

油价下跌对建材行业成本影响分析

油价下跌带动建材原材料价格下行

从14年6月起，全球石油价格出现大幅下跌，IPE布油价格从6月份的高点115美元/桶跌至目前48美元/桶，跌幅约58%。受油价下跌的影响，部分建材原材料的价格也出现趋势性下跌。PVC、PP、HDPE和改性沥青的价格从14年高点到目前的跌幅分别为14.06%、26.23%、24.37%和25.44%。

塑钢型材、塑料管道和防水材料行业受到显著影响

受油价下跌影响而造成成本下降的建材子行业主要有塑钢型材、塑料管道和防水材料，相关的A股上市公司标的包括塑钢型材行业的海螺型材；塑料管道行业的伟星新材、永高股份、顾地科技、青龙管业和纳川股份；防水材料行业的东方雨虹。从各公司毛利结构来看，海螺型材、伟星新材、永高股份和顾地科技受原材料价格下跌较为明显，而青龙管业、纳川股份和东方雨虹由于部分毛利来源与价格下跌的原材料不相关，因此弹性相对较弱。从各公司生产成本中原材料占比来看，原材料占比大都在70%以上，因此原材料价格下降对总成本的影响都较为明显。从各公司的毛利率和净利率水平来看，伟星新材、纳川股份、青龙管业和东方雨虹由于盈利能力较高，原材料价格下行对盈利的影响会相对偏小，而海螺型材和顾地科技等净利率较低的企业净利润受原材料价格变动的影响会非常明显。

成本变动对净利润影响的敏感性分析

具体到每个公司来看，我们给出不同的原材料价格下跌幅度和不同产品售价下跌幅度对公司盈利能力的影响的敏感性分析。按照PVC价格下跌15%，PP、HDPE和改性沥青价格下跌25%计算，不同的产品根据其产品性质和销售模式的不同假设不同的最可能的跌价幅度，得出结论。根据我们的假设条件，油价下跌带来原材料价格的下跌对建材类上市公司业绩影响的大小为：海螺型材>永高股份≈顾地科技>伟星新材>东方雨虹>纳川股份>青龙管业。

投资评价和建议

油价下跌带动部分建材产品原材料成本显著下降，未来一段时间里部分建材企业盈利能力将逐步提升，我们在一定假设条件的基础上进行了敏感性分析，从利润改善幅度的角度我们重点推荐海螺型材；综合行业和企业自身发展空间我们建议重点关注伟星新材和东方雨虹。

风险分析

建材终端产品跟随原材料价格出现大幅下跌；2014年房地产销售低迷对塑钢门窗、塑料管道和防水材料的需求影响超预期。

非金属类建材

维持

增持

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440510120013

王慷

wangsu@csc.com.cn

010-85156319

执业证书编号：S1440512070015

刘彬

liubin@csc.com.cn

010-85130438

执业证书编号：S1440513090006

发布日期：2015年1月28日

市场表现



相关研究报告

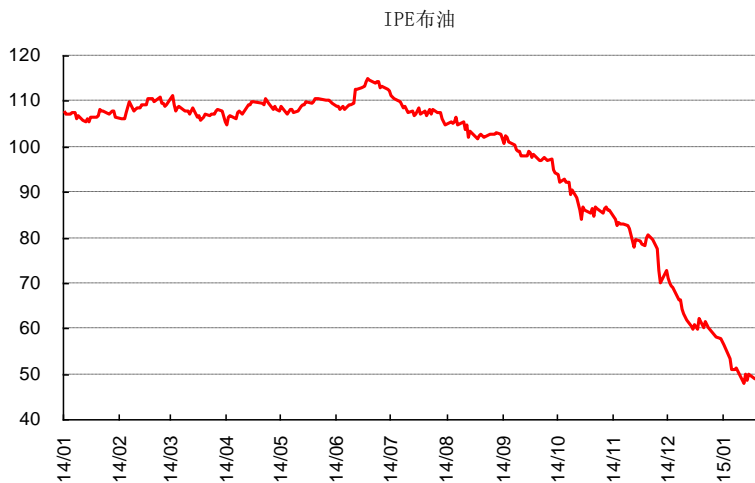
- | | |
|----------|--|
| 15.01.26 | 非金属建材行业周报 (2015.1.19-1.25): 水泥产量增速创24年新低 |
| 15.01.19 | 非金属建材行业周报 (2015.1.12-1.18): 需求淡季价格持续下行 |
| 15.01.12 | 非金属建材行业周报 (2015.1.5-1.11): 元旦后玻纤大范围提价 |



油价下跌带动建材原材料价格下行

从14年6月起，全球石油价格出现大幅下跌，IPE布油价格从6月份的高点115美元/桶跌至目前48美元/桶，跌幅约58%。受油价下跌的影响，部分建材原材料的价格也出现趋势性下跌。

图1: IPE布油价格走势(美元/桶)

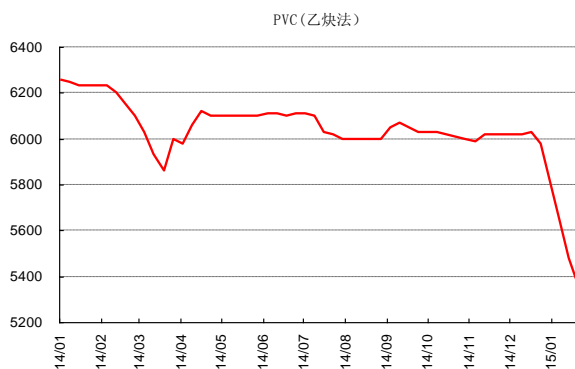


资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

建材类产品原材料与石油价格相关联的主要有:

1. 塑钢型材的原材料 PVC;
2. 塑料管道的原材料 PVC、PPR、HDPE;
3. 防水卷材的原材料沥青。

图2: PVC价格曲线(元/吨)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图3: PP价格曲线(元/吨)

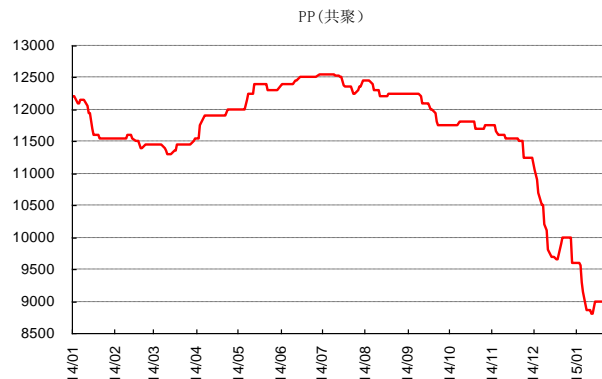




图 4: HDPE 价格曲线 (元/吨)

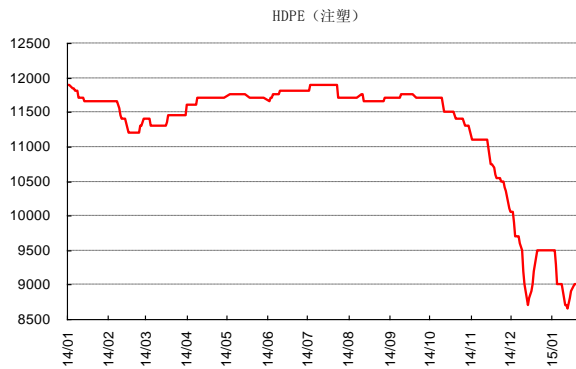
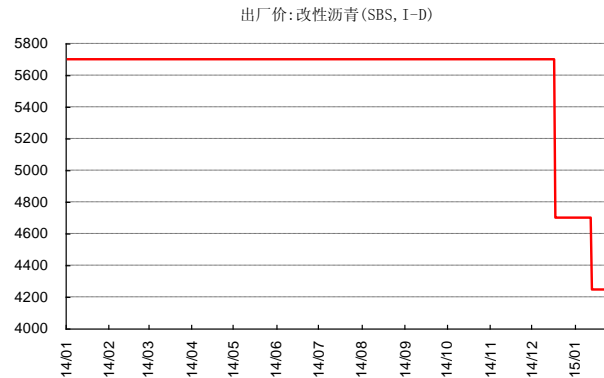


图 5: 改性沥青价格曲线 (元/吨)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

PVC、PP、HDPE 和改性沥青的价格从 14 年高点到目前的跌幅分别为 14.06%、26.23%、24.37% 和 25.44%。其中 PVC 的价格跌幅相对较小, 目前市场大部分使用的 PVC 为乙炔法制造, 而与石油价格相关联的是乙烯法制造 PVC, 由于之前乙烯法 PVC 比乙炔法 PVC 价格要高, 因此乙烯法制造 PVC 的跌幅要更大一些, 为 17.56%。

塑钢型材、塑料管道和防水材料行业受到显著影响

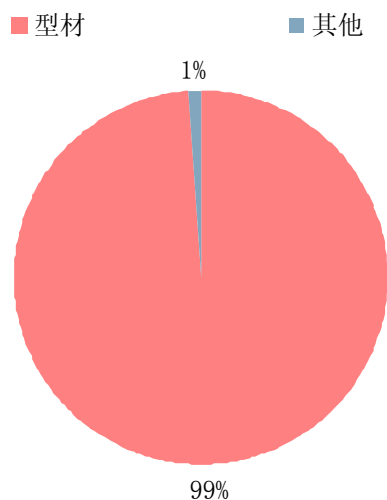
受油价下跌影响而造成成本下降的建材子行业主要有塑钢型材、塑料管道和防水材料, 相关的 A 股上市公司标的的如下。

塑钢型材: 海螺型材;

塑料管道: 伟星新材、永高股份、顾地科技、青龙管业和纳川股份;

防水材料: 东方雨虹。

图 6: 海螺型材毛利结构



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 7: 伟星新材毛利结构

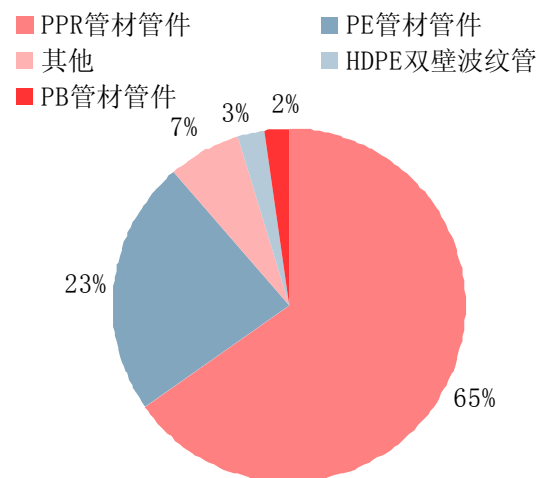




图 8: 永高股份毛利结构

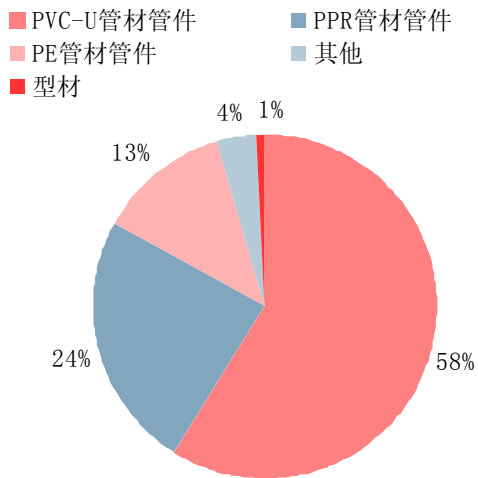


图 9: 顾地科技毛利结构

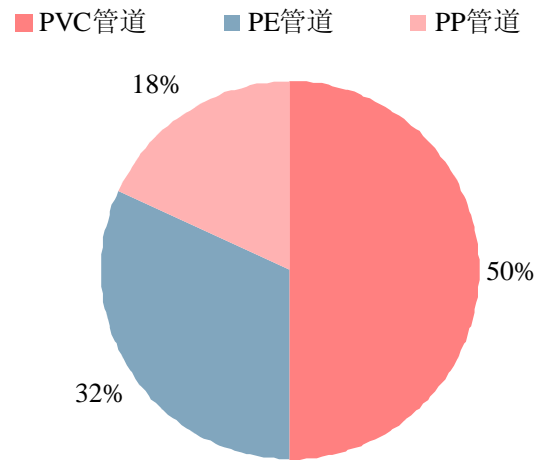


图 10: 青龙管业毛利结构

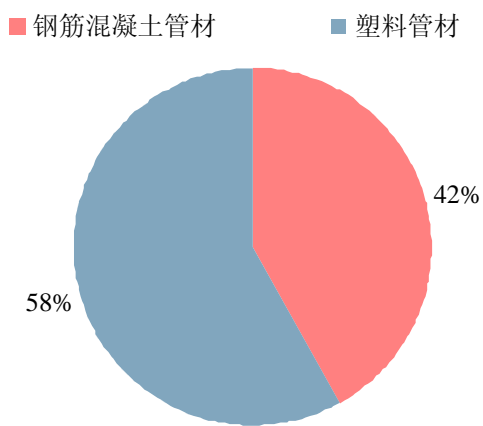


图 11: 纳川股份毛利结构

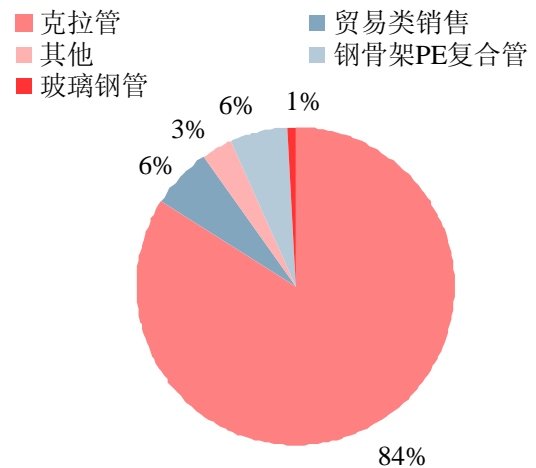
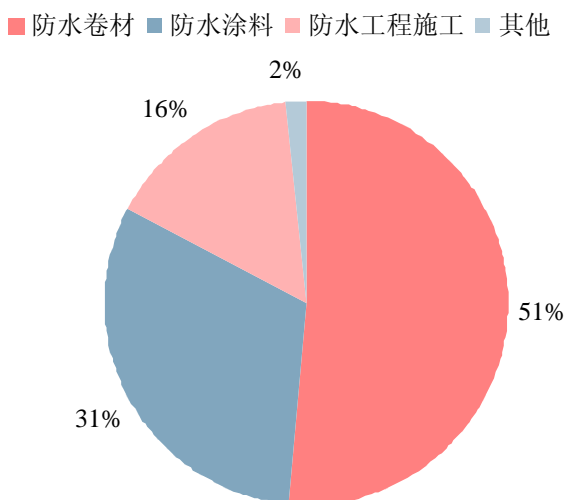


图 12: 东方雨虹毛利结构

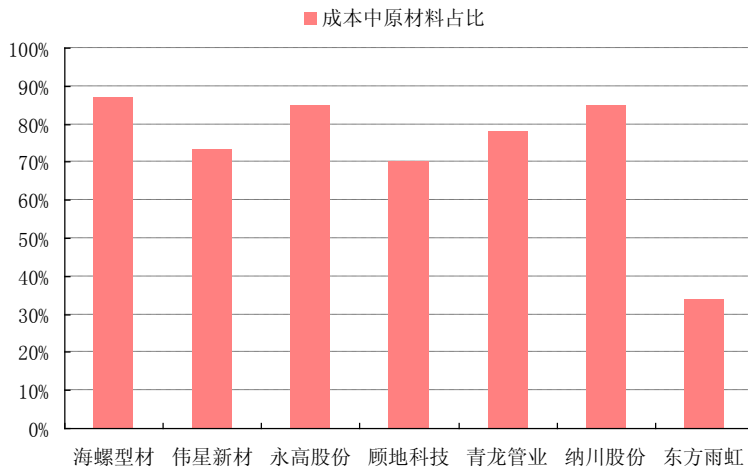


资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部



从各公司毛利结构来看，海螺型材、伟星新材、永高股份和顾地科技受原材料价格下跌较为明显，而青龙管业、纳川股份和东方雨虹由于部分毛利来源与价格下跌的原材料不相关，因此弹性相对较弱。

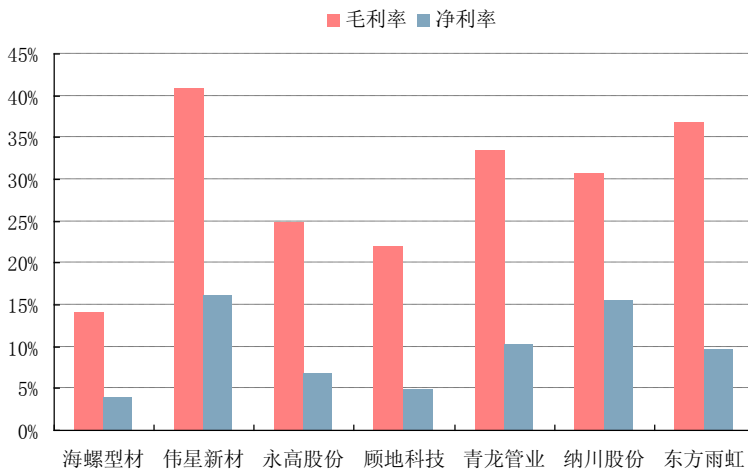
图 13：各公司生产成本中原材料占比



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部（注：东方雨虹原材料占比为沥青占总生产成本的比例，而除防水卷材之外的其他产品中是没有用到沥青的，因此数值显示会较低）

从各公司生产成本中原材料占比来看，由于塑钢型材、塑料管道和防水材料都属于轻资产行业，原材料占总成本的比例都较高，大都在 70% 以上，因此原材料价格下降对总成本的影响都较为明显。

图 14：各公司毛利率和净利率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

从各公司的毛利率和净利率水平来看，伟星新材、纳川股份、青龙管业和东方雨虹由于盈利能力较高，原材料价格下行对盈利的影响会相对偏小，而海螺型材和顾地科技等净利率较低的企业净利润受原材料价格变动的的影响会非常明显。



成本变动对净利润影响的敏感性分析

下面我们对原材料价格变动和产品价格变动对企业净利润的影响进行敏感性分析。

海螺型材由于毛利率和净利率水平较低，原材料成本占总成本比例很高，达到 87%，因此原材料价格下降对公司净利润影响幅度较大。同时公司产品相当比例销售门窗厂，因此终端产品价格与原材料价格联动性强于直接销售给普通消费者的产品。目前 PVC 价格下跌 15% 左右，如果能维持在这个水平，在产品价格下跌 3% 和 6% 的假设下，海螺型材盈利分别增长 **230%** 和 **167%**。

表 1：PVC 价格和产品价格变动对海螺型材净利润影响的敏感性分析

PVC \ 产品	0	-3%	-6%	-9%	-12%	-15%
-5%	96.75%	30.95%	-39.04%	-113.65%	-193.35%	-278.67%
-10%	193.50%	130.70%	63.88%	-7.33%	-83.40%	-164.85%
-15%	290.25%	230.44%	166.81%	98.99%	26.54%	-51.02%
-20%	387.00%	330.18%	269.73%	205.30%	136.48%	62.80%
-25%	483.74%	429.92%	372.66%	311.62%	246.42%	176.62%

资料来源：中信建投证券研发部

伟星新材毛利率和净利率水平高，原材料成本占总成本比例在 70% 左右，因此原材料价格下降对公司净利润影响幅度不大。公司 PPR 产品定位高端，销售价格受原材料成本变动较小。按照目前 PPR 价格下跌 25% 计算，如果维持在这个水平，在产品价格不变和下跌 2% 的假设下，伟星新材盈利分别增长 28% 和 25%。

公司 PE 产品以大客户销售为主，价格受原材料成本变动影响较大。按照目前 PE 价格下跌 25% 计算，如果维持在这个水平，在产品价格下跌 2% 和 4% 的假设下，伟星新材盈利分别增长 22% 和 20%。综合来看，在目前原材料价格情况下，公司盈利能力改善幅度在 **45-50%**。

表 2：PPR 价格和产品价格变动对伟星新材净利润影响的敏感性分析

PPR \ 产品	0	-2%	-4%	-6%	-8%	-10%
-10%	11.15%	8.26%	5.25%	2.11%	-1.16%	-4.58%
-20%	22.29%	19.63%	16.86%	13.97%	10.95%	7.80%
-25%	27.86%	25.32%	22.66%	19.90%	17.01%	14.00%
-30%	33.44%	31.00%	28.47%	25.83%	23.07%	20.19%
-35%	39.01%	36.69%	34.27%	31.75%	29.13%	26.38%

资料来源：中信建投证券研发部

表 3：PE 价格和产品价格变动对伟星新材净利润影响的敏感性分析

PE \ 产品	0	-2%	-4%	-6%	-8%	-10%
-10%	9.83%	7.28%	4.63%	1.86%	-1.02%	-4.04%
-20%	19.66%	17.32%	14.87%	12.32%	9.66%	6.88%
-25%	24.58%	22.33%	19.99%	17.55%	15.01%	12.35%
-30%	29.50%	27.35%	25.11%	22.78%	20.35%	17.81%
-35%	34.41%	32.37%	30.23%	28.01%	25.69%	23.27%

资料来源：中信建投证券研发部



对于永高股份而言，在 PVC 价格下降 15%，PPR 和 PE 价格下跌 25% 的基础上，如果产品价格下跌 3% 和 6%，PVC、PPR 和 PE 对净利润的影响分别在 47% 和 27%、30% 和 25% 以及 30% 和 25%。综合来看，永高股份净利润改善幅度在 **77%-107%**。

表 4: PVC 价格和产品价格变动对永高股份净利润影响的敏感性分析

PVC \ 产品	0	-3%	-6%	-9%	-12%	-15%
-5%	27.75%	8.42%	-12.16%	-34.09%	-57.51%	-82.59%
-10%	55.51%	37.03%	17.37%	-3.59%	-25.97%	-49.94%
-15%	83.26%	65.64%	46.89%	26.91%	5.57%	-17.29%
-20%	111.01%	94.25%	76.42%	57.41%	37.10%	15.37%
-25%	138.77%	122.86%	105.94%	87.91%	68.64%	48.02%

资料来源: 中信建投证券研发部

表 5: PPR 价格和产品价格变动对永高股份净利润影响的敏感性分析

PPR \ 产品	0	-3%	-6%	-9%	-12%	-15%
-10%	15.82%	10.56%	4.95%	-1.02%	-7.40%	-14.24%
-20%	31.65%	26.87%	21.79%	16.37%	10.58%	4.38%
-25%	39.56%	35.03%	30.20%	25.06%	19.57%	13.69%
-30%	47.47%	43.18%	38.62%	33.76%	28.56%	23.00%
-35%	55.39%	51.34%	47.04%	42.45%	37.55%	32.31%

资料来源: 中信建投证券研发部

表 6: PE 价格和产品价格变动对永高股份净利润影响的敏感性分析

PE \ 产品	0	-3%	-6%	-9%	-12%	-15%
-10%	15.82%	10.56%	4.95%	-1.02%	-7.40%	-14.24%
-20%	31.65%	26.87%	21.79%	16.37%	10.58%	4.38%
-25%	39.56%	35.03%	30.20%	25.06%	19.57%	13.69%
-30%	47.47%	43.18%	38.62%	33.76%	28.56%	23.00%
-35%	55.39%	51.34%	47.04%	42.45%	37.55%	32.31%

资料来源: 中信建投证券研发部

对于顾地科技而言，在 PVC 价格下降 15%，PPR 和 PE 价格下跌 25% 的基础上，如果产品价格下跌 6% 和 9%，PVC、PPR 和 PE 对净利润的影响分别在 48% 和 16%、53% 和 40% 以及 23% 和 18%。综合来看，顾地科技净利润改善幅度在 **74%-124%**。

表 7: PVC 价格和产品价格变动对顾地科技净利润影响的敏感性分析

PVC \ 产品	0	-3%	-6%	-9%	-12%	-15%
-5%	34.96%	5.15%	-26.57%	-60.37%	-96.48%	-135.14%
-10%	69.92%	41.19%	10.63%	-21.95%	-56.75%	-94.01%
-15%	104.88%	77.23%	47.82%	16.47%	-17.03%	-52.88%
-20%	139.84%	113.28%	85.01%	54.88%	22.70%	-11.75%
-25%	174.81%	149.32%	122.20%	93.30%	62.43%	29.38%

资料来源: 中信建投证券研发部



表 8: PE 价格和产品价格变动对顾地科技净利润影响的敏感性分析

PE \ 产品	0	-3%	-6%	-9%	-12%	-15%
-10%	30.25%	17.82%	4.60%	-9.50%	-24.55%	-40.67%
-20%	60.49%	49.00%	36.77%	23.74%	9.82%	-5.08%
-25%	75.61%	64.59%	52.86%	40.36%	27.00%	12.71%
-30%	90.74%	80.18%	68.95%	56.98%	44.19%	30.50%
-35%	105.86%	95.77%	85.04%	73.60%	61.37%	48.29%

资料来源: 中信建投证券研发部

表 9: PP 价格和产品价格变动对顾地科技净利润影响的敏感性分析

PP \ 产品	0	-3%	-6%	-9%	-12%	-15%
-10%	13.19%	7.77%	2.00%	-4.14%	-10.71%	-17.74%
-20%	26.38%	21.37%	16.04%	10.35%	4.28%	-2.22%
-25%	32.98%	28.17%	23.06%	17.60%	11.78%	5.54%
-30%	39.58%	34.97%	30.07%	24.85%	19.27%	13.30%
-35%	46.17%	41.77%	37.09%	32.10%	26.77%	21.06%

资料来源: 中信建投证券研发部

对于青龙管业而言, PVC 价格下降 15%, 如果产品价格下跌 3% 和 6%, 对净利润的影响分别为在 **14.57%** 和 **9.02%**。影响幅度较小。对于纳川股份而言, PE 价格下降 25%, 如果产品价格下跌 3% 和 6%, 对净利润的影响分别为在 **31%** 和 **27%**。

表 10: PVC 价格和产品价格变动对青龙管业净利润影响的敏感性分析

PVC \ 产品	0	-3%	-6%	-9%	-12%	-15%
-5%	6.60%	0.97%	-5.01%	-11.39%	-18.20%	-25.50%
-10%	13.19%	7.77%	2.00%	-4.14%	-10.71%	-17.74%
-15%	19.79%	14.57%	9.02%	3.11%	-3.21%	-9.98%
-20%	26.38%	21.37%	16.04%	10.35%	4.28%	-2.22%
-25%	32.98%	28.17%	23.06%	17.60%	11.78%	5.54%

资料来源: 中信建投证券研发部

表 11: PE 价格和产品价格变动对纳川股份净利润影响的敏感性分析

PE \ 产品	0	-3%	-6%	-9%	-12%	-15%
-10%	14.18%	9.46%	4.44%	-0.92%	-6.64%	-12.76%
-20%	28.37%	24.09%	19.53%	14.67%	9.48%	3.93%
-25%	35.46%	31.40%	27.07%	22.46%	17.54%	12.27%
-30%	42.55%	38.71%	34.62%	30.26%	25.60%	20.61%
-35%	49.65%	46.02%	42.16%	38.05%	33.66%	28.96%

资料来源: 中信建投证券研发部

对于东方雨虹而言, 沥青价格下降 25%, 如果产品价格下跌 1% 和 2% (此处产品价格假设为公司所有产品的销售均价, 因为防水涂料部分是不受沥青价格影响的, 所以产品价格下跌幅度假设会偏低一些), 对净利润的影响分别为在 **45.19%** 和 **38.95%**。



表 12: 沥青价格和产品价格变动对东方雨虹净利润影响的敏感性分析

沥青 \ 产品	0	-1%	-2%	-3%	-4%	-5%
-10%	17.55%	11.09%	4.50%	-2.22%	-9.09%	-16.10%
-20%	40.06%	33.82%	27.47%	20.98%	14.35%	7.59%
-25%	51.31%	45.19%	38.95%	32.58%	26.07%	19.43%
-30%	62.56%	56.56%	50.43%	44.18%	37.79%	31.28%
-35%	73.81%	67.92%	61.91%	55.78%	49.52%	43.12%

资料来源: 中信建投证券研发部

综上所述, 不同公司产品不同、销售模式不同, 销售价格随原材料价格变动而变动的幅度和时间也不同, 根据我们的假设条件, 油价下跌带来原材料价格的下跌对建材类上市公司业绩影响的大小为: 海螺型材>永高股份≈顾地科技>伟星新材>东方雨虹>纳川股份>青龙管业。

投资评价和建议

油价下跌带动部分建材产品原材料成本显著下降, 未来一段时间里部分建材企业盈利能力将逐步提升, 我们在一定假设条件的基础上进行了敏感性分析, 从利润改善幅度的角度我们重点推荐海螺型材; 综合行业和企业自身发展空间我们建议重点关注伟星新材和东方雨虹。

风险分析

1. 建材终端产品跟随原材料价格出现大幅下跌;
2. 2014 年房地产销售低迷对塑钢门窗、塑料管道和防水材料的需求影响超预期。



分析师介绍

田东红：经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5年建材行业从业经历，14年证券行业研究经历。2013年带领团队获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。

王慷：中国科学院金属研究所工学博士，建筑建材行业研究员。

刘彬：材料学博士，建材行业研究员，2013年新财富非金属建材行业最佳分析师第四名团队成员。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622