.62	190.90	107.75	289.37	355.05
营业外收入	9.48	7.84	7.20	8.42	8.91
营业外支出	1.30	3.21	0.01	0.00	0.00
利润总额	237.80	195.53	114.94	297.79	363.96
所得税	68.16	66.05	27.65	74.45	90.99
净利润	169.64	129.48	87.29	223.34	272.97
少数股东损益	29.19	20.31	15.69	44.67	54.59
归属于母公司的净利润	140.45	109.17	71.60	178.67	218.37
EPS (元)	0.39	0.30	0.20	0.50	0.61

- **风险提示：**PVC 价格大幅波动的风险；房地产市场波动风险；公司生产线建设风险。

金元证券股票投资评级标准：

增持：股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上；

中性：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%—10%；

减持：股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

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. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.