

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: 13.86 元

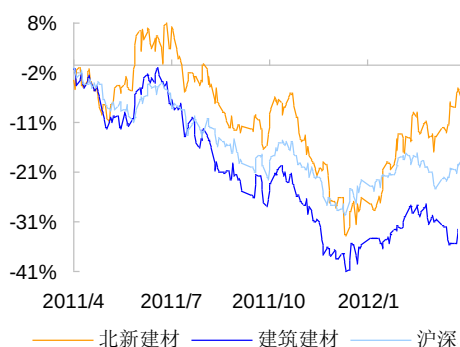
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2406.81
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	79
EPS	0.91
每股净资产(元)	5.24
资产负债率	56.05%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
北新建材	9.28	26.87	16.51
建筑建材	2.56	8.74	-2.86
沪深 300 指数	2.03	4.02	3.87



相关报告

北新建材-4 季度毛利率跳跃式回升,12 年估值有望大幅回归 2012-03-20

北新建材-地产影响将被平滑,石膏板毛利率开始提升 2012-02-13

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

000786

强烈推荐

一季度销量快速增长, 利润率上行确定性大

公司今日公布 1 季度, 实现收入 12.35 亿元, 同比增 25.3%; 实现归属于上市公司净利润 4683 万元, 同比增 39.2%。对应 EPS 为 0.081 元。

投资要点:

■ **1 季度销量快速增长, 收入与净利润同比增 25%与 39%, 预计全年销量增 20%。**1 季度收入 25%, 由于价格较稳定, 估计销量增速也在 25% 以上。净利润 4683 万元, 同比增长 39%, 一方面来源于投资收益上升, 另一方面北新房屋赞比亚项目部分盈利确认。我们认为, 石膏板在新房及二次装修上应用广泛, 今年地产投资放缓更多体现为石膏板需求增速从之前的 30%以上降至 15-20%, 预计公司全年销量将增 20%左右。

■ **一季度毛利率与费用率同比持平, 预计未来成本与费用下行仍有空间, 利润率将逐步回升。**①一季度毛利率 20.6%, 同比升 0.5%, 环比降 4.5%。虽然去年底废纸价格有所下滑, 但受四季度煤炭价格较高(同比增 10%)影响, 本期毛利率同比上升不明显。但环比下降幅度明显小于去年与前年的 6.3%与 9.4%。全年看, 预计煤与纸价均呈现稳中有降走势, 毛利率将现趋势性回暖走势, 有望回升至 30%左右。②三项费用率达 14.3%, 与去年持平。其中销售与管理费用率小幅下滑, 财务费用率提 0.65 个百分点。公司成本节约计划今年继续推行, 费用率仍有下降空间。石膏板仍是今年建材行业中少见的盈利回升品种。

■ **快速扩张策略不改, 12 年产能将增至 14.6 亿 m²。**一季度资本开支 1.9 亿元, 虽较去年 2.6 亿元有所下降, 但仍处高水平。今年总产能将增 2.0 亿 m², 其中 1.7 亿 m²来自泰山。有泰山一向满产满销的政策保证, 我们预计 12 年销量增 2 成确定性较高。

■ **给予“强烈推荐”的评级。**预计 12-14 年收入 70.6 元增至 99.8 亿元, EPS 为 1.20 元、1.47 与 1.75 元。我们再次强调对于一个长期年均需求增速 15%以上的新型墙体材料绝对龙头而言, 11 倍的动态 PE 明显偏低, 继续“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	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5969	7056	8596	9981
收入同比(%)	37%	18%	22%	16%
归属母公司净利润	523	692	846	1006
净利润同比(%)	25%	32%	22%	19%
毛利率(%)	22.8%	26.0%	25.8%	25.7%
ROE(%)	17.3%	18.7%	18.6%	18.1%
每股收益(元)	0.91	1.20	1.47	1.75
P/E	14.89	11.24	9.19	7.74
P/B	2.58	2.10	1.71	1.40
EV/EBITDA	9	7	6	5

资料来源: 中投证券研究所

一、公司经营图表

图 1 公司年度经营情况

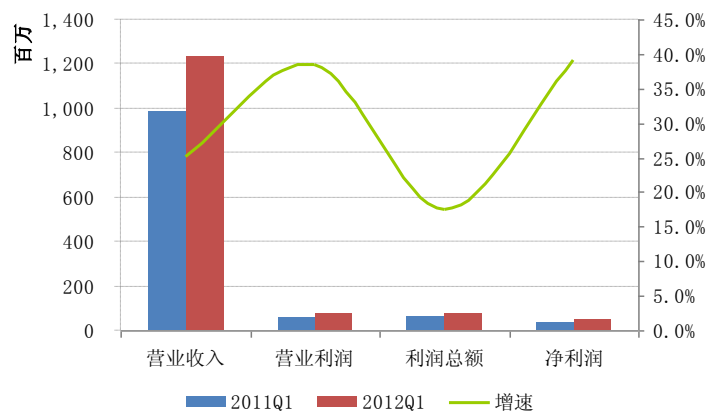
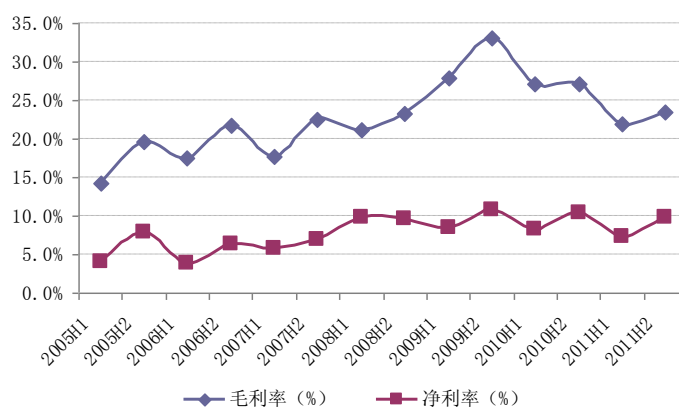


图 2 公司半年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度经营情况

	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1
收入 (亿元)	10.22	8.88	7.11	11.00	12.58	12.99	9.87	15.39	17.99	16.44	12.35
环比增速	22.2%	-13.1%	-19.9%	54.7%	14.4%	3.3%	-24.1%	56.0%	16.9%	-8.6%	-24.9%
毛利率	30.7%	35.8%	26.5%	27.5%	26.6%	27.4%	20.1%	22.9%	21.9%	25.1%	20.6%
费用率	15.6%	10.3%	18.7%	12.8%	11.9%	9.7%	14.3%	8.0%	9.5%	9.9%	14.3%
归属股东净利润 (亿元)	0.84	1.22	0.25	1.26	1.07	1.59	0.34	1.53	1.38	1.98	0.47
环比增速	-13.1%	45.8%	-79.3%	399.6%	-15.3%	48.7%	-78.8%	355.1%	-10.0%	44.0%	-76.4%
净利率	8.2%	13.7%	3.5%	11.5%	8.5%	12.2%	3.4%	9.9%	7.7%	12.1%	3.8%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司运营情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q1
营运能力								
存货周转率 (次)		5.7	5.1	3.8	3.8	4.1	4.7	1.8
应收账款周转率 (次)		8.4	8.9	7.9	13.6	21.1	35.1	15.1
资金状况								
资产负债率 (%)	59.0	60.5	61.1	54.5	54.4	56.2	56.0	57.0
经营活动现金流 (亿元)	1.1	2.7	1.4	3.0	7.9	9.1	11.1	-1.6
增长率 (%)		145.7	-46.3	113.1	157.9	16.2	22.0	
资本性支出								
资本性支出 (亿元)	4.4	2.7	4.4	6.6	6.5	12.1	12.8	1.9
增长率 (%)		(38.2)	62.4	48.4	(0.3)	84.9	5.6	(29.2)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、公司石膏板产能情况

图 3 公司石膏板产能规划

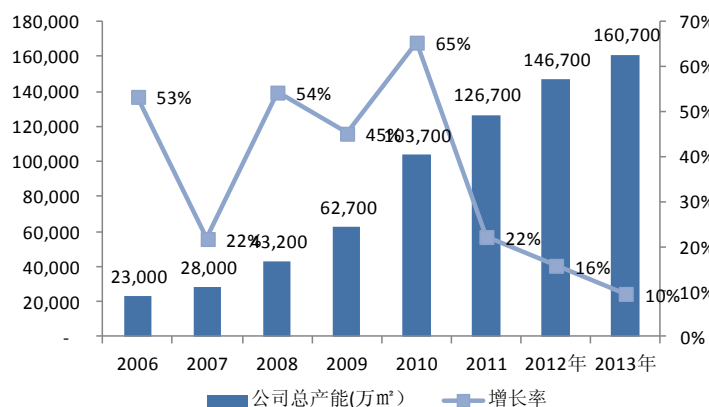
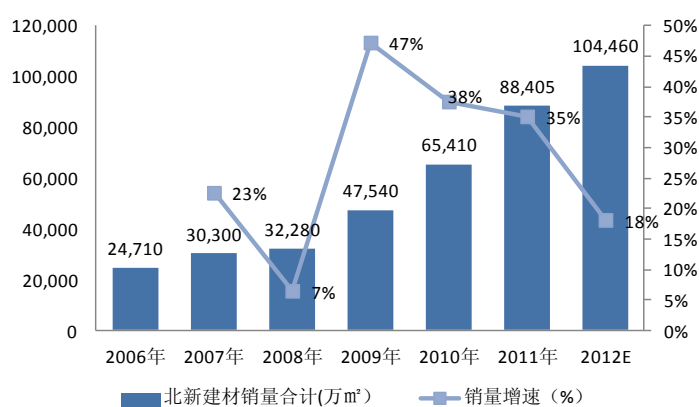


图 4 公司石膏板销量情况



资料来源：中投证券研究所、公司公告

表 3 公司近两年产能变动明细表

产品	所属公司	地点	生产线	年产能(万平方米)	投资金额(万元)	投产时间
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	重庆	脱硫石膏板	2000	3,507	2012 年
	泰山石膏	江苏南通二期	脱硫石膏板	4000	8,499	2012 年
	泰山石膏	山东泰安	石膏护面纸	10 万吨	23300	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	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	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	3000	8,076	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				20000	
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	16,151	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		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、盈利预测

公司历年销量与总体产能规模关系密切，我们预计 12 年将保持 18% 的销量增长；价格方面，年初龙牌部分区域已涨价，而泰山预计价格将持稳，大部下滑的可能性不大。盈利能力方面，成本下降影响将在今年体现出来，毛利率将明显回升。

表 4 公司盈利预测

	2011	2012E	2013E	2014E
泰山石膏				
产能（万平米）	82,700	99,700	108,700	119,570
产销率	90.2%	87.0%	92.0%	93.0%
销量（万平米）	74,615	86,739	100,004	111,200
价格（元/平米）	5.08	5.07	5.09	5.10
收入（万元）	387,860	439,767	509,020	567,121
龙牌				
产能（万平米）	44,000	47,000	52,000	57,200
产销率	33.0%	37.0%	48.0%	56.0%
销量（万平米）	14,500	17,400	24,960	30,285
价格（元/平米）	6.89	6.90	6.92	6.95
收入（万元）	84,474	120,060	172,723	210,479
石膏板业务				
总产能（万平米）	126,700	146,700	160,700	176,770
总销量（万平米）	89,115	104,139	124,964	141,485
收入（万元）	472,334	559,827	681,744	777,600
增速（%）	34.7%	18.5%	21.8%	14.1%
成本（万元）	358,313	399,436	490,855	555,984
增速（%）	46.2%	11.5%	22.9%	13.3%
毛利率（%）	24.1%	28.7%	28.00%	28.50%
其它产品				
收入（万元）	124,578	145,757	177,823	220,501
增速（%）	44.6%	17.0%	22.0%	24.0%
成本（万元）	102,765	122,436	147,238	185,221
增速（%）	39.7%	19.1%	20.3%	25.8%
毛利率（%）	17.5%	16.0%	17.2%	16.0%

主营业务收入总计（万元）	596,912	705,583	859,567	998,101
增速（%）	36.6%	18.2%	21.8%	16.1%
成本（万元）	461,077	521,872	638,093	741,205
增速（%）	44.7%	13.2%	22.3%	16.2%
毛利率（%）	22.8%	26.0%	25.8%	25.7%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、投资评级：强烈推荐

预计公司 12-14 年收入分别为 70.6 元、86.0 亿元、99.8 亿元，EPS 为 1.20 元、1.47 元与 1.75 元，给予“强烈推荐”的评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2344	2672	3614	5053
现金	792	800	1326	2396
应收账款	163	207	253	293
其他应收款	30	40	49	57
预付账款	220	261	319	371
存货	1080	1297	1586	1842
其他流动资产	58	67	82	95
非流动资产	6171	6905	7556	8131
长期投资	213	212	212	212
固定资产	3654	4517	5192	5752
无形资产	695	802	905	994
其他非流动资产	1609	1374	1247	1172
资产总计	8515	9577	11170	13184
流动负债	3500	3448	3621	4023
短期借款	1417	1885	1800	1900
应付账款	633	720	893	1112
其他流动负债	1451	842	927	1011
非流动负债	1272	1364	1544	1695
长期借款	509	609	739	889
其他非流动负债	763	756	806	807
负债合计	4772	4812	5165	5718
少数股东权益	727	1057	1450	1905
股本	575	575	575	575
资本公积	508	508	508	508
留存收益	1932	2625	3471	4477
归属母公司股东权益	3016	3708	4555	5560
负债和股东权益	8515	9577	11170	13184

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1113	588	1573	1836
净利润	752	1023	1240	1461
折旧摊销	203	226	278	323
财务费用	105	119	130	119
投资损失	-4	0	0	0
营运资金变动	46	-714	-80	-70
其他经营现金流	11	-67	5	3
投资活动现金流	-988	-954	-941	-898
资本支出	1277	833	822	793
长期投资	-48	-1	0	0
其他投资现金流	241	-122	-119	-105
筹资活动现金流	-152	374	-106	131
短期借款	-631	469	-85	100
长期借款	87	100	130	150
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-2	0	0	0
其他筹资现金流	394	-195	-150	-119
现金净增加额	-27	8	526	1070

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5969	7056	8596	9981
营业成本	4611	5219	6381	7412
营业税金及附加	10	12	15	17
营业费用	188	226	275	322
管理费用	304	374	452	529
财务费用	105	119	130	119
资产减值损失	9	14	14	17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0
营业利润	747	1092	1329	1565
营业外收入	444	65	70	80
营业外支出	355	18	19	20
利润总额	836	1139	1380	1625
所得税	84	117	140	164
净利润	752	1023	1240	1461
少数股东损益	229	330	393	455
归属母公司净利润	523	692	846	1006
EBITDA	1056	1438	1737	2007
EPS (元)	0.91	1.20	1.47	1.75

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	36.6%	18.2%	21.8%	16.1%
营业利润	21.9%	46.2%	21.6%	17.8%
归属于母公司净利润	25.4%	32.5%	22.3%	18.8%
获利能力				
毛利率	22.8%	26.0%	25.8%	25.7%
净利率	8.8%	9.8%	9.8%	10.1%
ROE	17.3%	18.7%	18.6%	18.1%
ROIC	16.6%	17.6%	19.0%	20.1%
偿债能力				
资产负债率	56.0%	50.2%	46.2%	43.4%
净负债比率	43.99	54.32%	51.09	50.51%
流动比率	0.67	0.78	1.00	1.26
速动比率	0.36	0.40	0.56	0.80
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.78	0.83	0.82
应收账款周转率	26	32	37	36
应付账款周转率	8.47	7.72	7.91	7.39
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.20	1.47	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	1.93	1.02	2.73	3.19
每股净资产(最新摊薄)	5.24	6.45	7.92	9.67
估值比率				
P/E	14.89	11.24	9.19	7.74
P/B	2.58	2.10	1.71	1.40
EV/EBITDA	9	7	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
2012-03-20	北新建材-4 季度毛利率跳跃式回升,12 年估值有望大幅回归
2012-02-13	北新建材-地产影响将被平滑,石膏板毛利率开始提升
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

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 $\pm 10\%$ 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。

免责声明

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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.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