

买入 首次
海螺型材 (000619)

2015 年 1 月 13 日

有望成为安徽省投资集团资产证券化平台

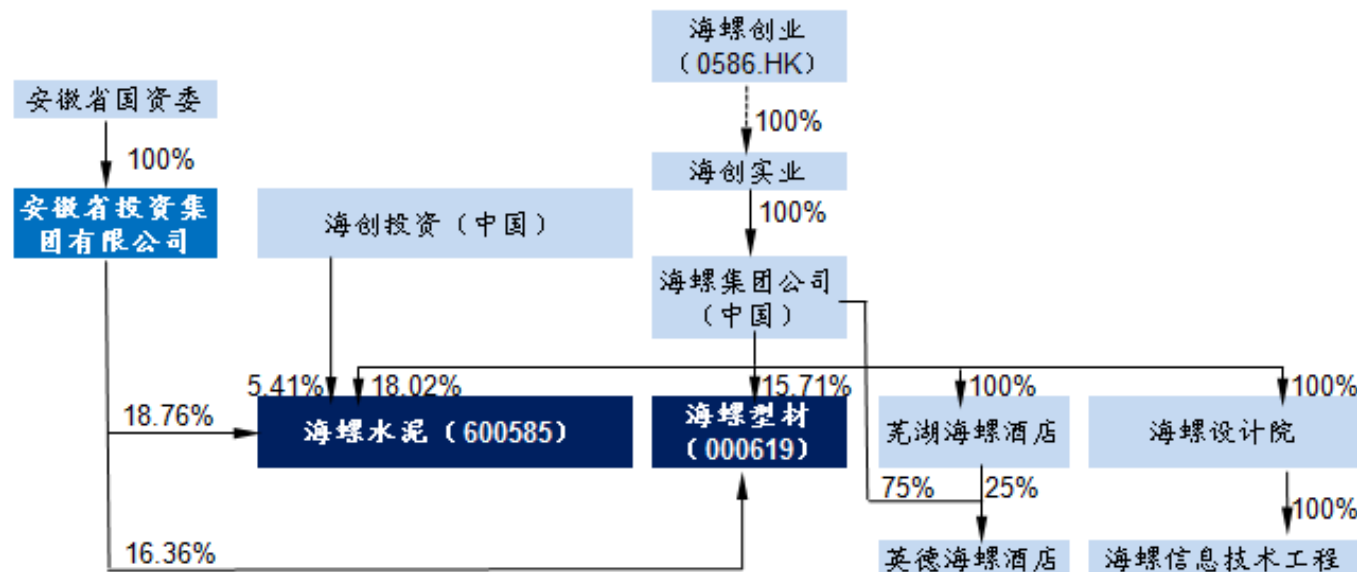
 2015 年 1 月 12 日收盘价: 9.78 元
 6 个月目标价: 14.00 元

 建材行业核心分析师: 邱友锋
 SAC 执业证书编号: S0850514110001
 电话: 021-23219415
 Email: qyf9878@htsec.com

1. 安徽国企改革提速, 公司或成为安徽省投资集团资产证券化运作平台

2014 年 12 月 30 日, 公司公告拟通过改革持股方式, 将安徽省投资集团有限公司持有的海螺集团公司 51% 股权转让为直接持有海螺水泥 (600585)、海螺型材 (000619) 的相应股份, 此外公司间接股东海螺创业 (0586.HK) 公告海螺集团余下部分资产 (酒店、设计院) 等将并入海螺创业。

我们判断上述动作仅是海螺系改革的第一步, 安徽省投资集团直接持股上市公司更便于国有股增持或减持, 据我们调研了解, 目前安徽省内多条高铁及淮河基建项目等资金需求较为迫切, 因此我们判断安徽省投资集团后续可能通过减持海螺水泥股权 (市值 220 亿元) 进行融资, 而海螺型材将成为安徽省投资集团旗下唯一上市公司平台。

图 1 改革持股后整体架构图示


资料来源: 公司复牌公告, 海螺创业招股书, 海通证券研究所

近期安徽省国企改革提速, 国有资产证券化是大方向, 建议高度重视海螺型材作为安徽省投资集团国有资产证券化上市公司平台的可能性 (截至 2014 年一季度, 安徽省投资集团净资产达到 170 亿元; 海螺型材 2015 年 1 月 9 日总市值仅 35 亿元, 2014 年三季报负债率仅 36%, 大集团小公司)。

表 1 安徽省投资集团主要资产

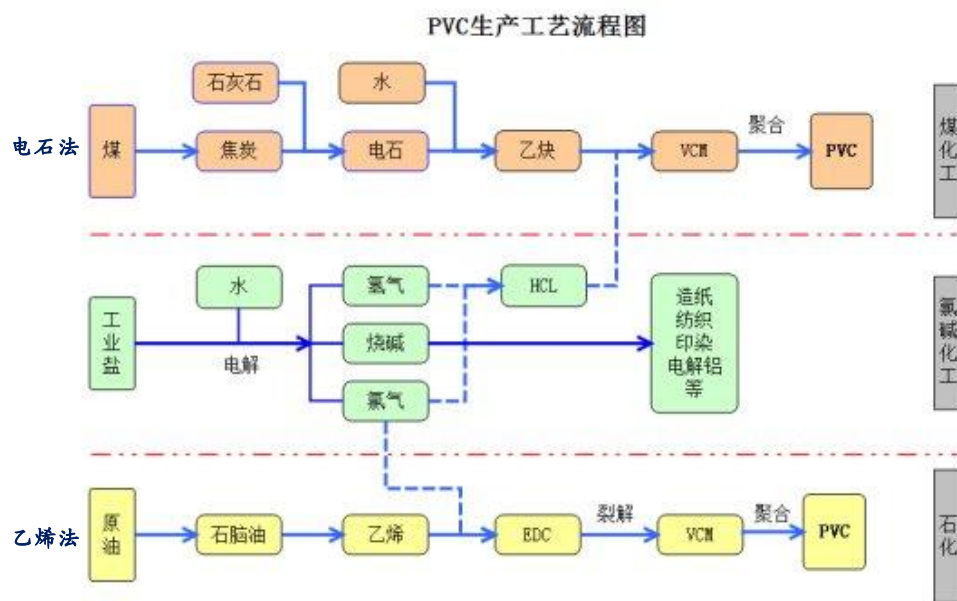
二级子公司					
序号	单位名称	注册地址	注册资本: 亿元	持股比例: %	净资产(亿元)
1	安徽省铁路建设投资基金有限公司	合肥	20	60	22.52
2	安徽芜铜长江高速公路有限公司	合肥	11.36	60	11.36
3	安徽省皖投小额贷款股份有限公司	合肥	5	75	5.15
4	安徽省皖投融资担保有限责任公司	合肥	5	100	11.22
5	安徽创业投资有限公司	合肥	5	100	5.42
6	安徽皖投置业有限责任公司	合肥	5	100	7.49
7	安徽皖投矿业投资有限公司	合肥	5	100	5.45
8	安徽皖投资产管理有限公司	合肥	8	100	8.03
9	安徽皖投铁路投资管理有限公司	合肥	20	100	21.29
10	安徽皖投工业投资有限公司	合肥	8.39	100	10.72
11	上海裕安投资集团有限公司	上海	0.53	100	1.74
12	安徽天一旅游有限公司	合肥	0.01	100	-0.24
13	安徽皖投后勤服务有限公司	合肥	0.01	100	0.005
合计					110.15
合营联营公司					
	单位名称	核算方法	长期股权投资 2014 年一季度余额: 亿元	持股比例: %	
1	省铁路协调办	成本法	97.88		
2	宁安铁路有限公司	成本法	40.82		
3	安徽海螺集团有限责任公司	成本法	9.21	51	
4	京福铁路客运专线安徽有限公司	成本法	5.69		
5	合武铁路有限公司	成本法	6.11		
6	贵州黔锦矿业有限公司	权益法	4.01	26	
7	合九铁路有限责任公司	权益法	4.91	24.63	
8	奇瑞汽车股份有限公司	成本法	2.61	7.32	
9	阜六铁路有限责任公司	成本法	2.38		
10	安徽投资控股股份有限公司	权益法	2.86	36.19	
11	安徽华塑股份有限公司	成本法	1.5	10	
12	安庆曙光化工股份有限公司	权益法	3.06	25	
13	宿淮铁路有限责任公司	成本法	1.7		
14	长安责任保险股份有限公司	成本法	2.35	14.71	
15	芜湖同安股权投资基金会(有限合伙)	权益法	1.06	47.77	
16	合肥同安创业投资基金行(有限合伙)	权益法	1.14	22.6	
17	芜湖瑞业股权投资基金(有限合伙)	权益法	0.84	22.78	
18	安徽星马汽车集团有限公司	权益法	1.36	20	
19	安徽兴皖创业投资有限公司	权益法	1.94	40	
合计			191.43		

资料来源: 安徽省投资集团控股有限公司 2014 年度第一期短期融资券募集说明书, 海通证券研究所

2. 油价下跌带动 PVC 成本下行, 公司 2015 年业绩有望改善

塑料型材生产成本主要是 PVC(聚氯乙烯), 占比 80%左右, 其他辅助材料包括发泡板材、塑料添加剂等。目前国内 PVC 塑料生产方法包括乙烯法和电石法两种, 乙烯法原材料为石油, 属于石化产业链; 电石法原材料是煤炭, 属于煤化工产业链。由于我国“贫油、富煤、少气”, 国内电石法 PVC 占据主导地位。

图2 电石法和乙烯法制造PVC流程

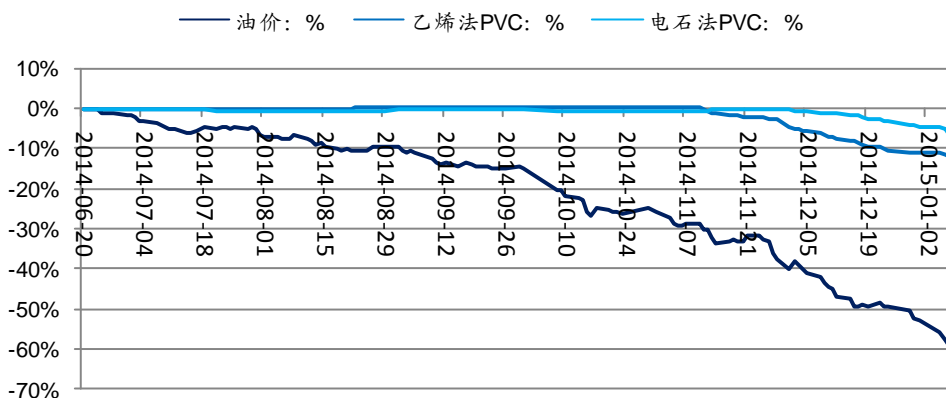


资料来源：隆众化工，海通证券研究所

2014年下半年以来，原油价格大幅下跌，截至2015年1月7日，OPEC油价已跌破45美元/桶，较2014年6月价格大跌近60%。受油价大跌影响，国内乙烯法PVC价格由2014年6月6700元/吨跌至5900元/吨，跌幅12%，电石法PVC价格受乙烯法PVC价格下跌影响，价格自2014年6月的6100元/吨跌至目前5700元/吨，跌幅7%。目前二者价格相差不多，已具有明显的替代性，因此我们预计后续若乙烯法PVC价格继续下跌，将可能带动电石法PVC价格同幅度下跌。

公司前期主要采购电石法PVC，随着乙烯法PVC价格大跌，目前东部地区部分生产基地亦开始加大后者采购力度。预计后续若PVC价格继续下跌，公司成本端将显著受益。由于PVC价格下跌对型材传导有时滞且为不完全传导，PVC采购成本的降幅（假设2015年PVC均价与目前价格相同，预计成本同比下降5个百分点）将高于PVC型材售价降幅（考虑到企业降价意愿，预计同比下降2个百分点），整体产品毛利率将提升约2.6个百分点，由于公司毛利率基数较低，预计此轮成本下降将带来公司50%以上的业绩弹性。

图3 2014年6月以来油价大幅下跌带动PVC价格下跌



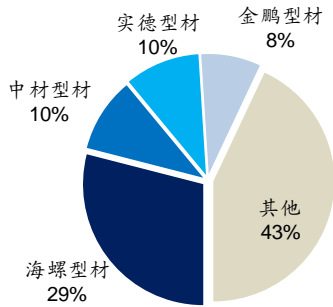
资料来源：OPEC，中国氯碱网，海通证券研究所

3. 负债率低现金流良好，产业链延伸潜力大

在房地产投资增速难有明显改观以及铝合金型材行业竞争下，近年来公司在达到型材年销量约50万吨左右（全国乃至全球第一，国内市占率约30%）后难有跨越式提升，毛利率亦不到15%，盈利能力较差。目前公司资产负债率较低（36%），

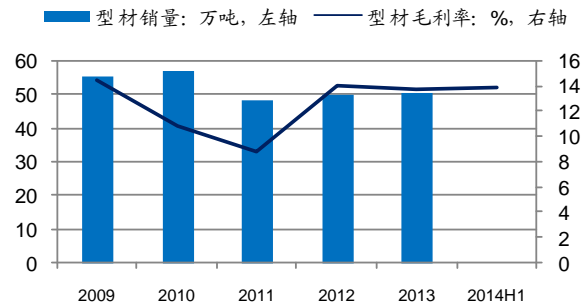
现金流情况良好，我们判断公司后续在自身具备竞争优势领域有业务拓展潜力。

图 4 2013 年塑料型材企业市占率情况



资料来源：罗兰贝格，海通证券研究所

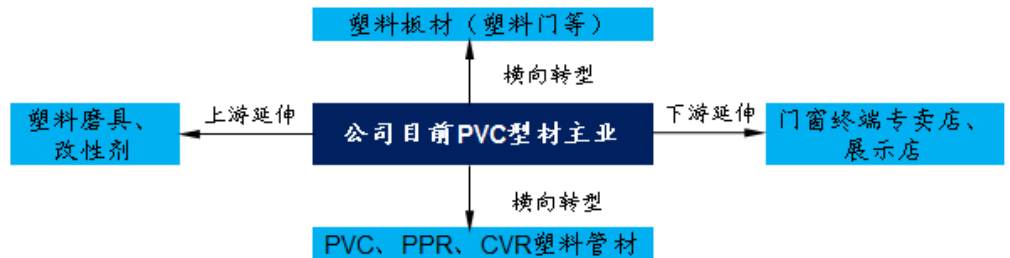
图 5 公司型材销量徘徊于 50 万吨左右，毛利率不到 15%



资料来源：公司 2009-2014 年定期公告，海通证券研究所

- 一、**产业链纵向延伸：上游方面**，公司目前已少量生产塑料磨具，塑料改性剂等；**下游方面**，公司已在红星美凯龙开设专卖店展示，进入门窗终端销售领域。借鉴美国成熟市场经验，门窗材料行业规模不大，而门窗行业规模较大，大多都有经营类似汽车 4S 店的终端模式，我们认为公司由生产型企业向生产服务型企业转变是公司控制销售渠道、保持高市占率的必由之路。
- 二、**在具备竞争优势的塑料行业领域转型**：1) 公司目前已有少量塑料板材销售，主要为塑料门等，预计销售量会有稳步提升，但目前体量较小；2) 目前公司具备 70 万吨型材产能设备，而年型材产量仅约 50 万吨，公司后续可利用富余挤塑设备及土地储备向塑料管材行业延伸，如 PVC、PPR、CVR 等塑料管（行业集中度目前仍较低，投资 3-5 万吨生产线投资仅 1 亿）。塑料型材及塑料管除技术及设备通用外，销售渠道亦同质，公司可利用既有品牌实现范围经济，后续塑料管业务有望成为公司业绩新增长点。

图 6 公司未来或在自身竞争优势领域转型及产业链延伸示意图



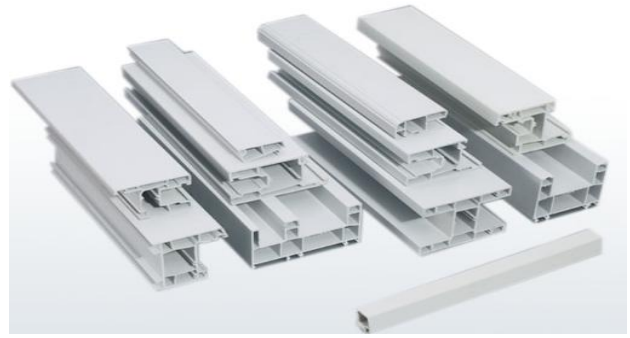
资料来源：海通证券研究所绘制

4. 产品结构调整及直销比例提高有助公司逐步提升市占率

根据我们从终端市场了解，目前商业楼盘彩色型材（室内白色，外立面为彩色）渗透率有所提升，我们预计公司彩色型材销量占比或有提升（增幅约 25-30%），高端产品（除“海螺”牌外推广新的高端品牌）在三北地区或有增加。我们认为，在彩色型材及定制化（由批量订单变为单个工程）型材占比提升的情况下，公司产品正由工业品（同质化）向消费品（定制化）转型，从而公司可借助于自身品牌及定制化销售提高客户粘性，有助于公司稳步提升市占率。

图 7 彩色型材图示


资料来源：中国型材网，海通证券研究所

图 8 白色型材图示


资料来源：中国型材网，海通证券研究所

由于北方和南方市场风格有所差异，公司在北方较适合以经销商模式销售产品；南方因市场化程度较高，价格是主要决定因素，因此直销更为贴合该区域市场风格。近年来，公司在南方市场直销比例提升较大，我们预计公司在南方如浙江宁波、广东英德等地直销比已达到 80% 以上，**全国综合经销与直销比例由前期的 6:4 提升至目前的 3:7**。与经销相比，直销的产品毛利率更高，但由于直销需要更大的销售团队及更深入的管理，销售费用率上较经销模式略高，因此我们认为两者综合利润率区别不会太大。公司目前这种销售渠道模式的重点在于根据不同区域市场的风格灵活调整销售渠道，以更好地保持对市场的控制力度。

5. 盈利预测及投资建议

我们预测公司 2014-2016 年归属母公司净利润 1.30 亿、2.04 亿、2.19 亿，EPS 为 0.36、0.57、0.61 元。公司目前股价对应 2015 年 PE17 倍，对应 2015 年 PB 仅 1.4 倍，考虑到公司国企改革及业务拓展预期，给予公司 2015 年 PE25 倍及 PB2 倍估值，对应目标价 14.00 元，首次给予“买入”评级。

表 2 A 股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价(元)			EPS(元/股)			PE(倍)		
		2015/1/12	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E		
601636	旗滨集团	8.14	0.33	0.41	0.52	25.0	20.0	15.6		
002457	青龙管业	10.28	0.29	0.40	0.50	35.5	25.5	20.5		
002247	帝龙新材	10.00	0.37	0.45	0.56	27.0	22.0	18.0		
002718	友邦吊顶	66.79	2.23	2.95	3.81	30.0	22.6	17.5		
平均值							29.3	22.6	17.9	

代码	简称	收盘价(元)			每股净资产(元/股)			PB(倍)		
		2015/1/12	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E		
601636	旗滨集团	8.14	4.69	5.10	5.61	1.7	1.6	1.5		
002457	青龙管业	10.28	5.33	5.74	6.24	1.9	1.8	1.6		
002247	帝龙新材	10.00	4.82	5.20	5.66	2.1	1.9	1.8		
002718	友邦吊顶	66.79	10.44	13.22	16.85	6.4	5.1	4.0		
平均值							3.0	2.6	2.2	

资料来源：Wind，EPS 和每股净资产为 Wind 一致预期，海通证券研究所

6. 风险提示

安徽国企改革推进大幅低于预期，房地产销售、投资大幅下跌；油价大幅回升。

信息披露

分析师声明

邱友锋：建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

海螺水泥、北京利尔、金隅股份、东方雨虹、塔牌集团、上峰水泥、冀东水泥、天山股份、龙泉股份、禾盛新材、中国玻纤、长海股份、海螺型材、北新建材、华新水泥。

投资评级说明

类别	评级	说明	
1. 投资评级的比较标准	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。