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： 18 元

当前股价： 13.99 元

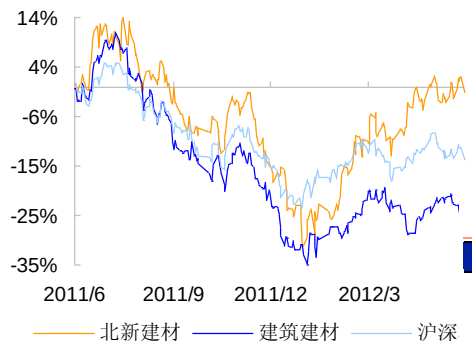
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2308.55
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	80
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	-1.82	10.04	19.54
建筑建材	3.60	2.44	2.80
沪深 300 指数	0.26	-0.04	4.42



相关报告

北新建材－一季度销量快速增长，利润率上行确定性大 2012-04-27

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 000786 强烈推荐

快速扩张步伐不减，投资项目提升明后年业绩

公司今日公布三个投资项目，将于天津、福建泉州与山东聊城建设共 1.3 亿平米的石膏板线与 8000 吨的轻钢龙骨线，投资额 4.1 亿元，建设期约 12 个月。

投资要点：

- **2013 年石膏板产能将增长 18%，20 亿㎡规划有望提前实现。**公司本次投资包括龙牌两条与泰山一条石膏线，共 1.3 亿㎡，预计将于 13 年投产。则明年总产能将达到 17.37 亿㎡，同比增速 18%，较之前披露核算的 10%明显提升。这说明公司中期仍坚持快速扩张、抢占布局，另外是坚持高端与中低端品牌齐头并进。以 13 年为基数计算，公司在 14-15 年只需年增 7%即可达到十二五规划的 20 亿㎡目标，但以公司历次高效率扩张的风格来看，该目标很有可能提前完成而且可能进一步提高。
- **战略性布局更趋完善，抢占份额力度加大。**公司龙牌是以全国性布局战略迫使三大外企缩至区域品牌；泰山以规模优势及低价迫使中小企业退出。在龙牌全国布局基本完成的情况下，布局有潜力的空白市场（本次布局泉州）以及与外企抢占成熟市场（布局天津，直接对抗可耐福天津基地）已经成为选择投资地点的重要依据。而山东作为我国石膏板重要基地，又是泰山总部，聊城建线将有利于完善布点。
- **2012 年盈利将回升，投资项目将增厚明后年 EPS 各 0.03 元。**我们预计 12 年公司销量增长可达到 20%左右，利润率有望随着纸价与煤价回升而逐步回升，利润高增长确定。而本次投资项目使得明年总规模 18%增速高于原有的 10%，预计 2014 年公司也仍保持稳步扩张。公司明后年销量将高于原来预期，我们调高分别 13-14 年 EPS 各 0.03 元至 1.50 元与 1.78 元。
- **给予"强烈推荐"的评级。**预计公司 12-14 年收入分别为 70.6 元、87.5 亿元、101.1 亿元， EPS 为 1.20 元、1.50 元与 1.78 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,11.4 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	8748	10108
收入同比(%)	37%	18%	24%	16%
归属母公司净利润	523	692	865	1022
净利润同比(%)	25%	32%	25%	18%
毛利率(%)	22.8%	26.0%	25.8%	25.8%
ROE(%)	17.3%	18.7%	18.9%	18.3%
每股收益(元)	0.91	1.20	1.50	1.78
P/E	15.05	11.36	9.10	7.70
P/B	2.61	2.12	1.72	1.41
EV/EBITDA	9	7	5	5

资料来源：中投证券研究所

一、2013 年石膏板产能增长 18%，20 亿㎡目标有望提前实现

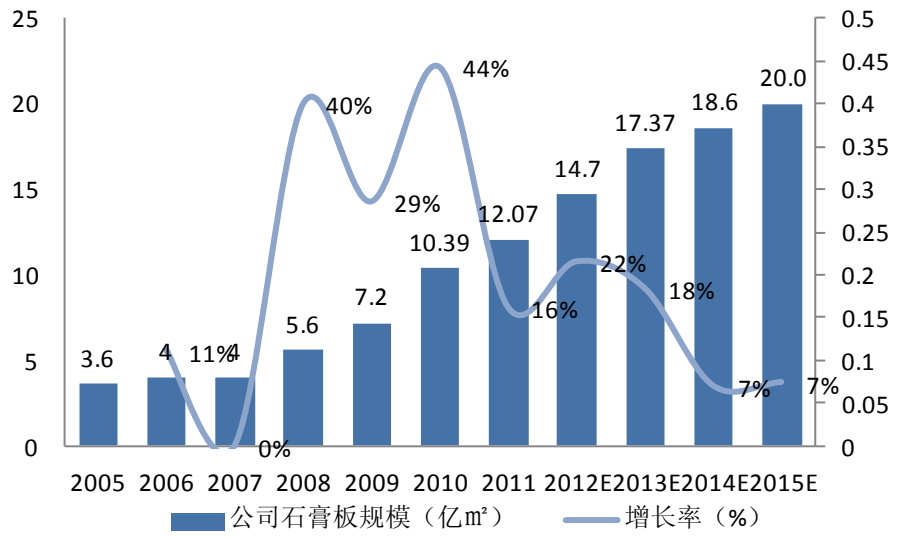
公司本次投资包括三条石膏板线与两条轻钢龙骨线。其中两条为龙牌石膏板，一条为泰山石膏板，合计产能增加 1.3 亿㎡。总投资共 4.1 亿元，将通过自有资金与银行贷款解决。

本次投资一方面意味着公司中期仍坚持快速扩张、抢占布局的战略；另一方面则是坚持高端与中低端品牌齐头并进。

公司原本披露数据中 2013 年将新增 1.4 亿㎡石膏板产能，总产能将达到 16.06 亿㎡，增速 10%。而本次规划的三条石膏板线预计将于 2013 年投产，这意味着明年公司新增产能将达到 2.7 亿㎡，新增量较之前披露数据翻番。明年总产能也将达到 17.37 亿㎡，同比增速 18%。

公司“十二五”规划至 2015 年石膏板总规模将达到 20 亿㎡，这意味着 2014 与 2015 年公司产能只需年均 7%即可达到目标。但以公司历次高效率扩张的风格来看，20 亿㎡目标很有可能提前完成而且可能进一步提高目标。

图 1 公司石膏板产能规划



数据来源：wind、中投证券研究所

表 1 公司本次公告的投资项目

产品	所属公司	地点	生产线	年产能（万平米）	投资金额（万元）	投产时间
龙牌	天津北新	天津	脱硫石膏板	5000	20,367	2013 年
	天津北新	天津	轻钢龙骨	5000 吨		
	泉州北新	福建泉州	脱硫石膏板	3000	8,137	2013 年
	泉州北新	福建泉州	轻钢龙骨	3000 吨		
泰山	泰山石膏	山东聊城	脱硫石膏板	5000	12,524	2013 年

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司 2013 年原本披露情况与本次披露后情况对比

	原披露（万㎡）	目前披露（万㎡）
2013 年泰山新增产能	9000	14000
2013 年龙牌新增产能	5000	13000
合计新增产能	14000	27000
公司 2012 年总产能	**160700**	**173700**
产能同比增速(%)	**10%**	**18%**

资料来源：公司公告、中投证券研究所

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（万平米）	投资金额（万元）	投产时间
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	300	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		
	天津北新	天津	脱硫石膏板	5000	20,367	2013 年
	天津北新	天津	轻钢龙骨	5000 吨		
	泉州北新	福建泉州	脱硫石膏板	3000	8,137	2013 年
	泉州北新	福建泉州	轻钢龙骨	3000 吨		
泰山	泰山石膏	湖北武穴	脱硫石膏板	5000	16,1 1	2013 年
	泰山石膏	安徽巢湖	脱硫石膏板	4000	11,409	2013 年
	泰山石膏	山东聊城	脱硫石膏板	5000	12,524	2013 年
			合计新增规模	**27000**		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、战略性布局更趋完善，抢占份额力度加大

本次投资项目符合公司两大品牌的战略。对于高端的龙牌，其竞争对手主要为拉法基、可耐福与圣戈班；公司过去几年布局快速推进，而三大外企只能变为区域性品牌。在龙牌全国布局基本完成的情况下，布局有潜力的空白市场以及与外企抢占成熟市场已经成为选择投资地点的重要依据。而中低端的泰山主要竞争对手为中小企业，公司以规模优势降成本，并以低价挤压中小企业利润迫使其退出。

本次龙牌在福建泉州的布点就是抢占空白点：福建之前并没有高端石膏板线，大部分产品均由广东等地运输过去；但福建近年石膏板需求增长快速，市场潜力较大。在本地投资生产线将明显节约成本，从而快速占领新兴市场。

龙牌在天津建线更多是为了与可耐福争夺市场。可耐福是外资品牌中布局最为合理的，其天津厂建于 2000 年，但产能仅约 1500 万㎡。龙牌在此建立 5000 万㎡石膏板线与配套的轻钢龙骨，有望是规模优势与其争夺市场。

而山东作为石膏板大省，又是泰山总部所在地，在聊城建线有利于完善增加生产网点。

图 2 公司石膏板产能规划

数据来源：中投证券研究所

三、投资项目有望增厚 13-14 年 EPS 各 0.03 元

本次投资项目预计将于 2013 年投产，则明年公司总规模增速将高于原来预期；且预计 2014 年公司也仍保持稳步扩张。公司明后年的业绩增长将更为确定，根据公司最新的情况，我们预计 13 与 14 年石膏板销量将略高于我们原来的预期，EPS 将由原来的 1.47 元与 1.75 元提高至 1.50 元与 1.78 元。

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	113,700	125,070
产销率	89.7%	87.0%	89.0%	90.0%
销量（万平米）	74,220	86,739	101,193	112,563
价格（元/平米）	5.05	5.07	5.09	5.10
收入（万元）	387,860	439,767	515,072	574,071
净利润（万元）	54,533			
净利率（%）	14.06%			
龙牌				

产能（万平米）	44,000	47,000	60,000	66,000
产销率	30.6%	35.4%	42.0%	48.0%
销量（万平米）	13,480	16,629	25,200	29,952
价格（元/平米）	7.22	7.22	7.22	7.22
收入（万元）	84,474	120,060	181,944	216,253
石膏板业务				
总产能（万平米）	126,700	146,700	173,700	191,070
总销量（万平米）	87,700	103,368	126,393	142,515
增速（%）	34.1%	17.9%	22.3%	12.8%
收入（万元）	472,334	559,827	697,016	790,325
增速（%）	34.7%	18.5%	24.5%	13.4%
成本（万元）	358,313	399,436	501,852	565,082
增速（%）	46.2%	11.5%	25.6%	12.6%
毛利率（%）	24.1%	28.7%	28.0%	28.5%
净利润（万元）				
净利率（%）				
石膏板业务占比	79.13%	79.34%		
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%
主营收入合计（万元）	**596,912**	**705,583**	**874,840**	**1,010,826**
增速（%）	36.6%	18.2%	24.0%	15.5%
主营收入合计（万元）	461,077	521,872	649,089	750,303
增速（%）	44.7%	13.2%	24.4%	15.6%
毛利率（%）	22.8%	26.0%	25.8%	25.8%

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、87.5 亿元、101.1 亿元， EPS 为 1.20 元、1.50 元与 1.78 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	3585	5046
现金	792	800	1258	2356
应收账款	163	207	257	297
其他应收款	30	40	50	58
预付账款	220	261	325	375
存货	1080	1297	1613	1865
其他流动资产	58	67	83	96
非流动资产	6171	6905	7605	8178
长期投资	213	212	212	212
固定资产	3654	4517	5216	5787
无形资产	695	802	905	994
其他非流动资产	1609	1374	1272	1184
资产总计	8515	9577	11190	13224
流动负债	3500	3448	3645	4044
短期借款	1417	1885	1800	1900
应付账款	633	720	909	1125
其他流动负债	1451	842	936	1018
非流动负债	1272	1364	1514	1665
长期借款	509	609	709	859
其他非流动负债	763	756	806	807
负债合计	4772	4812	5159	5709
少数股东权益	727	1057	1459	1921
股本	575	575	575	575
资本公积	508	508	508	508
留存收益	1932	2625	3489	4511
归属母公司股东权益	3016	3708	4573	5594
负债和股东权益	8515	9577	11190	13224

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1113	588	1584	1864
净利润	752	1023	1266	1484
折旧摊销	203	226	279	325
财务费用	105	119	130	118
投资损失	-4	0	0	0
营运资金变动	46	-714	-96	-66
其他经营现金流	11	-67	6	3
投资活动现金流	-988	-954	-991	-898
资本支出	1277	833	872	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	-136	132
短期借款	-631	469	-85	100
长期借款	87	100	100	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	-118
现金净增加额	-27	8	458	1098

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5969	7056	8748	10108
营业成本	4611	5219	6491	7503
营业税金及附加	10	12	15	17
营业费用	188	226	280	326
管理费用	304	374	460	536
财务费用	105	119	130	118
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	1358	1590
营业外收入	444	65	70	80
营业外支出	355	18	19	20
利润总额	836	1139	1409	1650
所得税	84	117	143	167
净利润	752	1023	1266	1484
少数股东损益	229	330	402	462
归属母公司净利润	523	692	865	1022
EBITDA	1056	1438	1767	2034
EPS（元）	0.91	1.20	1.50	1.78

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%	24.0%	15.5%
营业利润	21.9%	46.2%	24.4%	17.1%
归属于母公司净利润	25.4%	32.5%	24.9%	18.2%
获利能力				
毛利率	22.8%	26.0%	25.8%	25.8%
净利率	8.8%	9.8%	9.9%	10.1%
ROE	17.3%	18.7%	18.9%	18.3%
ROIC	16.6%	17.6%	19.2%	20.2%
偿债能力				
资产负债率	56.0%	50.2%	46.1%	43.2%
净负债比率	43.99	54.32%	50.57	50.07%
流动比率	0.67	0.78	0.98	1.25
速动比率	0.36	0.40	0.54	0.78
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.78	0.84	0.83
应收账款周转率	26	32	37	36
应付账款周转率	8.47	7.72	7.97	7.38
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.20	1.50	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	1.93	1.02	2.75	3.24
每股净资产(最新摊薄)	5.24	6.45	7.95	9.73
估值比率				
P/E	15.05	11.36	9.10	7.70
P/B	2.61	2.12	1.72	1.41
EV/EBITDA	9	7	5	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
2012-04-27	北新建材－一季度销量快速增长，利润率上行确定性大
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

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，旨为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	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434