

**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: 11.74元

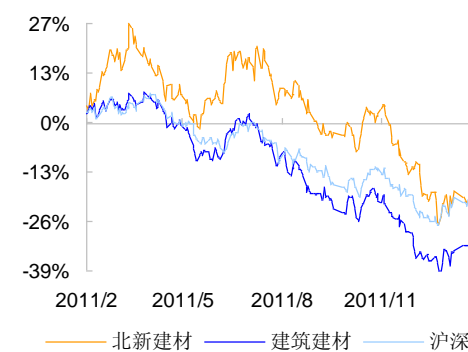
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2351.98
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	67
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	19.92	-9.02	-13.23
建筑建材	9.73	-14.69	-21.86
沪深300指数	6.97	-7.92	-9.45



**相关报告**

北新建材 - 竞争格局不断优化, 高端石膏板将再涨价 2011-12-30

北新建材 - 需求继续稳步增长, 成本下行提升盈利 2011-11-18

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**

**000786**

**强烈推荐**

**地产影响将被平滑, 石膏板毛利率开始提升**

近期我们通过对公司总部、经销商及竞争对手调研, 在前期报告基础上增加了: 地产调控对石膏板行业及公司影响的分析、龙牌与泰山各自量价情况分析、公司盈利情况分析。

**投资要点:**

- **地产投资放缓影响将会烫平, 石膏板行业成长确定。**石膏板作为后周期行业, 在一定程度上不可避免地受制于地产投资增速, 但在 08 年其需求增速仍达到 13%。我们认为地产调控的影响将会被平滑, 其对石膏板的影响无非就是将其增速从前几年的 30% 左右的增速拉低至 15%-20%, 且受消费升级的支撑, 石膏板行业容量将会翻番, 成长性仍将持续且具有较高的确定性。
- **公司历史销量最低增速 7%, 预计 12 年将前低后高, 增长 17%。**在 08 年危机情况下, 北新建材仍然量价齐升, 7% 的销量为历史低点。我们预计 12 年上半年宏观经济政策面仍相对较紧, 下半年总体情况将好于上半年, 公司销售也将呈现前低后高的走势。公司今年产能增加约 2 亿 m<sup>2</sup>, 总体销量目标为增长 20% 以上, 我们保守估计在 17%, 则总销量超过 10.4 亿 m<sup>2</sup>。
- **近几年龙牌持续涨价, 泰山维稳, 预计今年仍将延续此趋势。**08 年高中档石膏板价格均明显上涨, 此后高端板价格持续增长, 中端持平。高端市场为寡头竞争格局, 企业拥有定价权, 12 年初已开始涨价。中低端市场上泰山占有率提升将增加其定价能力, 且消费升级有望降低低端产品的占比。12 年公司产能增长基本来自于泰山, 而泰山向来满产满销为策略, 今年仍以扩量为主, 预计价格仍将持稳, 大幅下滑的可能性不大。
- **成本压力与费用率下行, 石膏板毛利率将回升至 30%。**公司 11 年四季度毛利率有所回升, 主要源于控制成本措施效果的体现。我们前期提及的美废价格下降影响将于 12 年一季度体现; 且今年国内大量护面纸生产线投产使得护面纸将可以供过于求, 公司成本压力下降确定。另外, 泰山销售提成政策的变化将得用 11 年下半年以来费用率下降的状况持续。预计 12 年石膏板业务毛利率将由 25% 恢复至 30%。
- **给予“强烈推荐”的评级。**预计公司 11-13 年收入由 58.9 亿升至 89.3 亿元, 对应 EPS 为 0.85 元、1.15 元与 1.43 元, 强烈推荐。
- **风险提示:** 受房地产投资影响下游需求不达预期, 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	5885	6959	8931
收入同比(%)	33%	35%	18%	28%
归属母公司净利润	417	489	661	822
净利润同比(%)	29%	17%	35%	24%
毛利率(%)	27.1%	23.9%	26.3%	25.9%
ROE(%)	16.1%	16.4%	18.1%	18.4%
每股收益(元)	0.72	0.85	1.15	1.43
P/E	16.20	13.81	10.22	8.21
P/B	2.61	2.26	1.85	1.51
EV/EBITDA	10	8	6	5

资料来源: 中投证券研究所

前期我们通过报告分析了石膏板行业的供求关系、竞争格局及公司的产能与成本变化情况。近期我们通过公司总部、经销商、竞争对手等途径对行业历史、未来发展及公司经营情况进行沟通。本篇报告将呈现以下**新的看点**：

1. 分析 08 年经济危机时行业表现，认为地产投资放缓影响将被平滑，**石膏板成长性确定**。
2. 分析 08 年后公司销量情况，认为 12 年将前低后高，**产能扩张将推动公司销量增长 17%**。
3. 结合公司龙牌与泰山两品牌历年来具体价格及目前情况，认为 **12 年龙牌涨价而泰山持平**。
4. 结合调研情况，认为公司 12 年成本压力将变小，**盈利能力上升开始体现**。

#### 我们的结论是：

1. 石膏板行业成长性确定。房地产投资增速下滑会将石膏板增速从原本 30%左右拉低至 15%-20%，但行业边际供求情况良好，成长性确定。
2. 石膏板盈利能力是建材中少有的盈利回升的行业。公司今年大幅降价可能性较小，且由于成本回落，毛利率回升慢慢体现，预计 12 年上半年毛利率将从 25%升至 30%。
3. 预计公司 11-13 年 EPS 为 0.85 元、1.15 元与 1.43 元，估值仅 10.3 倍，给予“强烈推荐”的评级。

## 一、历史印证地产投资下滑影响会被平滑，石膏板行业长期成长性确定。

### 1.1 地产投资影响被平滑，石膏板增速明显高出竣工面积增速

石膏板的大量使用是在房屋的装修阶段，房屋从开工到竣工需要均 1.5 年至 2 年的时间，而大部分房屋将在竣工后进行装修。由此看来，石膏板相对于房地产投资来说相对滞后，再加上二次装修等因素，房地产投资对于石膏板需求的影响，从时间上会被平滑。从历史数据来看，我国 09 年初的房地产投资上半年曾出现个位数增长，而石膏板用量仅在个别月份如 11 年 2 月出现过个位数增长。在 08 年危机时年增速仍达到 13%，而其它大部分时间增速仍维持在 20%甚至 30%以上。

从另一角度看，石膏板作为一种新型建材，明显受益于消费升级。随着国内居民收入的提升，未来将不只追求人均居住面积的提高，也将更为注重单位房屋面积内造价的提升，消费升级将带动装饰材料的需求的增长。

从 2002 年以来，我国石膏板的需求量增速虽然受到房屋竣工面积波动的影响，但年均增速为 40%，远高于水泥年均增速 14%，也明显高于同期商品房竣工面积 13.5%的增速。事实上，从单位房屋用石膏板的需求量来看，消费升级的作用正在不断显现，从 2002 年的 0.55 m<sup>2</sup>上升至 2011 年的 2.97 m<sup>2</sup>，增长接近 6 倍。我们认为，这得益于石膏在新建房屋中渗透率的提升，另一方面也来源于旧房改造中对石膏板的应用提升。石膏板正在不断替代夹板等吊顶材料以及传统的墙体材料。

目前市场大多担心房地产调控在使得房地产投资放缓的情况下对石膏板需求的影响。我们认为：**石膏板作为后周期行业，在一定程度上不可避免地受制于地**

产投资增速，但地产调控对石膏板的影响无非就是将其增速从前几年的 30%左右的增速拉低至 15%至 20%，且受消费升级的支撑，石膏板行业的成长性仍将持续且具有较高的确定性。

图 1 我国房地产投资及石膏板产量增速比较

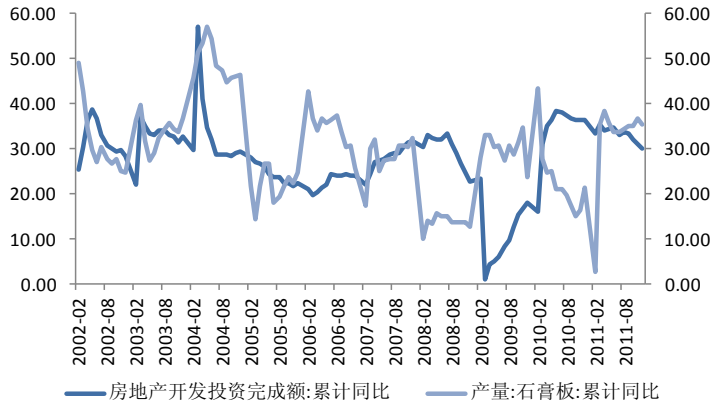
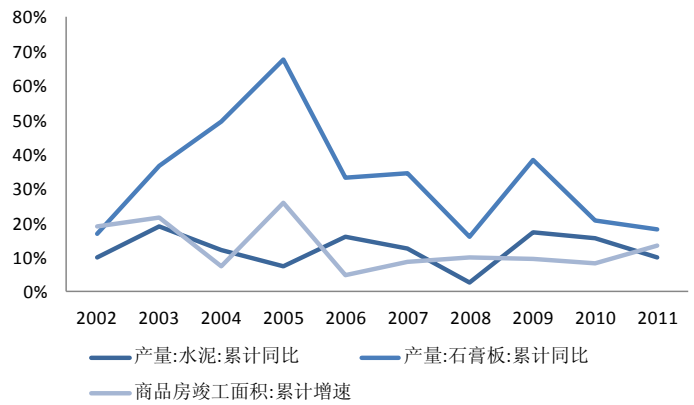


图 2 我国近年来石膏板与房地产竣工面积增速比较



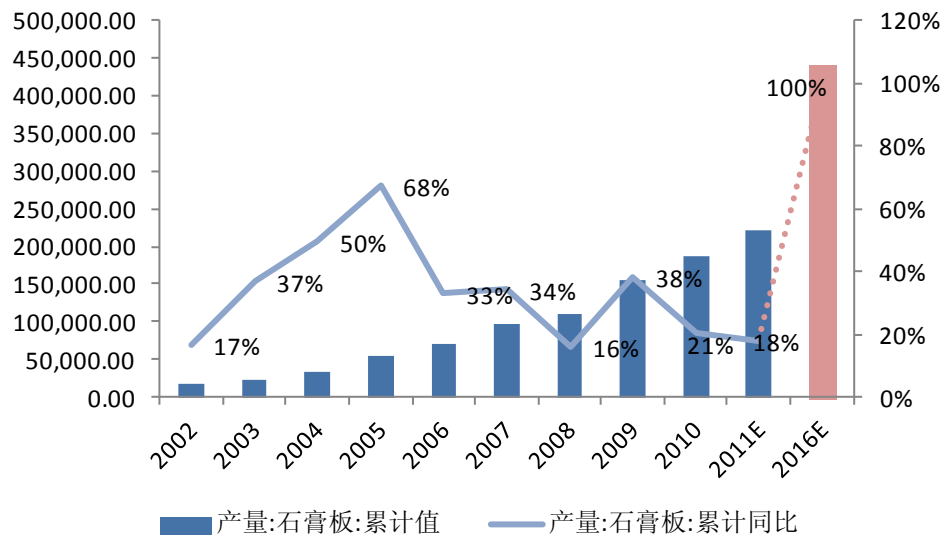
资料来源：中投证券研究所、wind

### 1.2 2011 年石膏板需求 22 亿 m<sup>2</sup>，未来年均增速可达 15%。

我们通过与行业相关人员沟通，均认为未来几年中国的石膏板容量有量翻番，达到 40-50 亿 m<sup>2</sup>；类似地，结合美国及全球的情况估算，若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>。从美国的发展历史看，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。

2011 年全国统计的石膏板产量约 22 亿 m<sup>2</sup>，同比增长约 18%，仍明显高于 13% 的商品房竣工面积及 10% 的水泥增速。我们预测，未来五年我国石膏板市场将扩至 44 亿 m<sup>2</sup>，对应年均增速为 15%，成长性明确。

图 3 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、08年公司石膏板量价齐升，12年将前低后高

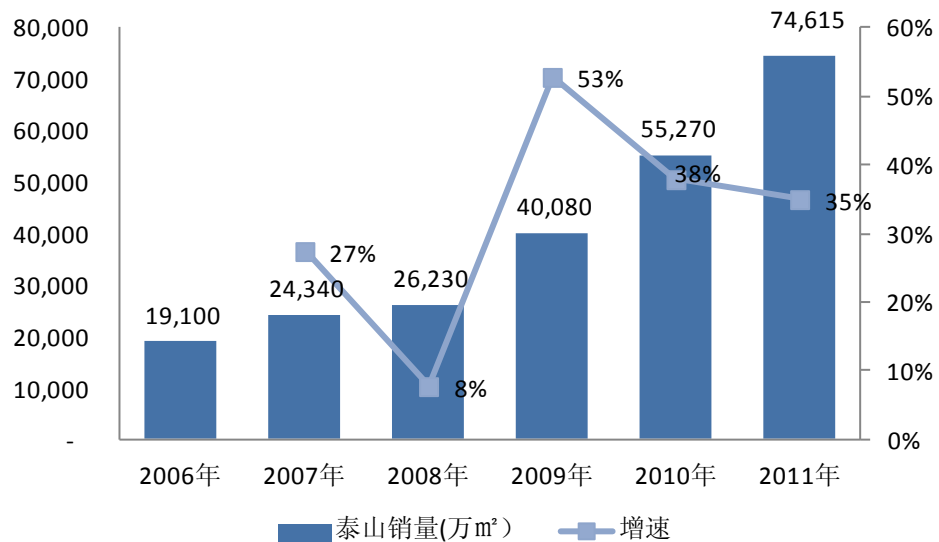
### 2.1 历史增速低点7%，预计12年前低后高，销量目标增20%

2011年公司总体石膏板销量达8.8-8.9亿m<sup>2</sup>，同比增长约35%，高于行业增速，其中龙牌与泰山分别约为1.5与7.4亿m<sup>2</sup>。

从历史上看，公司高速成长阶段始于08年以后，主要原因在于公司大幅度的产能扩张。而在金融危机的2008年，公司销量没有下降，增速约为7%，而同期的石膏板出厂价也出现了上涨（见第三部分）。这说明公司销量必然受到宏观经济的影响，但今年负增长的可能性较小。同样产能扩张也是推动公司销量增长的内生动力，且公司12年2亿m<sup>2</sup>的产能增长基本上集中于泰山石膏，而泰山石膏向来以满产满销为策略，因而我们认为今年公司仍有动力继续扩大市场份额。

对于2012年，我们认为上半年宏观经济政策面仍相对较紧，下半年总体情况将好于上半年，公司销售也将呈现前低后高的走势。公司总体销量目标为20%以上，我们保守估计在17%，则总销量约为10.4亿m<sup>2</sup>。

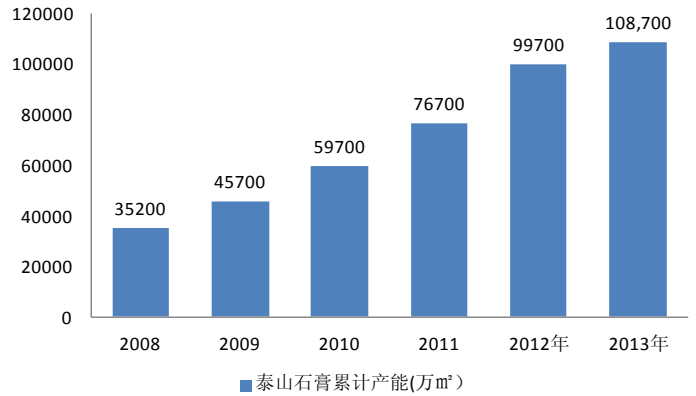
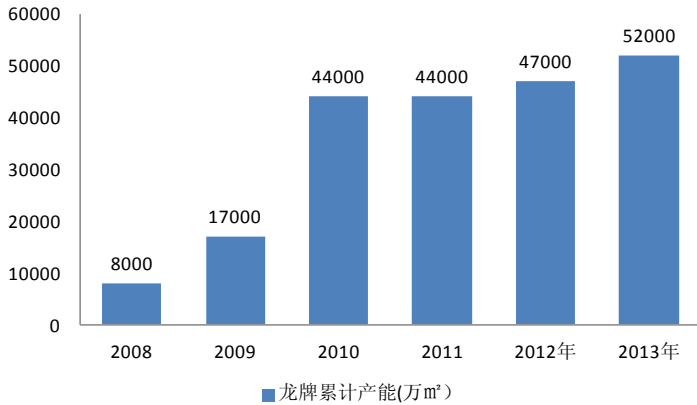
图4 北新建材历年销量及增速



数据来源：公司公告、中投证券研究所

图5 龙牌石膏板产能增长

图6 泰山石膏板产能增长



资料来源：中投证券研究所、公司公告

## 2.2 高档与中档石膏板均高速增长，齐头并进

从近几年龙牌与泰山各自的销量看，都呈现快速增长，11年两品牌的增速仅相差1个百分点，预计均在35%以上。

目前，石膏板在一二线公用市场如酒店、写字楼的应用已经普及，而在民用市场上用作隔墙仍然不多。我们认为未来公用与民用市场仍将继续齐头并进，前者来源于酒店、影剧院等公用场所的进一步普及；后者则来源于居民消费习惯的不断改变。另外，石膏板可以干作业的施工优势将在未来人力成本上升的情况下显得越发明显。

图 7 龙牌石膏板销量及增速

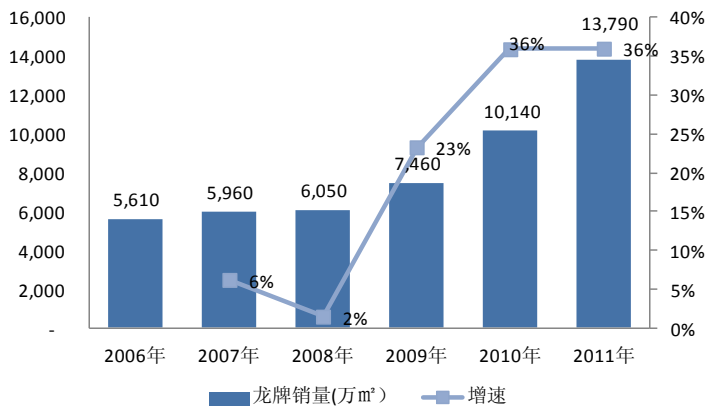
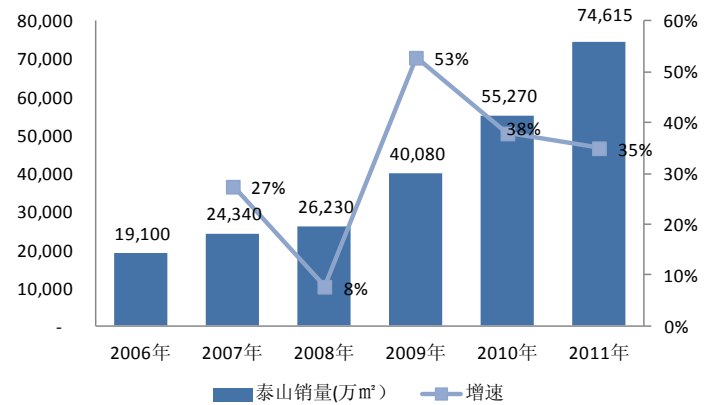


图 8 泰山石膏板销量及增速



资料来源：中投证券研究所、中国建材公告

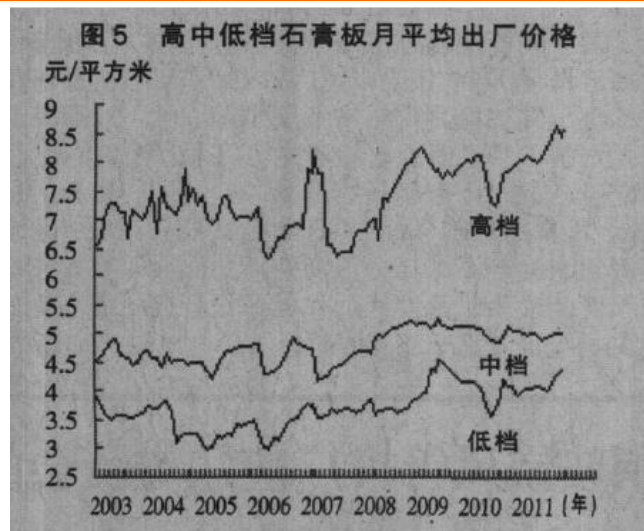
## 三、近年石膏板价格稳步上涨，12年价格下滑可能性小

### 3.1 08年石膏板价格全面上扬，后面呈现高端涨中端平的走势

石膏板作为新型建材受到国家政策的鼓励，而消费升级又带动了其普及率的上升。我们将石膏板简要分为高档与中低端，前者以可耐福、拉法基、杰森及龙牌为代表，中低端由泰山、杰森及国内中小企业构成。自2008年后，原材料成本上涨

推动石膏板价格稳定上升，目前高端品牌出厂价（含税）均保持在 8.5 元/m<sup>2</sup>以上，而主要的中端品牌出厂价接近 6 元/m<sup>2</sup>。

图 9 我国近年来全国石膏板平均出厂价格



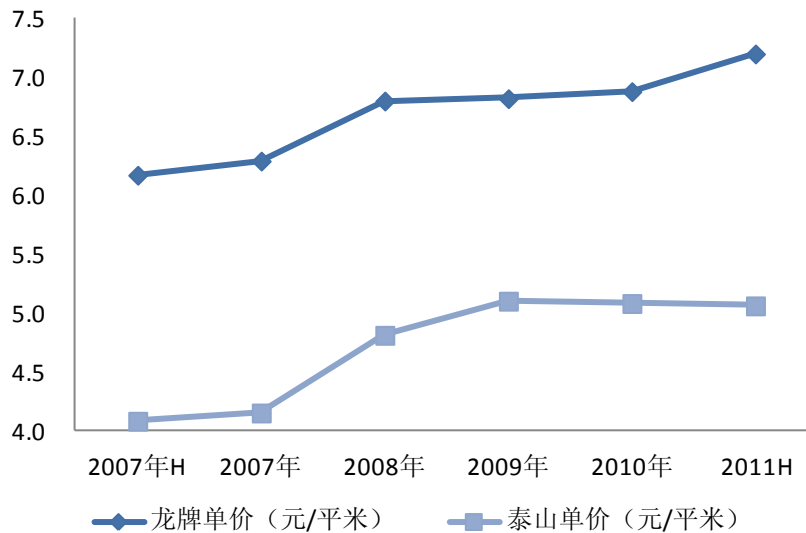
数据来源：中国建材报、中投证券研究所

### 3.2 龙牌石膏板 12 年初开始涨价，泰山价格预计持稳

过去几年公司的石膏板出厂均价看，其走势与行业大致相同。08 年出厂价明显上涨后，龙牌价格稳定小幅上涨，泰山石膏价格总体持稳。进入 2012 年，华南地区龙牌石膏板已再次涨价 0.3 元/m<sup>2</sup>得到公司确认，主要原因为成本推动；由于石膏板区域性，国内其它地区变动幅度并不一致。目前高端板中龙牌占有率已接近 50%，三家外企份额较为均匀，企业拥有定价权。我们认为涨价预计市场可以接受，这同时也反映出市场的需求仍然不错。

从泰山的价格情况看，08 与 09 年价格同样出现明显上升。但 10 与 11 年初价格基本没变动。从了解的情况看，泰山由于有辅助品牌，主要通过调整产品结构来改变均价，近两年以量为重，为抢占中小市场占有率，必然需要推动价格相对低的辅助品牌，因而均价总体没有太大变化。随着泰山占有率的不断提升及近年成本的上涨，不少中小企业经营压力增大，已经被迫退出市场。我们认为未来泰山的定价能力将会慢慢提升，且随着消费升级的促进，低端产品的占比或可能下降。对于 12 年，公司产能增长基本全部来自于泰山石膏，而泰山石膏向来满产满销为策略，预计今年仍以扩量为主，我们预计价格仍将持稳，大幅下滑的可能性不大。

图 10 龙牌与泰山出厂价格情况



数据来源：中国建材公告、中投证券研究所

#### 四、12年成本压力将变小，毛利率提升显现

我们自去年底来持续看好北新建材，认为其短期的催化因素来源于美废纸价格的大滑下扬，并预计石膏板毛利率将明显回升。

从近期调研情况看，公司石膏板四季度毛利率已经开始回升，但原因主要来自于早期推出的控制成本措施效果的显现。由于公司与纸厂签订协议，纸价回落影响会滞后，预计今年一季度纸价下滑对毛利率的贡献将会体现出来。另外，由于12年国内将有较多的护面纸产能投放（包括公司于2011年11月投放的实际产能可达20万吨的护面纸线），因此护面纸今年预计将出现供过于求，公司有望从中受益。

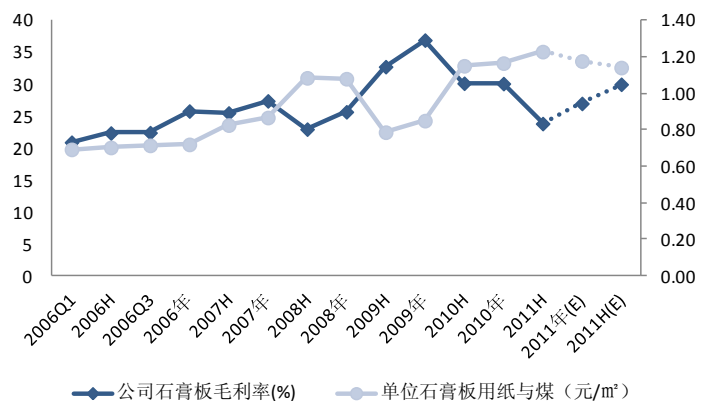
另一方面，公司自中期以后费用率有所下滑，主要原因来自于泰山石膏销售提成政策的改变，该影响具有持续性。

由此看来，12年公司总体成本压力将会变小，再加上费用率下降，盈利能力提升将成为大概率事件。我们预计石膏板业务毛利率将从25%提升至30%。

图 11 近年来美废价格走势情况 (美元/吨)



图 12 单位石膏板用纸与煤成本价与石膏板毛利率走势图



资料来源：中投证券研究所、wind

## 五、投资建议：强烈推荐

预计公司 11-13 年收入由 58.8 亿升至 89.3 亿元，对应 EPS 为 0.85 元、1.15 元与 1.43 元，给予“强烈推荐”的评级。

表 13 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%	97.3%	88.0%	87.0%
销量 (万平方米)	55,270	74,615	87,736	114,655
价格 (元/平方米)	5.08	5.07	5.07	5.09
收入 (万元)	290,047	378,296	444,822	583,594
<b>龙牌</b>				
产能 (万平方米)	44,000	44,000	47,000	52,170
产销率	54.2%	36.0%	37.0%	42.0%
销量 (万平方米)	10,140	14,500	16,724	20,609
价格 (元/平方米)	6.88	6.89	6.90	6.92
收入 (万元)	60,695	99,905	115,396	142,611
<b>石膏板业务</b>				
总产能 (万平方米)	103,700	120,700	146,700	164,831
总销量 (万平方米)	65,410	89,115	104,460	135,264
收入 (万元)	350,742	478,201	560,217	726,205
增速 (%)	45.1%	36.3%	17.2%	29.6%
成本 (万元)	245,134	356,738	399,435	522,868
增速 (%)	60.8%	45.5%	12.0%	30.9%
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	135,659	166,861
增速 (%)	0.5%	28.0%	23.0%	23.0%
成本 (万元)	73,550	91,202	113,091	139,102
增速 (%)	-0.3%	24.0%	24.0%	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>588,493</b>	<b>695,876</b>	<b>893,066</b>
增速 (%)	33.4%	34.7%	18.2%	28.3%
成本 (万元)	318,684	447,940	512,526	661,970
增速 (%)	40.8%	40.6%	14.4%	29.2%
毛利率 (%)	27.1%	23.9%	26.3%	25.9%

数据来源：中国建材公告、中投证券研究所



附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2153	2948	3524	4849	<b>营业收入</b>	4369	5885	6959	8931
现金	819	1059	1322	1786	营业成本	3187	4479	5125	6620
应收账款	177	245	297	403	营业税金及附加	5	6	7	9
其他应收款	21	32	63	121	营业费用	202	206	254	326
预付账款	243	358	410	596	管理费用	266	324	393	505
存货	875	1224	1401	1908	财务费用	81	151	176	172
其他流动资产	18	29	31	36	资产减值损失	11	12	12	12
<b>非流动资产</b>	5204	5852	6483	6896	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	209	212	212	212	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	3280	3906	4426	4779	<b>营业利润</b>	613	707	991	1288
无形资产	664	826	1008	1198	营业外收入	52	60	65	70
其他非流动资产	1051	907	837	708	营业外支出	12	8	10	10
<b>资产总计</b>	7357	8800	10007	11745	<b>利润总额</b>	653	759	1046	1348
<b>流动负债</b>	3021	4405	4672	5158	所得税	42	50	71	94
短期借款	2048	3074	3195	3237	<b>净利润</b>	611	709	975	1254
应付账款	456	627	718	993	少数股东损益	194	220	314	431
其他流动负债	517	704	760	928	<b>归属母公司净利润</b>	417	489	661	822
<b>非流动负债</b>	1116	561	526	526	EBITDA	875	1067	1419	1749
长期借款	422	422	422	422	EPS (元)	0.72	0.85	1.15	1.43
其他非流动负债	694	139	104	104					
<b>负债合计</b>	4137	4966	5198	5683	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	630	850	1164	1595	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	575	575	575	575	<b>成长能力</b>				
资本公积	510	510	510	510	营业收入	33.4%	34.7%	18.2%	28.3%
留存收益	1504	1898	2559	3382	营业利润	15.3%	15.4%	40.1%	30.0%
归属母公司股东权益	2590	2984	3645	4467	归属于母公司净利润	29.5%	17.3%	35.2%	24.4%
<b>负债和股东权益</b>	7357	8800	10007	11745	<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%	16.4%	18.1%	18.4%
					ROIC	13.8%	13.0%	15.6%	17.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	56.2%	56.4%	51.9%	48.4%
					净负债比率	61.46	71.91%	71.02	65.69%
					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	8.27	7.62	7.74
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.72	0.85	1.15	1.43
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	0.54	2.11	2.25
					每股净资产(最新摊薄)	4.50	5.19	6.34	7.77
					<b>估值比率</b>				
					P/E	16.20	13.81	10.22	8.21
					P/B	2.61	2.26	1.85	1.51
					EV/EBITDA	10	8	6	5

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
2011-12-30	北新建材 - 竞争格局不断优化, 高端石膏板将再涨价
2011-11-18	北新建材 - 需求继续稳步增长, 成本下行提升盈利
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

本报告由中国中投证券有限责任公司(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