东兴证券
DONGXING SECURITIES

# 成本趋稳，扩张和需求稳定保增长

## ——北新建材（000786）2011 年年报点评

2012 年 3 月 20 日

推荐/维持

北新建材 | 财报点评

王明德 执业证书编号：S1480511100001

赵军胜 zhaojs@dxzq.net.cn 010-66554088

### 事件：

公司公布2011年年报，公司实现营业收入59.69亿元，同比增长36.62%;归属于母公司所有者的净利润5.23亿元,同比增长25.43%。每股收益为0.91元。2011年每10股派发现金红利2.90元（含税）。

### 公司分季度财务指标评论：

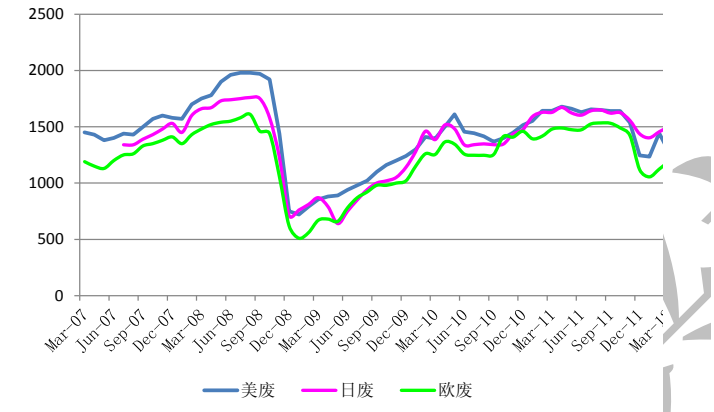
| 指标 | 10Q1 | 10Q2 | 10Q3 | 10Q4 | 11Q1 | 11Q2 | 11Q3 | 11Q4 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 711.23 | 1100.19 | 1258.22 | 1299.44 | 986.51 | 1538.92 | 1799.39 | 1644.31 |
| 增长率（%） | 34.43% | 31.58% | 23.11% | 46.37% | 38.71% | 39.88% | 43.01% | 26.54% |
| 毛利率（%） | 26.50% | 27.50% | 26.59% | 27.45% | 20.13% | 22.94% | 21.89% | 25.11% |
| 期间费用率（%） | 18.67% | 12.83% | 11.91% | 9.66% | 14.27% | 8.04% | 9.48% | 9.86% |
| 营业利润率（%） | 7.34% | 13.60% | 14.38% | 17.72% | 5.50% | 14.52% | 12.28% | 15.11% |
| 净利润（百万元） | 44.81 | 178.23 | 158.41 | 229.53 | 55.10 | 222.85 | 196.94 | 276.98 |
| 增长率（%） | 39.42% | 35.39% | 24.11% | 33.50% | 22.96% | 25.04% | 24.33% | 20.67% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.044 | 0.219 | 0.186 | 0.276 | 0.058 | 0.266 | 0.239 | 0.345 |
| 资产负债率（%） | 56.47% | 58.15% | 58.37% | 56.23% | 57.26% | 60.22% | 58.95% | 56.05% |
| 净资产收益率（%） | 1.61% | 6.27% | 5.28% | 7.13% | 1.69% | 6.66% | 5.55% | 7.40% |
| 总资产收益率（%） | 0.70% | 2.62% | 2.20% | 3.12% | 0.72% | 2.65% | 2.28% | 3.25% |

**积极因素：**

- **护面纸价格下降提升第四季度毛利率环比提升。**公司成本中护面纸占比较高，约为30-40%。2011年前三季度由于护面纸和煤电价格的上涨，公司成本提升较大，导致前三季度毛利率同比下降明显，其中第一季度同比下降6.37个百分点。随着美废价格在第四季度的下降，公司原材料成本下降明显，毛利率从第一季度的20.13%环比回升至第四季度的25.11%。预计未来护面纸成本向上压力不大的情况下,公司盈利能力将回归至稳定的合理水平。

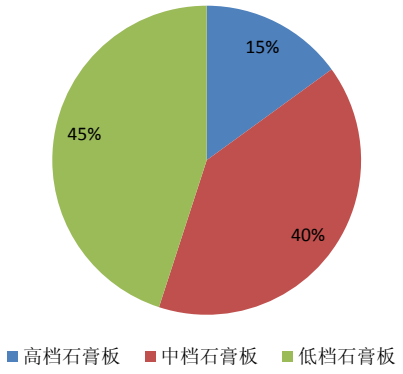
- **产能和市场拓展，保证公司收入增长和战略实现。**公司计划2015年产能达到20亿平方米，在离原材料较近地点和交通便利处的合理位置布局建线，有利于降低成本，同时利用品牌优势发挥市场先入优势。2011年公司石膏板产能投产3.9亿平方米，主要集中在2011年下半年，保证了公司战略占领市场制高点的战略实施。公司龙牌和泰山石膏分别面向高、中和低三个方向，2011年产品市场占有率达到42%，保持向上。营销网络遍布大中城市以及发达地区县级市等，销售深入到基层县乡市场，同时开拓保障性住房及新农村改造建设。

**图 1：国内废纸价格（单位：元/吨）**




*资料来源：wind,东兴证券*

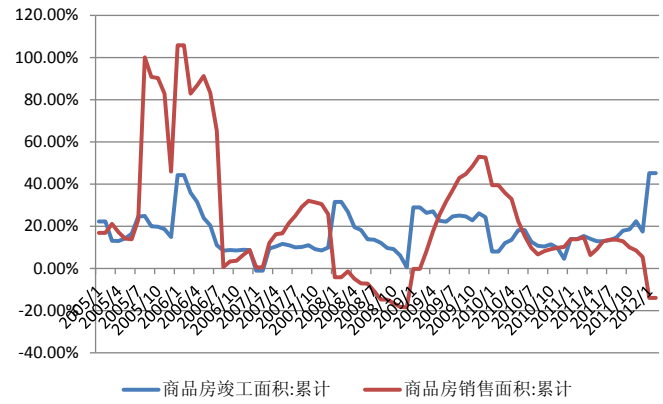
**图 2：国内石膏板结构占比**




*资料来源：公司公告，东兴证券*

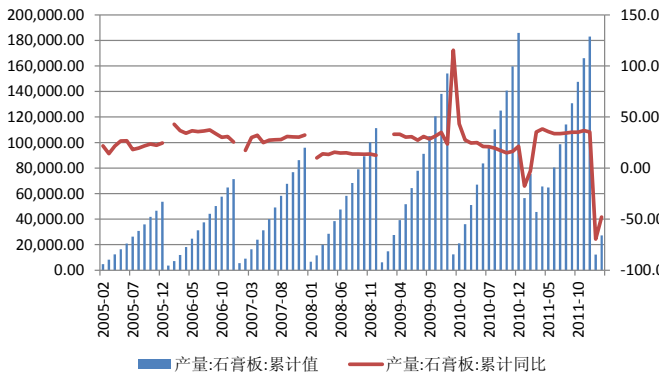
➢ **房地产竣工峰期、二次装修和潜在需求空间巨大保证需求增长。**2012年是房地产竣工的高峰年，2010年和2011年新开工的房地产项目开始竣工，有利于公司石膏板需求的增长。2012年2月房地产竣工面积为1.01亿平方米，同比增长45.2%，虽然有2月份的春节因素影响以及开发商拖延建设负面因素，但预计2012年房地产项目竣工仍能保持相对稳定的增速。同时，陆续建成的保障房使用也会抵消部分不良影响。由于二次装修的需求对于石膏板需求的平滑，石膏板需求波动相对于房地产行业的波动较小。当前国内石膏板人均消费量仅为1.4平方米，远低于发达国家水平，潜在需求空间巨大。

**图 3：商品房竣工和销售面积增速**




*资料来源：ceic，东兴证券*

**图 4：全国石膏板产量和增速（单位：左轴万平方米，右轴%）**




*资料来源：wind，东兴证券*

**消极因素：**

➢ **新增需求受抑，影响未来短期业绩表现。**国家对于房地产实施限购政策，使得房地产销量增长短期内不能有明显改善。政策虽然以抑制投机购房为目的，但是也会短期内影响到刚需的增长，影响到石膏板的

新房需求增长，影响公司短期收入及业绩增长速度。

**业务展望:**

- **2012年业绩增长稳定，环比趋势向好。**随着购房刚需的积累，未来房地产销量增长的趋势向好。在国家促消费政策下，作为朝阳产业和绿色建材的石膏板装饰也会越来越深入人心，使得潜在需求得以释放。公司作为国内和国际石膏板龙头企业，规模加品牌的效应将会随着新线的投产发挥的越来越明显。护面纸带来的成本压力也会逐渐趋于稳定，公司盈利能力得到恢复。

**盈利预测与投资建议:**

- 我们预计公司2012年~2014年的EPS分别为：1.30元、1.47元、1.64元，对应的动态PE分别为10、9和8倍，考虑到2012年公司产能继续的释放下业绩增长稳定，成本压力下降和二次装修对于需求的平滑，维持公司“推荐”投资评级。

**风险提示:**

- 1）美废价格超预期增长；2）房地产市场不良预期对需求增长的消极影响超预期。

**表 1：盈利预测及关键指标**

| 百万元 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 5,969.12 | 7,181.79 | 8,079.51 | 8,947.25 |
| (+/-)% | 36.62% | 20.32% | 12.50% | 10.74% |
| 经营利润（EBIT） | 852.35 | 1,248.32 | 1,424.71 | 1,584.77 |
| (+/-)% | 22.75% | 46.46% | 14.13% | 11.23% |
| 净利润 | 522.66 | 747.11 | 845.37 | 945.61 |
| (+/-)% | 25.43% | 42.94% | 13.15% | 11.86% |
| 每股净收益（元） | 0.909 | 1.299 | 1.470 | 1.644 |

*资料来源：东兴证券*

东兴证券

| 利润表（百万元） | 2011A | 2012E | 增长率% | 2013E | 增长率% | 2014E | 增长率% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 5,969.12 | 7,181.79 | 20.32% | 8,079.51 | 12.50% | 8,947.25 | 10.74% |
| 营业成本 | 4,610.77 | 5,321.70 | 15.42% | 5,970.76 | 12.20% | 6,607.54 | 10.67% |
| 营业费用 | 188.40 | 226.23 | 20.08% | 252.89 | 11.79% | 279.15 | 10.39% |
| 管理费用 | 303.83 | 364.83 | 20.08% | 408.82 | 12.06% | 451.84 | 10.52% |
| 财务费用 | 105.03 | 134.95 | 28.49% | 143.11 | 6.05% | 126.63 | -11.52% |
| 投资收益 | 4.41 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 营业利润 | 747.32 | 1,113.36 | 48.98% | 1,281.59 | 15.11% | 1,458.14 | 13.78% |
| 利润总额 | 835.81 | 1,193.36 | 42.78% | 1,361.59 | 14.10% | 1,538.14 | 12.97% |
| 所得税 | 83.93 | 119.93 | 42.89% | 150.46 | 25.45% | 185.35 | 23.19% |
| 净利润 | 751.87 | 1,073.43 | 42.77% | 1,211.14 | 12.83% | 1,352.80 | 11.70% |
| 归属母公司所有者的净利润 | 522.66 | 747.11 | 42.94% | 845.37 | 13.15% | 945.61 | 11.86% |
| NOPLAT | 766.75 | 1,122.86 | 46.44% | 1,267.28 | 12.86% | 1,393.81 | 9.98% |
| **资产负债表（百万元）** | **2011A** | **2012E** | **增长率%** | **2013E** | **增长率%** | **2014E** | **增长率%** |
| 货币资金 | 792.14 | 1,077.27 | 36.00% | 1,292.72 | 20.00% | 1,521.03 | 17.66% |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 应收帐款 | 163.39 | 186.92 | 14.40% | 208.08 | 11.32% | 227.97 | 9.56% |
| 预付款项 | 220.21 | 220.21 | 0.00% | 220.21 | 0.00% | 220.21 | 0.00% |
| 存货 | 1,080.12 | 1,245.13 | 15.28% | 1,395.36 | 12.06% | 1,542.36 | 10.54% |
| 流动资产合计 | 2,343.74 | 2,836.27 | 21.01% | 3,237.11 | 14.13% | 3,645.54 | 12.62% |
| 非流动资产 | 6,171.02 | 7,568.84 | 22.65% | 9,243.86 | 22.13% | 10,901.63 | 17.93% |
| 资产总计 | 8,514.76 | 10,405.11 | 22.20% | 12,480.97 | 19.95% | 14,547.16 | 16.55% |
| 短期借款 | 1,416.80 | 1,774.62 | 25.26% | 1,471.24 | -17.10% | 997.64 | -32.19% |
| 应付帐款 | 632.66 | 717.34 | 13.38% | 803.19 | 11.97% | 887.04 | 10.44% |
| 预收款项 | 51.76 | 62.53 | 20.81% | 74.65 | 19.38% | 88.07 | 17.98% |
| 流动负债合计 | 3,500.46 | 3,317.18 | -5.24% | 3,151.90 | -4.98% | 2,815.30 | -10.68% |
| 非流动负债 | 1,271.65 | 1,371.86 | 7.88% | 1,501.86 | 9.48% | 1,651.86 | 9.99% |
| 少数股东权益 | 726.86 | 1,053.18 | 44.89% | 1,418.95 | 34.73% | 1,826.14 | 28.70% |
| 母公司股东权益 | 3,015.78 | 3,762.89 | 24.77% | 4,608.26 | 22.47% | 5,553.87 | 20.52% |
| 净营运资本 | (1,156.72) | (480.91) | N/A | 85.21 | N/A | 830.24 | 874.34% |
| 投入资本 IC | 4,841.81 | 5,987.92 | 23.67% | 6,800.23 | 13.57% | 7,799.12 | 14.69% |
| **现金流量表（百万元）** | **2011A** | **2012E** | **增长率%** | **2013E** | **增长率%** | **2014E** | **增长率%** |
| 净利润 | 751.87 | 1,073.43 | 42.77% | 1,211.14 | 12.83% | 1,352.80 | 11.70% |
| 折旧摊销 | 202.92 | 0.00 | N/A | 524.98 | N/A | 642.23 | 22.33% |
| 净营运资金增加 | (288.99) | 675.81 | N/A | 566.12 | -16.23% | 745.03 | 31.60% |
| 经营活动产生现金流 | 1,112.70 | 1,270.30 | 14.16% | 1,840.95 | 44.92% | 2,087.54 | 13.39% |

东兴证券

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 投资活动产生现金流 | (987.67) | (1,207.96) | N/A | (1,309.00) | N/A | (1,409.00) | N/A |
| 融资活动产生现金流 | (151.82) | 222.79 | N/A | (316.49) | N/A | (450.23) | N/A |
| 现金净增（减） | (26.79) | 285.13 | N/A | 215.45 | -24.44% | 228.31 | 5.97% |

东兴证券

## 分析师简介

**王明德**

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

**赵军胜**

中央财经大学经济学硕士， 2008 年进入证券行业，3 年行业研究经验，2011 年加盟东兴证券，从事建材行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

东兴证券

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券