积极应对市场风险，维持高速增长

买入 评级

事件：

公司发布 2012 年 1 季报，报告期内实现营业总收入 12.35 亿元，利润总额为 7549 万元，其中，归属于上市公司股东的净利润为 4686 万元，分别对应上年增长 25.19%、17.50%、39.21%，折合每股收益为 0.081 元，比去年同期增长 39.66%；加权平均净资产收益率为 1.54%，扣除非经常性损益后为 1.51%，同期分别增加了 0.25 和 0.5 个百分点。

点评：

公司全国石膏板产业布局，主营业务规模逐渐扩大，成为盈利能力增强的主要原因。一方面，随着公司产能扩张，稳抓基层县乡市场、保障性住房建设及新农村改造市场需求；另一方面，公司控股子公司-北新房屋有限公司根据合同进度完成赞比亚政府公共住宅项目，推动盈利增加。

加强成本控制，提升公司毛利率。原材料及煤电油运持续涨价导致公司毛利率持续下降至 20.65%，但我们认为公司成本控制措施效果逐渐显现，未来公司毛利率将有上升的空间。公司 2012 年一季度期间费用率为 14.27%，虽比去年平均水平约 10%有所升高，但与去年同期持平，维持良好的费用控制能力在一定程度上能够抵消原材料成本上涨对公司业绩的负面影响。由于公司会计政策发生变更，将因搬迁已发生的成本、费用及损失部分相应结转至营业外支出，导致营业外支出大幅增加 3431 万元，同比上升了 94 倍。

“龙牌”和“泰山牌”双品牌齐头并进。公司控股子公司泰山石膏 2011 年实现营业收入 38.79 亿元，同比增长 33.75%，显示公司“龙牌”和“泰山牌”产品均得到业内人士认同，双品牌齐头并进。双品牌战略有利于公司拓宽销售领域，抵御市场风险。

扩张势头显著，保持高速增长。报告期内，投资活动净现金流流出数量达 2.55 亿元，持续保持高投资高成长态势。根据公司的战略目标——石膏板生产规模实现 20 亿平方米，达到世界第一；目前业务规模已达到 12 亿平方米，位居亚洲第一，业绩喜人。为达到产能目标，公司未来几年将持续保持高速扩张势头，规模优势将更加显著。

我们认为公司未来几年将保持 20%以上的高速增长，预计 2012、2013 年公司 EPS 分别为 1.21 和 1.62 元，对应当前股价 PE 为 10.9 和 8.1，维持公司“买入”评级。

建材行业研究组

联系人：

邓海清

电话：010-88085151

Email：denghaiqingi@hysec.com

沈荣

电话：010-88085152

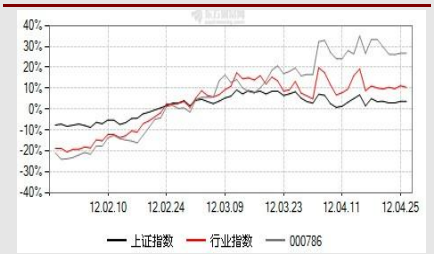
Email:shenrong@hysec.com

黄立军（S1180209070180）

电话：010-88085983

Email：huanglijun@hesec.com

市场表现



数据来源：WIND

股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20120229	3.31 万	1.74 万股
20111231	3.44 万	1.67 万股
20110930	3.47 万	1.66 万股

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20110930	20110630
机构持股	38198 万股	41579 万股
占流通 A 股比例	66.42%	72.30%
持股家数及退出	13	21

数据来源：WIND

表 5- 6: 公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5969	7163	8954	11192	**流动资产**	2344	3064	4749	6843
营业成本	4611	5444	6715	8394	现金	792	1288	2555	4100
营业税金及附加	10	12	14	18	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	188	226	283	353	应收票据	58	70	87	109
管理费用	304	365	456	570	应收款项	163	194	242	303
财务费用	105	94	89	81	其它应收款	30	36	45	56
资产减值损失	9	0	0	0	存货	1080	1275	1573	1966
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	220	201	248	310
投资收益	4	4	4	4	**非流动资产**	6171	5878	5884	5942
营业利润	747	1027	1401	1781	长期股权投资	213	213	213	213
营业外收入	444	444	444	444	固定资产	3654	5011	5081	5196
营业外支出	356	356	356	356	无形资产	695	625	563	506
利润总额	836	1115	1490	1869	其他	1609	28	27	27
所得税	84	112	150	188	**资产总计**	**8515**	**8941**	**10633**	**12785**
净利润	752	1003	1340	1682	**流动负债**	3500	3756	4201	4789
少数股东损益	229	306	408	513	短期借款	1417	1417	1417	1417
归属于母公司净利润	523	698	931	1169	应付账款	633	747	921	1152
EPS（元）	0.91	1.21	1.62	2.03	预收账款	52	163	201	252
年成长率					其他	1399	1429	1662	1968
营业收入	37%	20%	25%	25%	**长期负债**	1272	509	509	509
营业利润	22%	37%	36%	27%	长期借款	509	509	509	509
净利润	25%	33%	34%	26%	其他	763	0	0	0
获利能力					**负债合计**	**4772**	**4265**	**4710**	**5297**
毛利率	22.8%	24.0%	25.0%	25.0%	股本	575	575	575	575
净利率	8.8%	9.7%	10.4%	10.4%	资本公积金	558	558	558	558
ROE	17.0%	18.9%	20.6%	20.9%	留存收益	1932	2560	3398	4450
偿债能力					少数股东权益	727	1033	1441	1954
资产负债率	56.0%	47.7%	44.3%	41.4%	归属于母公司所有者权益	3066	3694	4532	5584
净负债比率	24.7%	21.5%	18.1%	15.1%	**负债及权益合计**	**8565**	**8991**	**10683**	**12835**

流动比率	0.7	0.8	1.1	1.4
速动比率	0.4	0.5	0.8	1.0
营运能力				
资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
存货周转率	4.7	4.6	4.7	4.7
应收帐款周转率	35.1	40.1	41.1	41.1
应付帐款周转率	8.5	7.9	8.0	8.1
每股资料（元）				
每股收益	0.91	1.21	1.62	2.03
每股经营现金	1.59	3.23	3.53	4.04
每股净资产	5.33	6.42	7.88	9.71
每股股利	0.08	0.12	0.16	0.20

现金流量表

项目（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	912	1856	2029	2324
投资活动现金流	(665)	(265)	(586)	(586)
筹资活动现金流	(79)	(1,095)	(178)	(193)
现金净增加额	168	496	1266	1545

分析师简介:

邓海清：复旦大学金融学博士，宏源证券研究所建材行业分析师，曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年，2010 年任职国金证券研究所宏观策略组，2011 年加盟宏源证券研究所。

注：宏源证券建材行业实习生姚艺对报告亦有贡献。

机构销售团队				
华北区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵胤 010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5％～+5％
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。