

**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: 13.98元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2466.96
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	5.27	-4.25	-2.41
建筑建材	0.49	-11.45	-18.62
沪深300指数	3.43	-4.54	-12.26



**相关报告**

北新建材-短期看成本下降,长期看新增产能带来的盈利提升 2011-11-15

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m<sup>2</sup> 2011-03-20

**北新建材**

**000786**

**强烈推荐**

**需求继续稳步增长,成本下行提升盈利**

本报告中,我们主要对石膏板的长期与短期需求、供给情况、价格及成本走势进行分析。

**投资要点:**

- 我国石膏板人均使用量远低于世界水平,未来五年市场将达40亿m<sup>2</sup>,年均增长14%。①我国目前人均石膏板用量1.5m<sup>2</sup>,远低于世界2.5m<sup>2</sup>及美国6.9m<sup>2</sup>;而水泥人均用量高于世界一倍;未来石膏板将不断替代水泥预制板等传统建材。②需求增长远高于房地产增速。过去十年我国水泥与房地产年均增速低于15%,而石膏板高达40%,其增长一是来自对传统建材的替代,二是来自于存量房屋改造市场的需求。以人均3m<sup>2</sup>需求量预测,我国石膏板市场5年内将达40亿m<sup>2</sup>。
- 2012年房地产竣工面积增速仍将保持高位,石膏板需求将增长25%。09年底至10年50%以上的商品房新开工增速将直接影响2012年的竣工面积,预计2012年竣工增速将保持在20%以上;而目前房地产投资下行预计将在2013年体现。基于此我们预计明后年石膏板需求增速为25%与15%,需求量为27.9亿m<sup>2</sup>与32.0亿m<sup>2</sup>。
- 2012年新增需求明显大于供给,石膏板价格将保持稳定。由于近两年北新建材与可耐福石膏板产能扩张明显,大企业市场占有率已经超过50%。2012年我们估计市场新增供给约为3.5亿m<sup>2</sup>,小于预计的5.6亿m<sup>2</sup>的新增需求。加上市场集中度不断提升,石膏板价格有望保持稳定。
- 明年上半年以前废纸价格仍将保持下行趋势,公司毛利率回升至30%左右。美废价格受制于全球宏观经济,我们预计明年上半年以前全球经济不会出现明显的好转。而且作为原材料的木浆库存量已经达到40天,高于30天的常规水平。因此预计废纸价格仍将继续下行,公司毛利率明年将回升至30%左右。由于明年下半年宏观经济形势不明确,纸价走势有待明确。
- 给予“强烈推荐”的评级。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,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

通过沟通,市场投资者对北新建材石膏板长期及短期需求是否受到房地产调控的影响、以及废纸成本下行在未来能否持续的担忧,我们进行以下分析。

## 一、长期需求:未来五年需求可达40亿m<sup>2</sup>, 年增14%

### 1.1 我国人均石膏板用量仍远低于全球平均水平

从长期看,石膏板作为一个新型建材,随着生活水平的提高,其人均用量将逐步提升。

在美国,在过去100年中,石膏板消费量增长了27倍。其在90年代石膏板表观消费量就达到超过20亿m<sup>2</sup>,对应人均用量从上世纪初的2.7m<sup>2</sup>/人稳步上升,并于06年达到使用高峰,人均13.97m<sup>2</sup>。虽然近两年受到金融危机影响人均用量有所下滑但仍维持在较高水平。全球平均水平看,人均用量也在2.5m<sup>2</sup>。

我国石膏板应用历史较短,2002年人均用量0.13m<sup>2</sup>;近十年石膏板产量增长超过10倍,带动人均用量增至2009年底的1.15m<sup>2</sup>。虽然我国市场快速增长,但相对于成熟的美国市场,甚至是世界平均水平,仍存在较大的差距,因而长期需求空间仍然广阔。

图1 中国与美国人均石膏板用量走势图

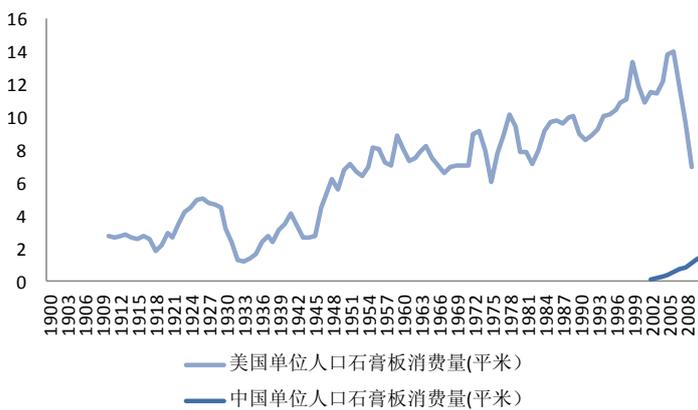
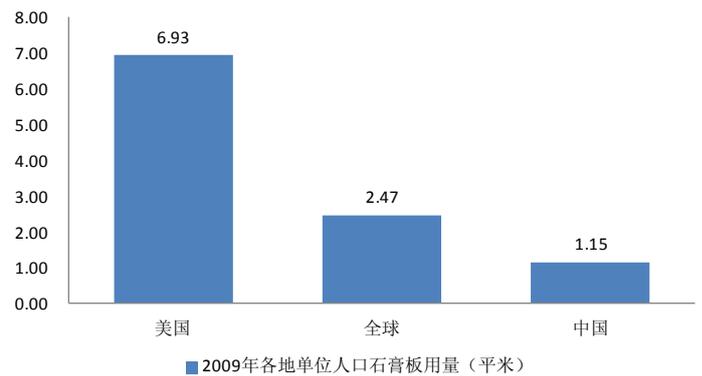


图2 2009年各地单位人口石膏板用量比较



资料来源:中投证券研究所、《USGS 矿物信息年报》、wind

### 1.2 石膏板作为新型建材替代优势明显,将受益消费升级

#### 1.2.1 我国人均水泥用量远高于世界平均水平,未来市场将被新型建材替代

相对于传统建材,石膏板具有防火、隔音、防震有经济等优点,因此成为国家政策中推荐的新型建筑材料。随着消费结构的升级,石膏板将会替代水泥预制板等传统建材。

由于水泥大部分用于新建房屋,我们将其进行比较。从水泥人均用量来看,美国在上世纪初较快上升后趋于稳定,一般维持在300-400kg/人。而全球目前平均人均使用量为510kg。

我国的使用量则呈现快速增长的态势，从 2000 年的 450kg/人上升至去年的 1430kg/人。水泥这种较高耗能的产品未来需求增速将会逐步放缓，市场需求将被新型建材所替代。

图 3 中国与美国人均水泥用量走势图

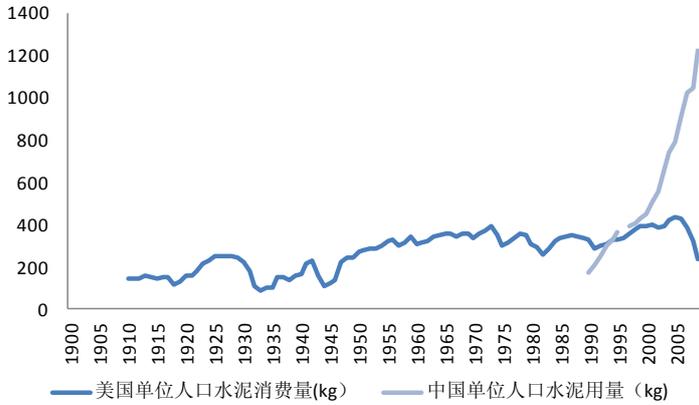
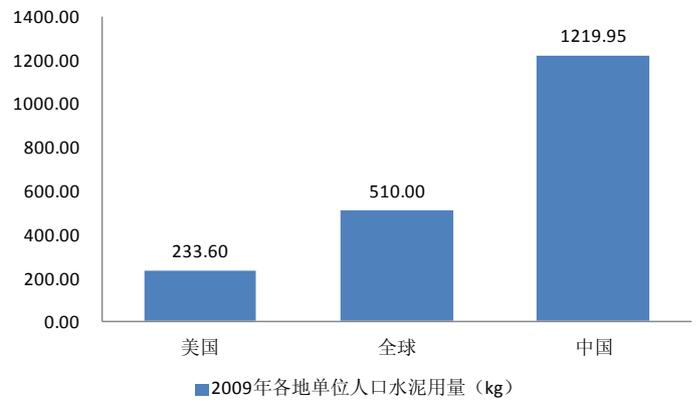


图 4 2009 年各地单位人口水泥用量比较



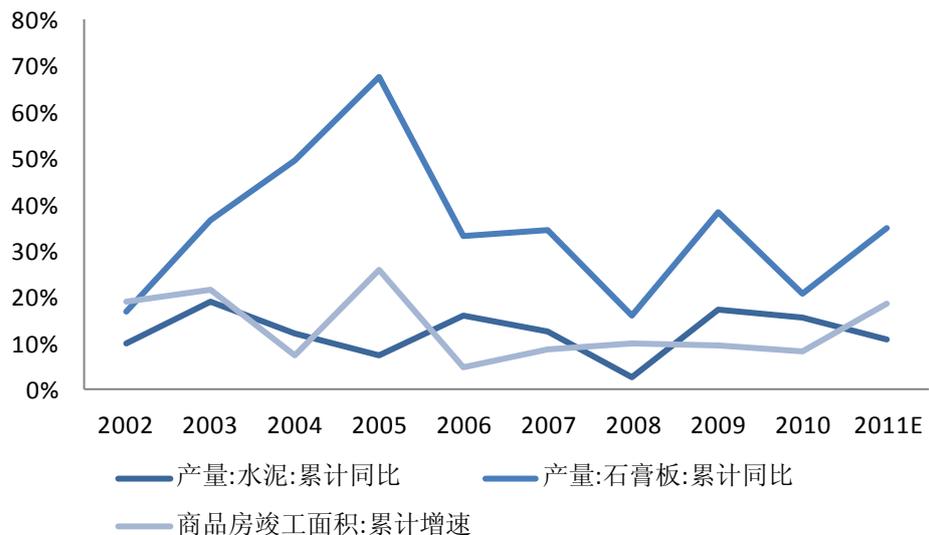
资料来源：《USGS 矿物信息年报》、国家统计局、wind、中投证券研究所、

### 1.2.2 石膏板应用于新建与改造住房，需求增速快于房地产投资

从近十年来我国水泥与石膏板需求增速来看，石膏板都远远超于水泥。从 2002 年至 2010 年间，水泥需求年均增速 14%，石膏板为 40%，而同期商品房竣工面积增速约 13.5%。

由于水泥多用于新建建筑，从其与我国商品房竣工面积的走势来看，两者增速非常接近。石膏板的需求增速波动也受到竣工面积影响，但是增长率远高于同期竣工面积及水泥需求，这说明：一方面，石膏板不仅用于新建房屋，其在旧房改造中也同样应用广泛。另一方面，石膏板在不断替代水泥预制板等传统的混凝土类建材。

图 5 我国近年来水泥与石膏板产量增速比较

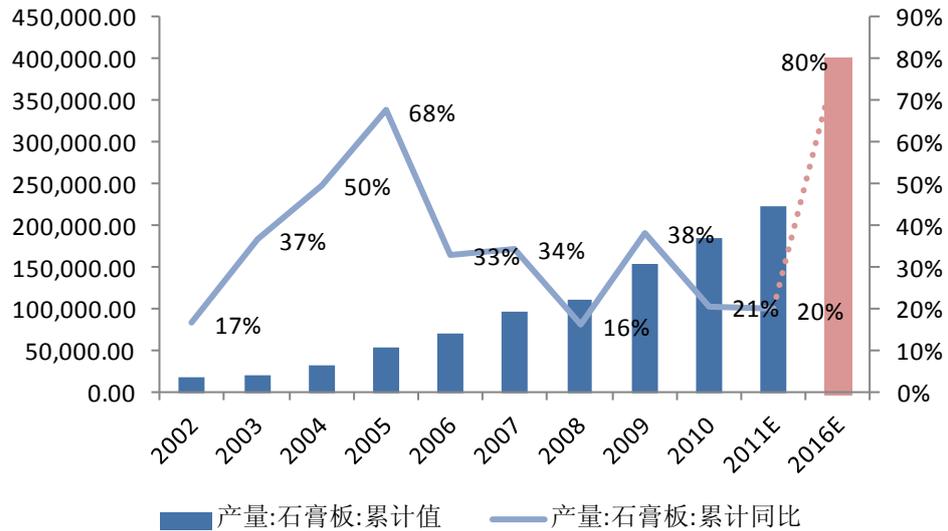


数据来源：wind、中投证券研究所

### 1.3 未来五年我国石膏板需求将达 40 亿m<sup>2</sup>，年均增速 13%

结合美国及全球的情况估算，如果我国人均石膏板使用量接近 3 m<sup>2</sup>，则石膏板需求量将达到 40 亿m<sup>2</sup>，为目前的一倍。结合美国的发展历史，人均用量从 1.5 m<sup>2</sup>上升至 3 m<sup>2</sup>约需要五年时间，因此预计未来五年我国石膏板市场将扩至 40 亿m<sup>2</sup>，对应年均增速为 13%。

图 6 我国石膏板未来五年需求预测



数据来源：wind、中投证券研究所

## 二、明年石膏板需求增长 25%，新增供给小于需求

### 2.1 2012 年与 2013 年需求增速预计可达 25%与 15%

石膏板的需求会受到房地产投资的影响，但更为直接的是来自于竣工面积的波动。根据相关经验，房地产从新开工到竣工约需要 1.5-2 年的时间。而 2009 年底至 2011 年全年我国新开工面积一直维持在很高的水平，在 40%-70%之间，这部分将于今年年底至明年期间竣工。因而，我们预计 2012 年商品房竣工面积的增速将维持在 20%以上，预计石膏板的需求将增长约 25%。

而市场目前对于房地产的担忧主要来源于房地产企业资金紧张，以及明年房地产投资的下降。这确实会直接导致未来竣工面积的下滑，但至少要到 2013 年才会体现出来。历史上 2008 年最严峻的时候，商品房竣工面积增速跌至 6%，而同期石膏板产量增速仍达到 14%，而且是历史上的最低点。我们假设 2013 年的房地产竣工情况与 2008 年相类似，则同期石膏板的需求增速预计约为 15%。

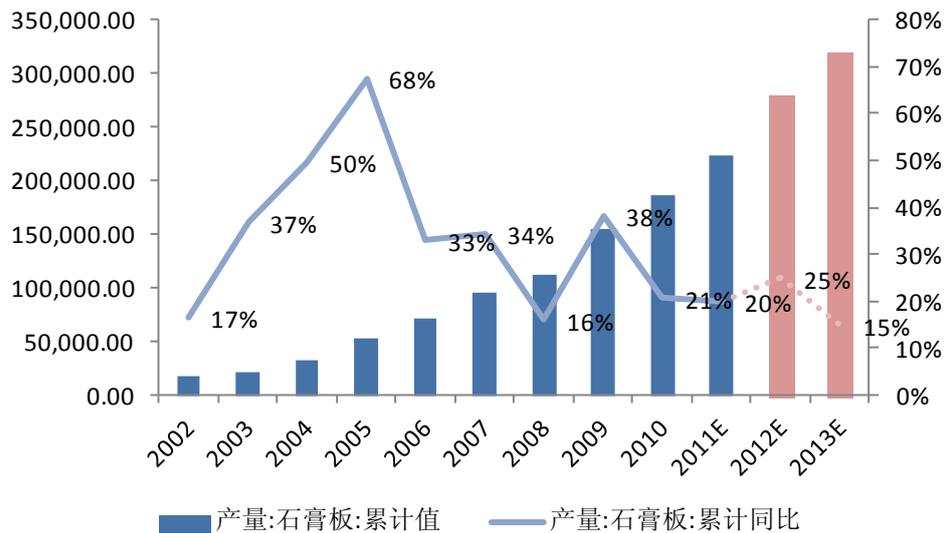
综合来看，2012 与 2013 年我国石膏板需求增速将达到 25%与 15%，则对应需求量为 27.9 亿m<sup>2</sup>与 32.0 亿m<sup>2</sup>。

图 7 我国商品房新开工与竣工面积增速比较



数据来源: wind、中投证券研究所

图 8 我国明后年石膏板需求预测



数据来源: wind、中投证券研究所

## 2.2 2012 年全国石膏板新增供给将小于新增需求量

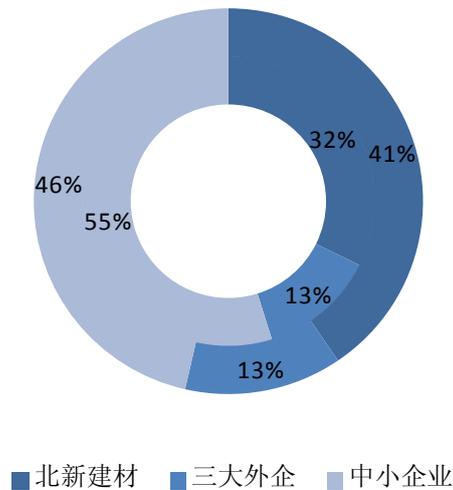
### 2.2.1 石膏板行业集中度进一步提高

在我国石膏板市场上,分为高端与中低端。高端市场主要由龙牌及三大外企主导;中端主要有泰山石膏;中小企业多集中于中低端市场。

公司去年销量超过 6 亿 m<sup>2</sup>, 占全国总量约 32%; 而三大外企份额约 13%; 中小企业占比 55%。

进入 2011 年,北新建材产能增长了 1.7 亿 m<sup>2</sup>; 而三大外企可耐福收购山东泰安企业并新增 3500 万 m<sup>2</sup> 产能; 我们预计今年公司与外企的总市场份额将增至 54%, 市场集中度进一步提高。大企业的议价能力逐步增强。

图 9 2010 与 2011 年我国石膏板市场竞争格局



数据来源: wind、中投证券研究所

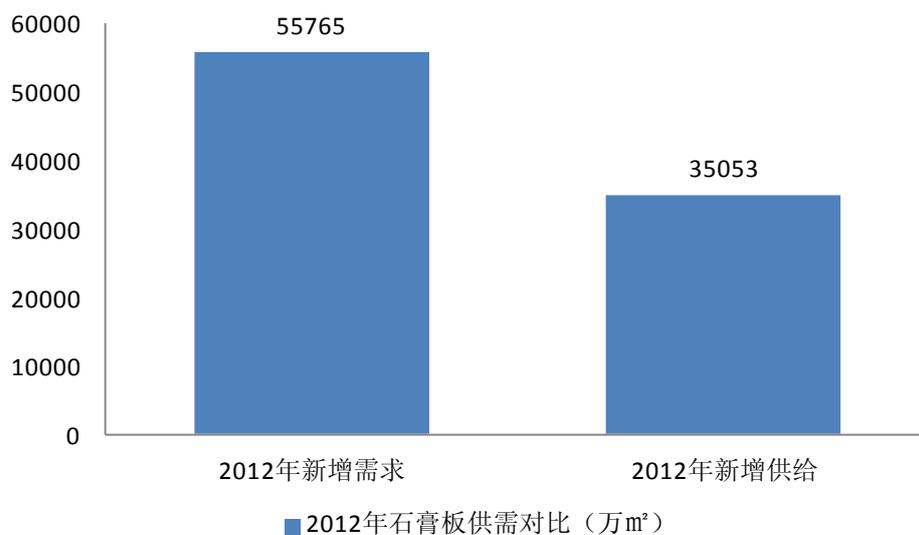
### 2.2.2 石膏板明年新增供给小于需求量

对于明年石膏板行业的产能增长,由于缺乏统计数据,我们做大致的估计。北新建材产能增长 2.6 亿 $m^2$ ;三大外企扩张速度较为缓慢,而中小企业目前多受制于资金问题,估计不会有太大的扩张。我们假设这些企业总体产能增长 5%,则明年将新增 9000 万 $m^2$ ;这意味着明年我国石膏板的总产量有望增长 3.5 亿 $m^2$ 。

而前面我们预计明年国内石膏板需求将增长 25%,对应新增需求量为 5.6 亿平方米,仍明显高于新增供给量。

由于市场集中度进一步提升,加上新增需求超过供给,我们预计石膏板的价格将保持稳定。

图 10 我国明年石膏板新增供给与需求比较

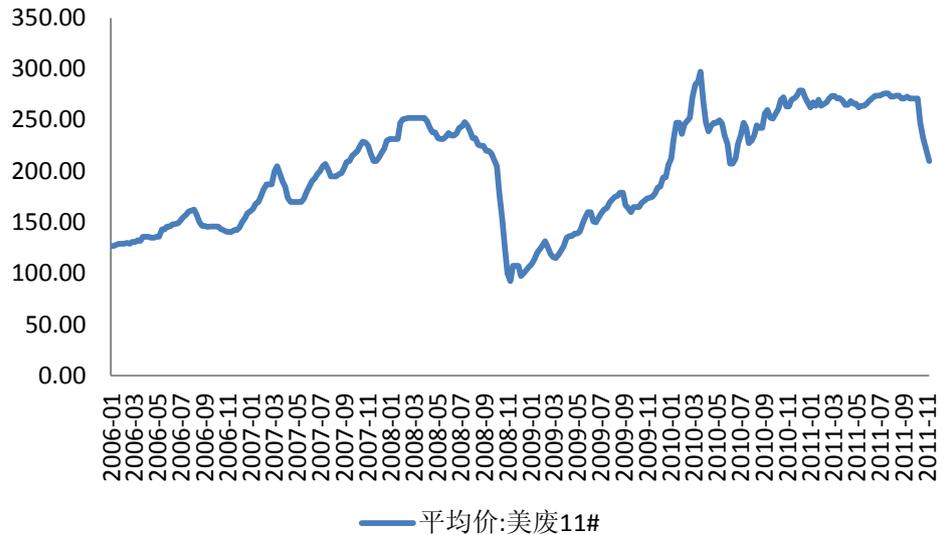


数据来源: wind、中投证券研究所

### 三、明年上半年以前，废纸价格将继续下行

关于废纸及其原材料木浆价格未来的走势，最重要的决定因素仍来自于全球及国内的宏观经济情况。我们判断今年底至明年上半年全球经济不会出现明显的好转。而且从目前全球木浆的库存量看，目前已经达到 40 天，高于 30 天的常规水平，因而预计未来木浆与纸价仍存下行的压力。对于明年下半年，如果宏观经济逐步企稳，则纸价有可能会企稳；但目前仍不好判断。

图 11 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

### 四、投资建议：强烈推荐

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，给予“强烈推荐”的评级。

表 1 北新建材盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>泰山石膏</b>				
产能（万平方米）	59,700	76,700	99,700	112,661
产销率	112.0%	93.0%	88.0%	87.0%
销量（万平方米）	58,009	71,331	87,736	114,655
价格（元/平方米）	5.00	5.05	5.05	5.10
收入（万元）	290,047	360,222	443,067	584,741
<b>龙牌</b>				
产能（万平方米）	44,000	44,000	47,000	52,170
产销率	54.2%	38.5%	37.0%	41.0%
销量（万平方米）	9,338	16,940	16,724	20,118
价格（元/平方米）	6.50	6.85	6.80	6.90
收入（万元）	60,695	116,039	113,723	138,813

石膏板业务	0.91	0.85	0.87	0.92
总产能 (万平方米)	103,700	120,700	146,700	164,831
总销量 (万平方米)	67,347	88,271	104,460	134,773
收入 (万元)	350,742	476,261	556,790	723,554
增速 (%)	45.1%	35.8%	16.9%	30.0%
成本 (万元)	245,134	355,290	396,991	520,959
增速 (%)	60.8%	44.9%	11.7%	31.2%
毛利率 (%)	30.1%	25.4%	28.7%	28.00%
<b>其它产品</b>				
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%
<b>主营业务收入总计 (万元)</b>				
	<b>436,908</b>	<b>586,553</b>	<b>693,552</b>	<b>891,771</b>
增速 (%)	33.4%	34.3%	18.2%	28.6%
成本 (万元)	318,684	446,493	510,994	661,182
增速 (%)	40.8%	40.1%	14.4%	29.4%
毛利率 (%)	27.1%	23.9%	26.3%	25.9%

数据来源：公司公告，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	7357	8791	9996	11739
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	1116	561	526	526
长期借款	422	422	422	422
其他非流动负债	694	139	104	104
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	7357	8791	9996	11739

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	168	237	262	466

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	613	704	985	1284
营业外收入	52	60	65	70
营业外支出	12	8	10	10
<b>利润总额</b>	653	756	1040	1344
所得税	42	50	71	94
<b>净利润</b>	611	706	969	1250
少数股东损益	194	219	312	430
<b>归属母公司净利润</b>	417	487	657	820
<b>EBITDA</b>	875	1064	1414	1745
<b>EPS (元)</b>	0.72	0.85	1.14	1.43

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
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

## 相关报告

报告日期	报告标题
2011-11-15	北新建材 - 短期看成本下降, 长期看新增产能带来的盈利提升
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 <sup>2</sup>
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

## 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, 王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

## 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