

其他建材

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 17.00元

当前股价: 13.90元

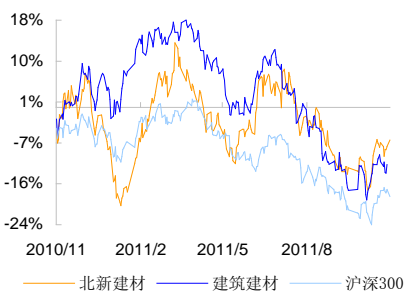
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2528.71
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	80
EPS	0.72
每股净资产(元)	4.50
资产负债率	56.23%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
北新建材	4.35	-4.79	-3.30
建筑建材	4.36	-12.21	-21.24
沪深300指数	5.39	-4.57	-14.53



相关报告

北新建材-成本压力增大, 政府补助支撑业绩增长 2011-04-27

北新建材-产能扩张步伐加快, 五年内石膏板规模达 20 亿 m² 2011-03-20

北新建材-继续扩张中西部产能, 全国布局进一步完善 2011-02-23

北新建材

000786

强烈推荐

短期看成本下降, 长期看新增产能带来的盈利提升

近期, 作为石膏板重要原材料的废纸价格出现 25%左右的快速下跌, 未来石膏板毛利率有望回升。

投资要点:

- 短期看, 废纸价格近 25%的跌幅有望提升石膏板毛利率至 30%左右, 预计明年 EPS 可达 1.14 元。金融危机后公司成本受纸价持续上升拖累。但三季度以来, 进口废纸价格从 7 月的 276 美元/吨跌至 11 月初的 210 美元, 跌幅近 25%。由于行业需求低迷, 预计纸价仍存下跌空间。我们预计成本下降将会在今年年底或明年初开始反映, 石膏板毛利率将回升至 30%左右。通过敏感性分析, 美废价格变动 5%, 对公司 EPS 影响为 2.3%, 预计明年公司实现 10 亿 m² 销量, 则 EPS 将增至为 1.14 元。
- 长期看, 2008 年后新增产能累计占比将由目前的 73%增至 2013 年的 83%, 将保证公司较高的盈利能力。公司 2008 年以后新增生产线盈利能力较高, 净利率近 20%, 带动总体毛利率升至 30%左右。随着投资的加大, 2008 年后累计新建产能在总产能中占比由 2008 年的 35%升至 2010 年的 73%, 2013 年将增至 83%, 公司利润率有望保持较高水平。
- 未来三年 86%新增产能集中在泰山石膏, 中端市场占有率有望突破 50%。11-13 年公司新增产能中, 泰山与龙牌为 4.9 亿 m² 与 0.8 亿 m², 占比为 86%与 14%。泰山规模将迅速放大, 预计 2013 年产能比 2010 年底增长 8 成以上; 再加上新生产线多集中于西部地区, 其对中端产品的需求空间较大, 预计泰山石膏占有率有望突破 50%。
- 2015 年公司石膏板将达 20 亿 m², 未来收入年均增长可达 20%公司 2011 与 2012 年石膏板产能将增至 12.07 亿与 14.67 亿 m², 增速 16%与 22%。公司计划于 2015 年实现 20 亿 m² 的全球第一大规模的目标, 这意味着 2013-2015 年每年增速将达到 11%。我们预计随着石膏板规模基数的变大, 公司收入增速将会放缓, 但年均增速预计能够维持 20%左右。
- 给予“强烈推荐”的评级。预计公司 11-13 年收入由 58.7 亿升至 89.2 亿元, 对应 EPS 为 0.85 元、1.14 元与 1.43 元, 调高评级至“强烈推荐”。

风险提示: 下游需求不达预期, 公司产品降价。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4369	5868	6936	8918
收入同比(%)	33%	34%	18%	29%
归属母公司净利润	417	487	657	820
净利润同比(%)	29%	17%	35%	25%
毛利率(%)	27.1%	23.9%	26.3%	25.9%
ROE(%)	16.1%	16.3%	18.1%	18.4%
每股收益(元)	0.72	0.85	1.14	1.43
P/E	21.38	18.29	13.55	10.87
P/B	3.44	2.99	2.45	2.00
EV/EBITDA	13	10	8	6

资料来源: 中投证券研究所

目录

一、短期看，废纸价格跌幅 25%，预计明年 EPS 增至 1.14 元	4
1.1 废纸价格近期跌幅近 25%，石膏板毛利率将升至 30%左右	4
1.1.1 废纸占石膏板成本约 27%	4
1.1.2 08 年以来纸价持续上升趋势逆转，7 月份至今价格跌幅近 25%	4
1.1.3 09 年以来煤价处于缓慢上升通道,未来两年有下降可能	5
1.1.4 石膏板毛利率将提升至 30%左右	6
1.2 短期成本端下行，预计明年 EPS 增至 1.14 元	7
二、长期看，新生产线比重增加将保证公司盈利能力高企	8
2.1 新生产线盈利能力显著提高	8
2.1.1 新建生产线净利率接近 20%，公司长期盈利能力将保持高水平	8
2.2 2008 年后新建线累计产能占比 2013 年将增至 83%	8
2.2.1 今明年总产能新增 1.7 亿与 2.6 亿 m ² ，增速有所放缓	8
2.2.2 2008 年后新建线累计产能占比将由目前的 73%增至 2013 年的 83%	10
2.3 泰山石膏扩张与西部区域开拓，中档产品占有率有望增至 50%	10
2.3.1 大部分新增线集中于西部，全国布局日趋完善	10
2.3.2 未来三年 86% 的新增产能为泰山石膏，中档产品占有率将快速上升	11
三、2015 年公司石膏板规模将达 20 亿 m ² ，收入有望保持 20% 年增速	12
3.1 2015 年公司石膏板扩至 20 亿 m ² ，将成全球第一大石膏板厂商	12
3.2 公司未来收入有望保持 20% 左右年增速，泰山石膏业绩贡献将进一步提升	13
四、盈利预测	14
五、投资建议：强烈推荐	15

图表目录

图 1 公司成本结构	4
图 2 近年来美废价格走势情况 (美元/吨)	5
图 3 美废价格与公司石膏板毛利率走势图	5
图 4 近年来煤炭价格走势情况	6
图 5 煤炭价格与公司石膏板毛利率走势图	6
图 6 单位石膏板用纸与煤成本价与公司石膏板毛利率走势图	7
图 7 公司全资子公司净利率水平	8
图 8 公司石膏板业务总体毛利率	8
图 9 2008 年后累计新增产能占比情况	10
图 10 公司各区域石膏板收入占比情况	11
图 11 公司各区域石膏板收入增速	11
图 12 2011-2013 年新增产能情况	12
图 13 未来三年龙牌与泰山新增产能占比	12
图 14 龙牌石膏板收入情况	14
图 15 泰山石膏收入情况	14
图 16 公司收入占比情况	14
图 17 公司营业利润占比情况	14
表 1 单位石膏板用纸与煤成本价与公司石膏板毛利率走势图	7
表 2 公司近几年投产生产线	9
表 3 北新建材盈利预测	14

一. 短期看，废纸价格跌幅 25%，预计明年 EPS 增至 1.14

元

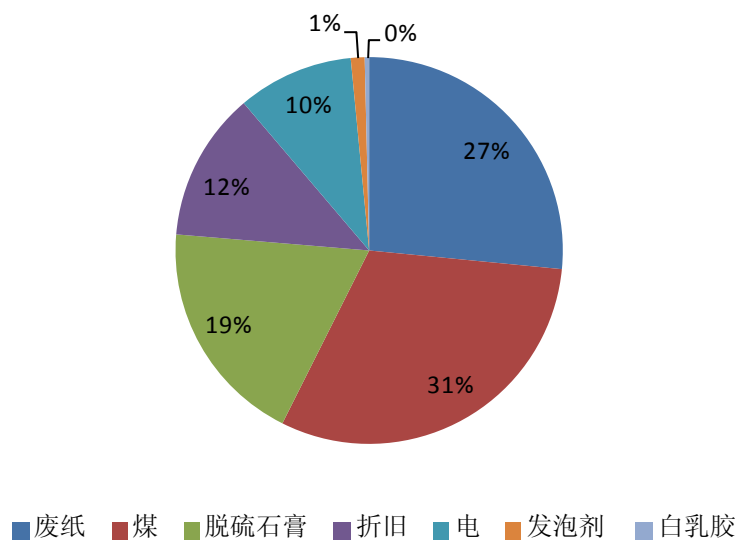
1.1 废纸价格近期跌幅近 25%，石膏板毛利率将升至 30%左右

1.1.1 废纸占石膏板成本约 27%

石膏板的成本中，最主要的来源于护面纸、石膏、煤电耗。根据我们最新的测算，这三者占比接近 80%，其中仅护面纸占比约 27%。护面纸的主要材料是废纸，而石膏现在多来自于电厂的脱硫石膏。

据了解，近期废纸价格下跌明显，而脱硫石膏价格相对稳定；长期看，国内动力煤价格在未来两年有下降可能；而随着公司技术的进展，石膏板生产线规模不断增大，单位石膏板折旧也有下降的空间。

图 1 公司成本结构



数据来源：百川资讯、建材信息网、中投证券研究所

1.1.2 08 年以来纸价持续上升趋势逆转，7 月份至今价格跌幅近 25%

2008 年受金融危机影响，纸价快速下跌，之后便开始持续上升，至 2011 年年中纸价涨至 297 美元/吨的历史高点，累计涨幅达到了 300%以上。由于护面纸是纸面石膏板中重要的原材料之一，纸价波动对石膏板的成本影响较为明显

从公司石膏板业务的盈利能力看，其与废纸价格的变动呈反向相关的关系。①在纸价处于下跌通道中，石膏板毛利率上升反映较快，如 2008 年 7 月份美废价格急速下跌至 92.5 美元/吨，公司毛利率也从 08 年四季度开始缓慢回升，且公司毛利率高点出现在 2009 年年底。②当纸价处于上升通道时，公司毛利率下滑相对滞后，如纸价均价在 2009 年中后持续上升，但公司毛利率在半年后才开始反映。我们认为这一方面可能与公司原材料合同签订能够在一定时间内锁定护面纸价格相关，另一方面公司在成本上涨过程中会主动涨价。

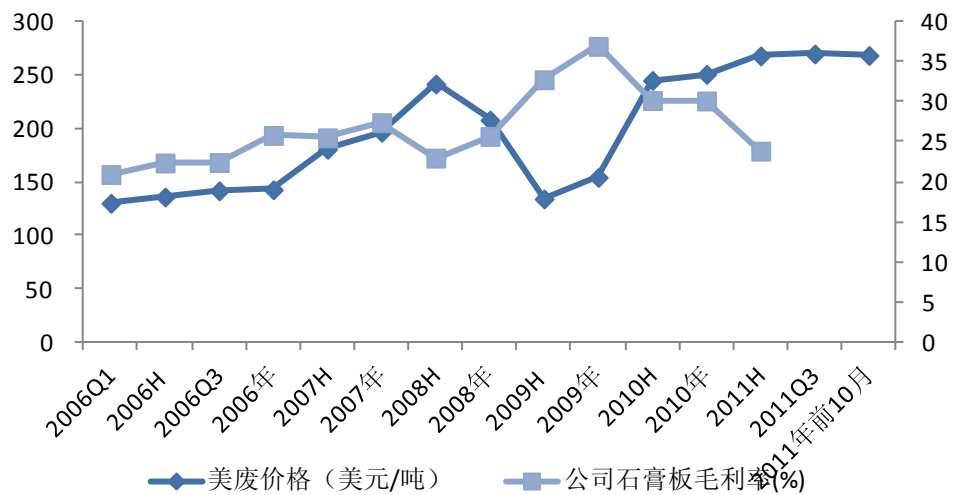
今年三季度以来，国内与进口木浆与废纸价格均出现快速下跌，从7月年的276美元/吨跌至11月上旬的210美元，跌幅约24%。原因仍在于行业需求低迷，木浆库存量位处高位，且短期内难以改善。我们预计未来纸价仍存在一定下跌空间。因此我们判断至少从明年上半年开始，公司成本的下降将会使石膏板毛利率逐步回升。

图2 近年来美废价格走势情况（美元/吨）



数据来源：wind、中投证券研究所

图3 美废价格与公司石膏板毛利率走势图



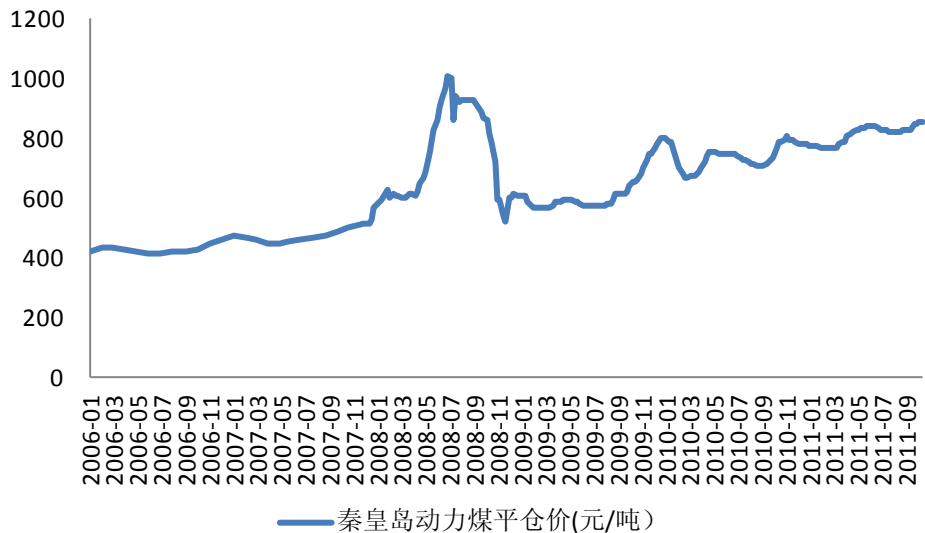
数据来源：wind、公司公告、中投证券研究所

1.1.3 09年以来煤价处于缓慢上升通道,未来两年有下降可能

煤价从2008年下半年快速下跌以后，维持了将近一年的低位水平，随后在2009年底开始缓慢上升。近期秦皇岛动力煤价格上升至850元/吨，较2009年的价格涨幅约40%。由于能耗价格也是石膏板重要成本之一，而且根据我们的测算，煤电在成本中占比不低于30%。从煤炭价格走势与石膏板毛利率变动图来看，两者亦存在着反向关系。

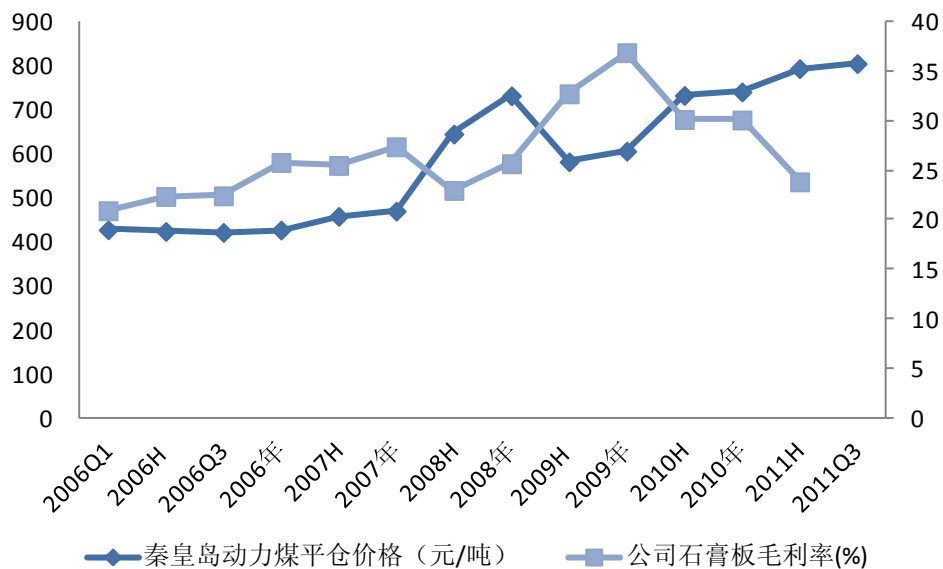
根据我们煤炭研究员的观点，随着内蒙古铁路煤运专线的进一步建设，1-2年内内蒙地区的煤运瓶颈将得到大幅缓解，预计2013年国内动力煤价格有进入下降的可能。

图 4 近年来煤炭价格走势情况



数据来源：中国煤炭资源网、中投证券研究所

图 5 煤炭价格与公司石膏板毛利率走势图

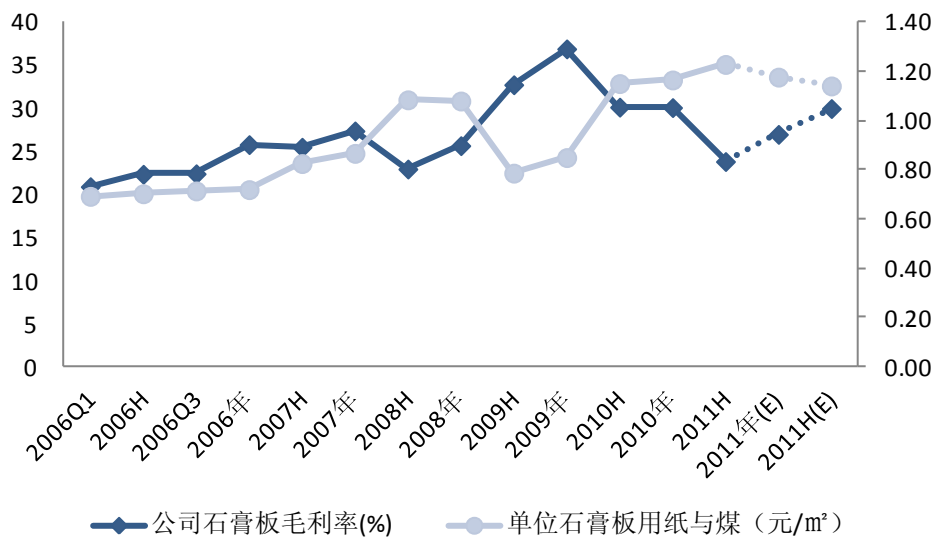


数据来源：中国煤炭资源网、公司公告、中投证券研究所

1.1.4 石膏板毛利率将提升至 30%左右

由于废纸与煤电在石膏板成本中占比超过 50%，我们将单位石膏板所用成本与公司近年来毛利率进行对比，发现两者存在高度的相关性，且时间上较为一致。从阶段价格看，我们认为今年年底上述两项成本已经处于高位，今年年底后有望逐步回落，则石膏板毛利率将重拾上升趋势，我们预计明年石膏板业务将达到 30% 毛利率水平，带动公司整体毛利率上升。

图 6 单位石膏板用纸与煤成本价与公司石膏板毛利率走势图



数据来源: wind、中投证券研究所

1.2 短期成本端下行, 预计明年 EPS 增至 1.14 元

我们预计明年纸价相对今年会有明显的下降, 结合公司产能的增长, 我们作了上述纸价与煤价两因素对公司业绩的敏感性分析。

纸价方面, 我们作相对保守的估计, 以今年 11 月初的价格 210 美元/吨作为基准, 我们预计明年纸价仍会继续下跌。煤价方面, 以近期 850 元/吨作参考, 预计明年煤价仍会平稳或者略有上升。石膏板销量方面, 今年底公司产能将达到 12.07 亿 m², 考虑生产线调试与市场推广原因, 以 80% 的产能利用率计算, 预计公司明年的销售将接近 10 亿 m²。

对于石膏板价格, 我们假设与今年保持一致。这一方面源于下游房地产市场需求受到政策影响, 另一方面公司仍处于提高泰山石膏占有率的阶段, 而泰山在收入与利润中占比又最大, 因此作以上假设。分析结果如下:

表 1 单位石膏板用纸与煤成本价与公司石膏板毛利率走势图

EPS(元/股)	美废 11#价格 (美元/吨)								
	168.00	178.50	189.00	199.50	210.00	220.50	231.00	241.50	252.00
680.0	1.399	1.373	1.347	1.322	1.296	1.271	1.245	1.219	1.194
722.5	1.358	1.333	1.307	1.282	1.256	1.230	1.205	1.179	1.154
765.0	1.318	1.293	1.267	1.241	1.216	1.190	1.165	1.139	1.113
煤炭价	807.5	1.278	1.252	1.227	1.201	1.176	1.150	1.124	1.099
格 (元/	850.0	1.238	1.212	1.187	1.161	1.135	1.110	1.084	1.059
吨)	892.5	1.197	1.172	1.146	1.121	1.095	1.069	1.044	1.018
	935.0	1.157	1.132	1.106	1.080	1.055	1.029	1.004	0.978
	977.5	1.117	1.091	1.066	1.040	1.015	0.989	0.963	0.938
	1020.0	1.077	1.051	1.026	1.000	0.974	0.949	0.923	0.898

数据来源: 中投证券研究所

二、长期看，新生产线比重增加将保证公司盈利能力高企

2.1 新生产线盈利能力显著提高

2.1.1 新建生产线净利率接近 20%，公司长期盈利能力将保持高水平

公司早期生产线盈利能力相对较低。近年来，随着新生产线的不断增多，公司毛利率开始不断上升。

从子公司泰山石膏的情况看。2005 年至 2008 年间，净利率在 12%-15% 之间。随着 2008 年大量生产线开始在 2009 年开始生产，当年净利率上升至 17%，且近两年均保持在该水平。同样地，从公布的太仓北新与宁波北新的情况来看，其生产线也是建于 2009 年，净利润也在 18%-20% 之间。

新建生产线这种高利润率水平，带动公司石膏板业务总体盈利能力的增强。公司在 2005 年毛利率约 25%，近几年缓慢提升，2009 年涨至 37%。近两年受成本拖累有所下降，但正常情况仍接近 30%。

我们认为，公司近年产能仍将稳步增长，旧生产线占比将越来越小；在成本相对稳定的情况下，公司盈利能力有望长期保持较高水平。

图 7 公司全资子公司净利率水平

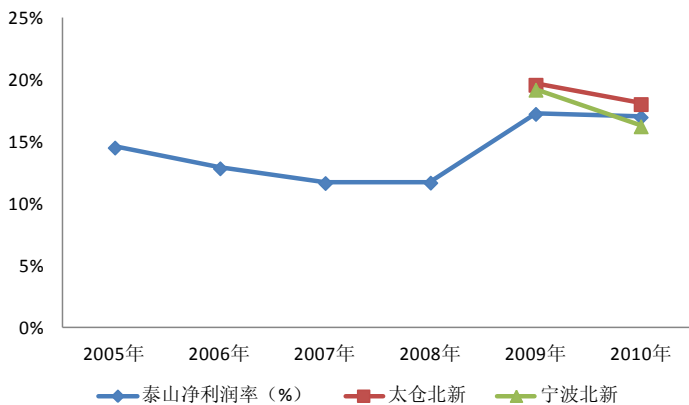
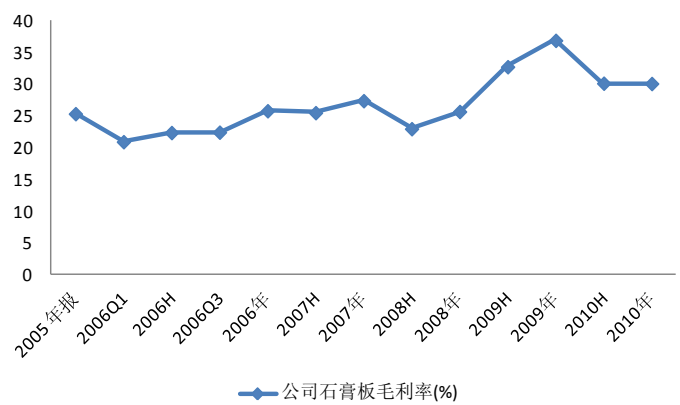


图 8 公司石膏板业务总体毛利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.2 2008 年后新建线累计产能占比 2013 年将增至 83%

2.2.1 今明年总产能新增 1.7 亿与 2.6 亿 m²，增速有所放缓

我们以石膏板生产线点火试产的时间为标志计算产能规模。由于去年点火的生产线较多，这些线大多在今年正式投产并释放业绩。

从目前生产线的建设进展看，预计 2011-2013 年新增生产线将分别达到 6 条、8 条、3 条，新增产能为 1.7 亿 m²、2.6 亿 m²、1.4 亿 m²；总规模为 12.07、14.7 与 16.3 亿 m²，增速为 16%、22%与 11%，增速较前几年放缓，这部分原因在于规模基数已经较高。

表 2 公司近几年投产生产线

产品	所属公司	地点	生产线	年产能(万 m ²)	投资金额 (万元)	投产时间 (预计)
2010 年						
龙牌	广安北新	四川广安	脱硫石膏板	3000	10485.27	2010 年 3 月
	广安北新	四川广安	轻钢龙骨	3000 吨		正在建设
	武汉北新	湖北武汉	脱硫石膏板	000	11331.97	2010 年 5 月
	辽宁铁岭	脱硫石膏板	脱硫石膏板	3000	10055.08	2010 年 10 月投产
	太仓北新	太仓二期	脱硫石膏板	3000	10848	2010 年点火试产
	平邑北新	山东平邑	脱硫石膏板	3000	4000	2010 年点火试产
	句容北新	江苏句容	脱硫石膏板	3000	13260	2010 年点火试产
	镇江北新	江苏镇江	脱硫石膏板	6000	13400	2010 年点火试产
	镇江北新	江苏镇江	轻钢龙骨	5000 吨		2010 年点火试产
	故城北新	河北故城	脱硫石膏板	3000	22000	2010 年点火试产
故城北新	河北故城	轻钢龙骨	3000 吨	2010 年点火试产		
泰山	江西泰山	江西丰城	脱硫石膏板	3000	7564	2010 年 3 月
	泰山石膏	河南偃师	脱硫石膏板	3000	10963.48	2010 年 6 月
	铜陵泰山	安徽铜陵	脱硫石膏板	3000	9069.53	2010 年 6 月
	泰山石膏	湖北荆门二线	脱硫石膏板	3000	4900	2010 年点火试产
	江津泰山	重庆江津二期	石膏板	2000	350	2010 年点火试产
合计新增规模				41000		
2011 年						
泰山	泰山石膏	宁夏银川	脱硫石膏板	3000	7020	2011 年底
	泰山石膏	贵州福泉	脱硫石膏板	2000	7,657	2011 年
	泰山石膏	广东惠州	脱硫石膏板	3000	7971	2011 年
	泰山石膏	江苏南通	脱硫石膏板	3000	8968	2011 年
	泰山石膏	四川什邡	脱硫石膏板	3000	8,937	2011 年
	泰山石膏	河北青县	脱硫石膏板	3000	7645	2011 年
	泰山石膏	山东泰安	石膏护面纸	10 万吨	24595	2011 年
合计新增规模				17000		
2012 年						
龙牌	新乡北新	河南新乡	脱硫石膏板	3000	10,897	2012 年
	新乡北新	河南新乡	轻钢龙骨	3000 吨		
泰山	泰山石膏	重庆	脱硫石膏板	2000	2,690	2012 年
	泰山石膏	云南易门二线	纸面石膏板	3000	7,611	2012 年
	泰山石膏	河南偃师二期	脱硫石膏板	4000	10,704	2012 年
	泰山石膏	江苏南通二期	脱硫石膏板	400	10,690	2012 年
	泰山石膏	辽宁绥中	脱硫石膏板	4000	11,914	2012 年
	泰山石膏	山西潞城二线	脱硫石膏板	300	076	2012 年
	泰山石膏	陕西渭南	脱硫石膏板	3000	8018.16	2011 年
合计新增规模				26000		
2013 年						
龙牌	淮南北新	安徽淮南	脱硫石膏板	5000	20,000	2013 年

	淮南北新	安徽淮南	轻钢龙骨	5000 吨		2013 年
泰山	泰山石膏	湖北武穴	脱硫石膏板	5000	6,151	2013 年
	泰山石膏	安徽巢湖	脱硫石膏板	4000	11,409	2013 年
	合计新增规模			14000		

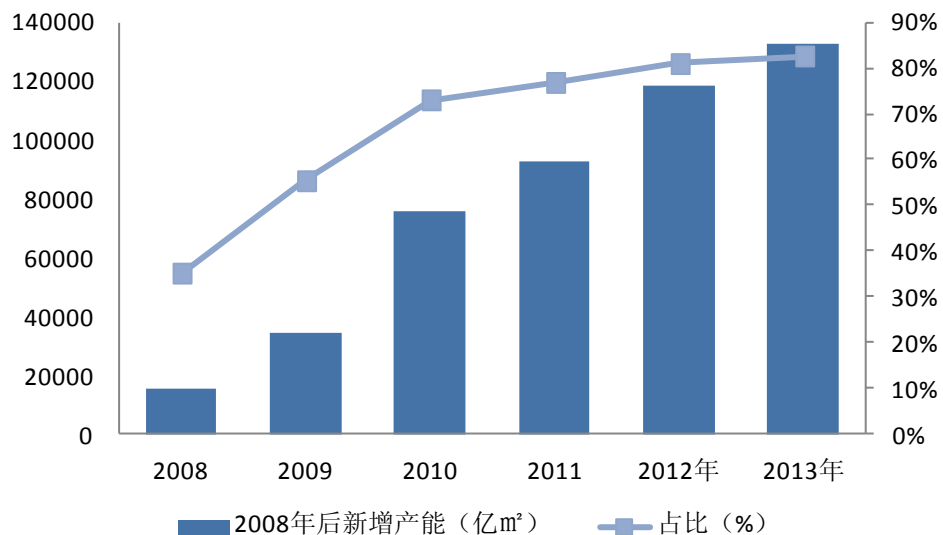
数据来源：公司公告，中投证券研究所

2.2.2 2008 年后新建线累计产能占比将由目前的 73% 增至 2013 年的 83%

根据前面的分析，2008 年以后新增的生产线相对较新，其盈利能力也相对较高。随着产能的不断增长，其在总产能中的占比将不断提升。

2008 年后累计新建的生产线在总产能中占比由 2008 年的 35% 升至 2010 年的 73%，我们预计 2013 年将增至 83%。随着更多先进生产线的投产，公司经营效率有望提升，有利于经营业绩的提升。

图 9 2008 年后累计新增产能占比情况



数据来源：公司公告，中投证券研究所

2.3 泰山石膏扩张与西部区域开拓，中档产品占有率有望增至 50%

2.3.1 大部分新增线集中于西部，全国布局日趋完善

公司近年来在全国的战略布局逐步完善，除了在传统的华东、华北与华中增加网点，也开始在西南、华南与东北设立生产线。

从收入占比看，2007 年至今西部的占比从 3.6% 提升至今年年中的 17.7%。从收入增速看，过去三年西部区域收入年均增长 91%，接近翻番，第二名的南方地区增速仅 23%，远高于北方与国外 11.6% 与 13.3% 的增长。2011 年上半年，西部地区收入增长更是达到 160%，市场空间广阔。

为了扩大市场推广力度，公司采用“龙之行”推广会在三线城市进行推广，扩大知名度。由于不发达地区对价格的承受能力相对有限，所以对中档产品的需求空

间相对较大。另外，公司成为保障性住房建设的合作企业，随着国内保障房建设的不断推进，公司的市场份额有望进一步上升。

图 10 公司各区域石膏板收入占比情况

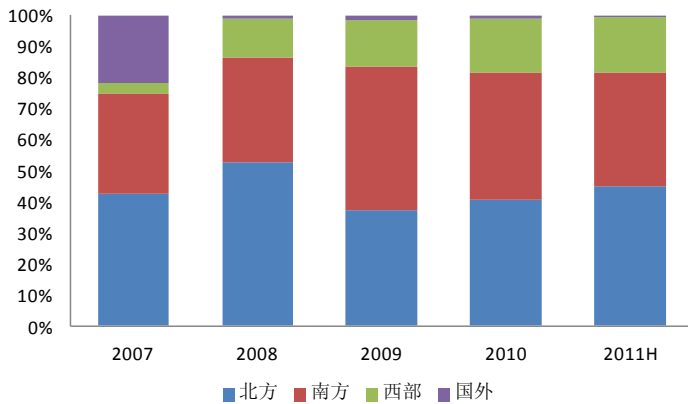
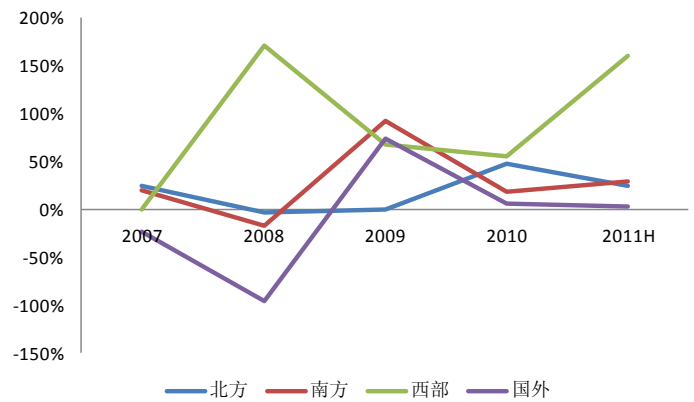


图 11 公司各区域石膏板收入增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

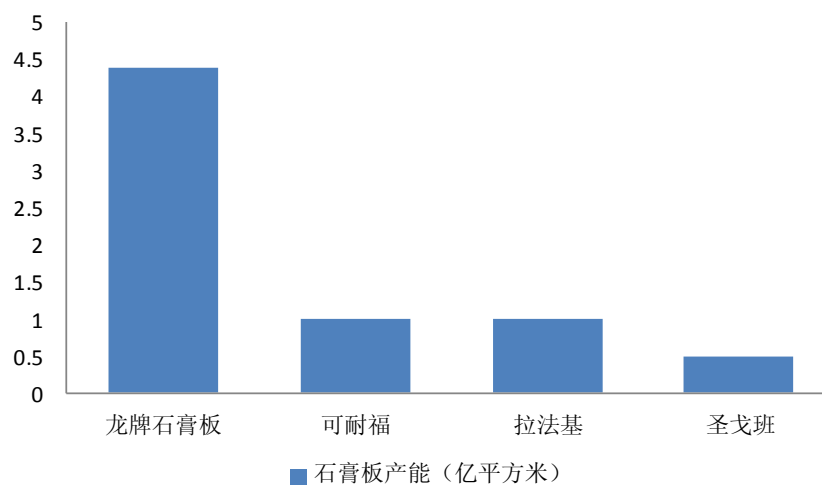
2.3.2 未来三年 86%的新增产能为泰山石膏，中档产品占有率将快速上升

公司 2010 年投产的生产线中绝大部分为龙牌石膏板，该品牌主要面向高端市场，扩张迅速使公司拥有 4 亿 m²的生产能力，市场占有率超过 50%。未来几年，公司将着力拓展中端产品即泰山石膏市场。

在 2011-2013 年预计新增的生产线中，公司共有 17 条新线投产，其中泰山与龙牌分别为 15 与 2 条，产能规模为 4.9 亿 m²与 0.8 亿 m²，占比分别为 86%与 14%。

泰山石膏主要面对中档市场，公司目前占有率约 30%，因此公司该产品涨价相对困难。随着未来生产线的不断投放，预计 2013 年泰山石膏产能将超过 10 亿 m²，较 2010 年底规模增长 82%，公司的占有率有望超过 50%，届时公司有可能采取涨价，盈利能力有望提高。

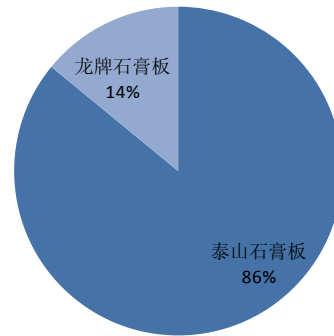
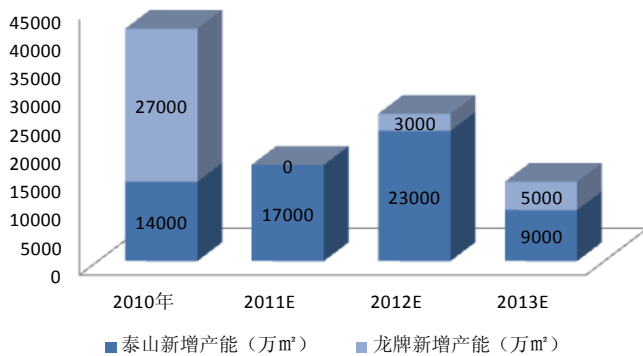
图 1 石膏板高端市场各企业规模比较



数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 12 2011-2013 年新增产能情况

图 13 未来三年龙牌与泰山新增产能占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、2015 年公司石膏板规模将达 20 亿 m²，收入有望保持

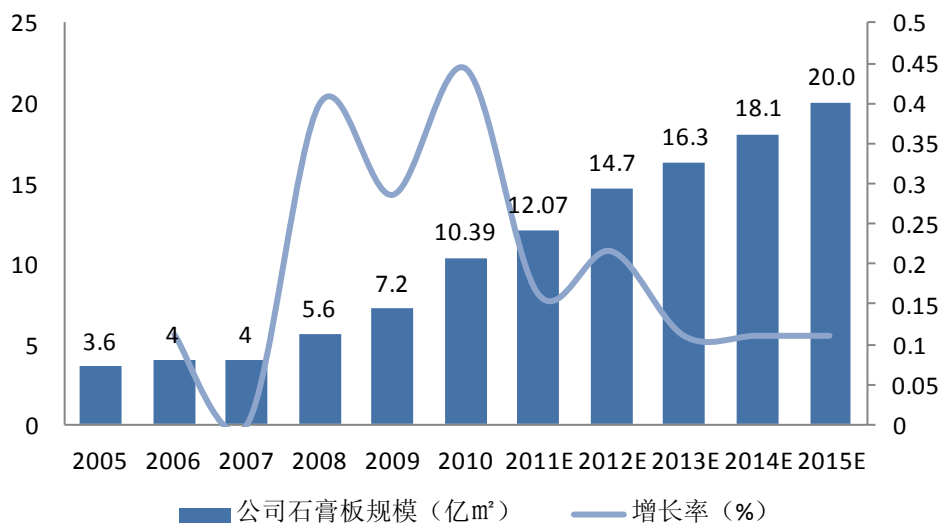
20% 年增速

3.1 2015 年公司石膏板扩至 20 亿 m²，将成全球第一大石膏板厂商

公司近年来石膏板规模扩张迅速，2010 年底已经完成全国 10 亿 m² 的布局。根据目前的生产线建设进度，公司 2011 与 2012 年石膏板产能将增到 12.07 亿 m² 与 14.67 亿 m²，增速分别为 16% 与 22%。

公司原本 15 亿 m² 的产能规划有望于 2013 年提前达到，公司计划于 2015 年前实现 20 亿 m² 的规模，届时将成为全球石膏板第一大厂商。我们以明年产能 14.67 亿 m² 的基数计算，如果 2015 年规模达到 20 亿 m²，则 2013-2015 年每年增速将达到 11%。

图 1 公司石膏板规模规划情况

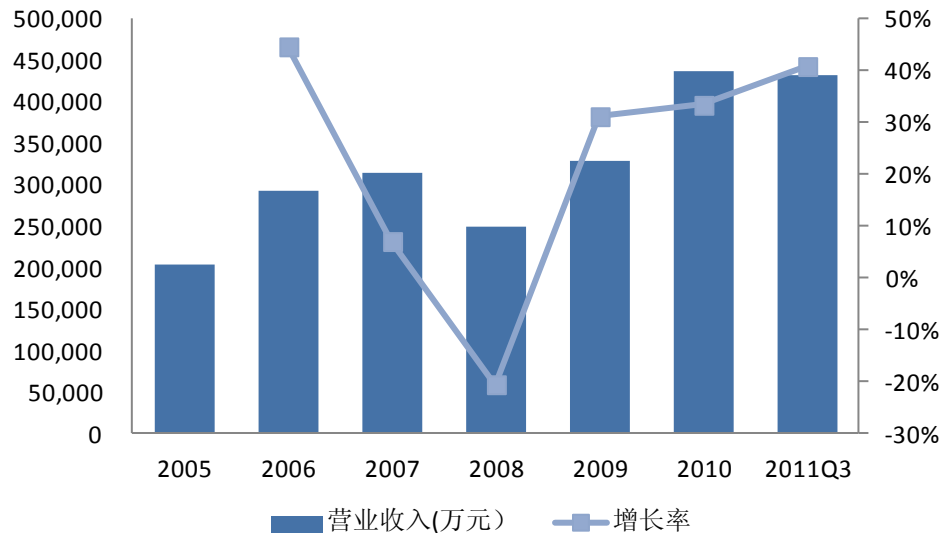


数据来源：公司公告、中投证券研究所

3.2 公司未来收入有望保持 20%左右年增速，泰山石膏业绩贡献将进一步提升

公司自 2005 年以来，收入从 20.3 亿元增至 2010 年的 43.7 亿元，对应年均增速 17%。近两年扩张加快导致收入规模增速一直维持在 30%以上，今年前三季度更是达到了 41%。我们预计随着石膏板规模基数的变大，公司收入增速将会放缓，但年均增速预计能够维持 20%左右。

图 1 公司营业收入情况



数据来源：公司公告、中投证券研究所

从公司合并报表上可看出，公司 2007 年末出售中国建材投资公司以后，龙牌石膏及泰山石膏就成为上市公司收入与利润两大来源。

从近五年子公司泰山石膏的收入情况看，从 2005 年 4.3 亿元上升至 2010 年的 29 亿元，年均复合增速为 47%，远高于龙牌石膏 17% 的增速，因而在收入还是净利润中占比都在逐年提升。在收入中，泰山石膏占比从 2006 年的 26% 上升至去年的 66%；而营业利润中占比则从 49% 升至 81%。

由于泰山石膏面向中档市场，单位价格低于龙牌，所以高收入说明其销量明显高于龙牌。随着目前可预测的近三年 4.9 亿 m³ 新增产能的相继投放、以及公司在二三线城市市场的不断开拓，我们预计未来三年泰山石膏每年收入能够保持 30% 的增长，则其在公司业绩贡献将进一步上升。

图 14 龙牌石膏板收入情况

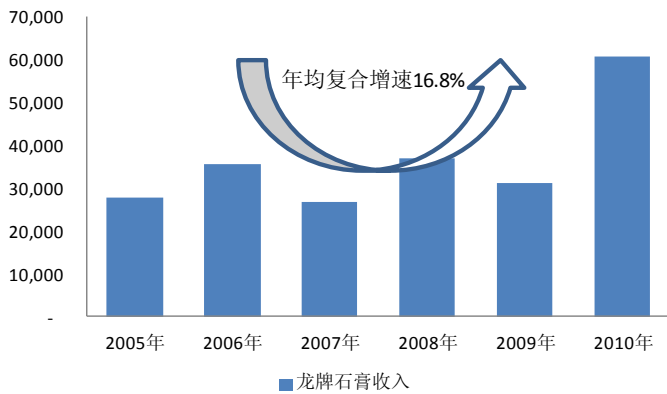
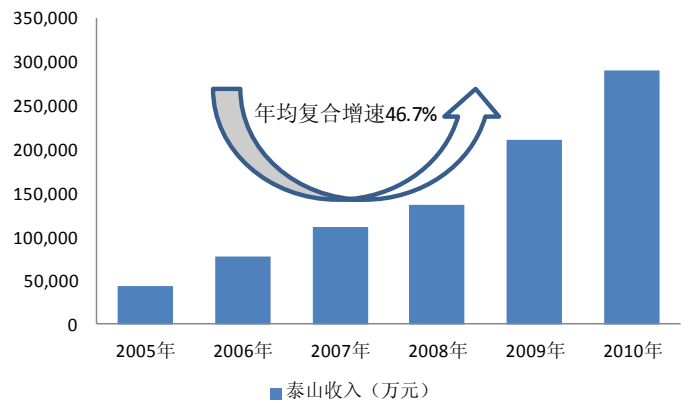


图 15 泰山石膏收入情况



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 16 公司收入占比情况

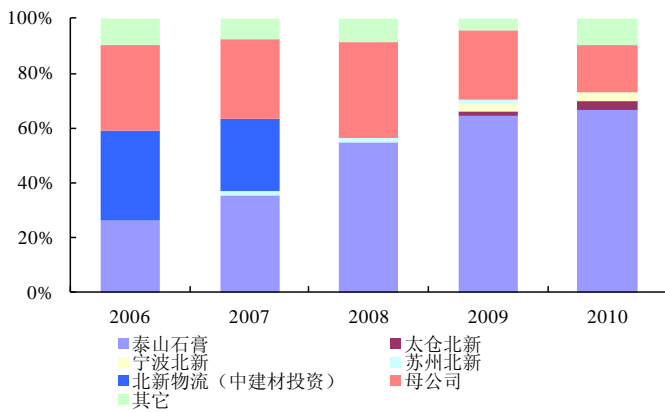
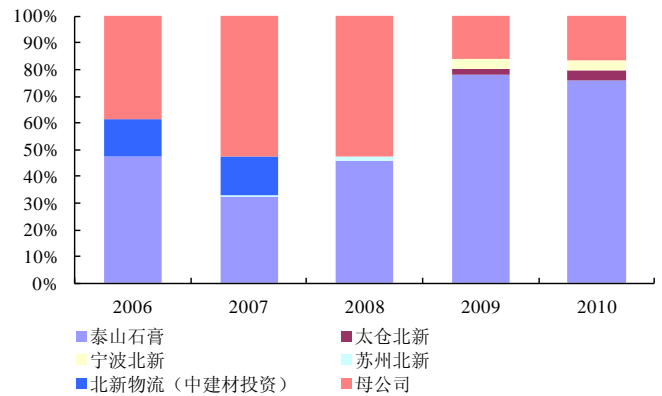


图 17 公司营业利润占比情况



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

四、盈利预测

公司 2012 年业绩增长主要来源于销量的增长及成本的下降, 预计全年销量为 10 亿 m², 相关盈利预测如下:

表 3 北新建材盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
泰山石膏				
产能 (万平方米)	59,700	76,700	99,700	112,661
销量 (万平方米)	58,009	72,865	87,736	114,655
价格 (元/平方米)	5.00	5.05	5.05	5.10
收入 (万元)	290,047	367,968	443,067	584,741
龙牌				
产能 (万平方米)	44,000	44,000	47,000	52,170
销量 (万平方米)	9,338	15,840	16,724	20,118

价格 (元/平米)	6.50	6.85	6.80	6.90
收入 (万元)	60,695	108,504	113,723	138,813
石膏板业务				
总产能 (万平方米)	103,700	120,700	146,700	164,831
总销量 (万平方米)	67,347	88,705	104,460	134,773
收入 (万元)	350,742	476,472	556,790	723,554
增速 (%)	45.1%	35.8%	16.9%	30.0%
成本 (万元)	245,134	355,448	396,991	520,959
增速 (%)	60.8%	45.0%	11.7%	31.2%
毛利率 (%)	30.1%	25.4%	28.7%	28.00%
其它产品				
收入 (万元)	86,166	110,292	136,762	168,217
增速 (%)	0.5%	28.0%	24.0%	23.0%
成本 (万元)	73,550	91,202	114,003	140,224
增速 (%)	-0.3%	24.0%	25.0%	23.0%
毛利率 (%)	14.6%	17.0%	15.0%	15.0%
主营业务收入总计 (万元)				
	436,908	586,764	693,552	891,771
增速 (%)	33.4%	34.3%	18.2%	28.6%
成本 (万元)	318,684	446,651	510,994	661,182
增速 (%)	40.8%	40.2%	14.4%	29.4%
毛利率 (%)	27.1%	23.9%	26.3%	25.9%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、投资建议：强烈推荐

根据我们的盈利预测，公司 11-13 年收入由 58.7 亿升至 89.2 亿元，对应 EPS 为 0.85 元、1.14 元与 1.43 元。由于公司未来几年规模增长稳定，加上长期利润率有上升趋势，目前估值较便宜，调高评级至“强烈推荐”。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2153	2940	3513	4843
现金	819	1056	1318	1784
应收账款	177	244	296	402
其他应收款	21	32	62	120
预付账款	243	357	409	595
存货	875	1221	1397	1906
其他流动资产	18	29	31	36
非流动资产	5204	5852	6483	6896
长期投资	209	212	212	212
固定资产	3280	3906	4426	4779
无形资产	664	826	1008	1198
其他非流动资产	1051	907	837	708
资产总计	7357	8791	9996	11739
流动负债	3021	4399	4669	5163
短期借款	2048	3072	3196	3244
应付账款	456	625	715	992
其他流动负债	517	702	758	927
非流动负债	1116	561	526	526
长期借款	422	422	422	422
其他非流动负债	694	139	104	104
负债合计	4137	4960	5195	5689
少数股东权益	630	849	1161	1591
股本	575	575	575	575
资本公积	510	510	510	510
留存收益	1504	1897	2554	3374
归属母公司股东权益	2590	2982	3640	4459
负债和股东权益	7357	8791	9996	11739

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	912	311	1208	1292
净利润	611	706	969	1250
折旧摊销	181	209	252	289
财务费用	81	151	177	172
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	-4	-756	-178	-452
其他经营现金流	39	0	-12	33
投资活动现金流	-665	-853	-894	-702
资本支出	1209	668	700	500
长期投资	-23	11	0	0
其他投资现金流	521	-174	-194	-202
筹资活动现金流	-79	779	-52	-123
短期借款	664	1024	124	48
长期借款	63	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0
其他筹资现金流	-810	-245	-177	-172
现金净增加额	168	237	262	466

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4369	5868	6936	8918
营业成本	3187	4467	5110	6612
营业税金及附加	5	6	7	9
营业费用	202	205	253	325
管理费用	266	323	392	504
财务费用	81	151	177	172
资产减值损失	11	12	12	12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0
营业利润	613	704	985	1284
营业外收入	52	60	65	70
营业外支出	12	8	10	10
利润总额	653	756	1040	1344
所得税	42	50	71	94
净利润	611	706	969	1250
少数股东损益	194	219	312	430
归属母公司净利润	417	487	657	820
EBITDA	875	1064	1414	1745
EPS (元)	0.72	0.85	1.14	1.43

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	33.4%	34.3%	18.2%	28.6%
营业利润	15.3%	14.9%	39.9%	30.3%
归属于母公司净利润	29.5%	16.9%	35.0%	24.7%
获利能力				
毛利率	27.1%	23.9%	26.3%	25.9%
净利率	9.5%	8.3%	9.5%	9.2%
ROE	16.1%	16.3%	18.1%	18.4%
ROIC	13.8%	12.9%	15.5%	17.3%
偿债能力				
资产负债率	56.2%	56.4%	52.0%	48.5%
净负债比率	61.46	71.94%	71.07	65.76%
流动比率	0.71	0.67	0.75	0.94
速动比率	0.42	0.39	0.45	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.73	0.74	0.82
应收账款周转率	17	22	21	21
应付账款周转率	7.84	8.26	7.62	7.75
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.85	1.14	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	0.54	2.10	2.25
每股净资产(最新摊薄)	4.50	5.19	6.33	7.75
估值比率				
P/E	21.38	18.29	13.55	10.87
P/B	3.44	2.99	2.45	2.00
EV/EBITDA	13	10	8	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

报告日期	报告标题
2011-04-27	北新建材-成本压力增大，政府补助支撑业绩增长
2011-03-20	北新建材-产能扩张步伐加快，五年内石膏板规模达 20 亿m ²
2011-02-23	北新建材-继续扩张中西部产能，全国布局进一步完善
2010-11-15	北新建材-产能集中释放，石膏板龙头优势明显

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 7 年证券行业从业经验。

王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434