

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: 20.00元

当前股价: 14.15元

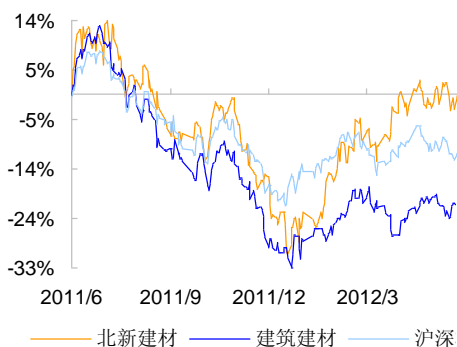
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2306.85
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	81
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	4.55	7.48	27.34
建筑建材	0.51	-0.12	8.89
沪深300指数	-1.82	-1.42	7.11



相关报告

- 北新建材-快速扩张步伐不减,投资项目提升明后年业绩 2012-06-06
- 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

000786

强烈推荐

年初至今销量同比增 20%以上,盈利底部已过

近日我们到公司调研,与管理层就近期行业与公司经营情况进行深入沟通。

投资要点:

- **石膏板 2012 年初至今销量同比增 20%以上,管理层信心充足。**石膏板作为新型墙体材料,受益消费升级,将不断替代传统材料。我们预计行业中长期需求约 40-50 亿 m<sup>2</sup>,这意味着行业仍有至少一倍的空间。由于石膏板大量用于公用市场及二次装修,今年地产调控对石膏板销量影响有限。公司年初至今石膏板总销量维持 20%以上的高增长,管理层信心充足。我们预计公司全年销量增长 20%的确定性较大。
- **石膏板成本下行开始体现,盈利底部已过。**我们一直强调今年纸价与煤价均呈下降趋势,今年公司利润率将明显回升。公司明确表示去年石膏板约 25%的毛利率基本上为底部,二季度成本有所下降,且费用率预计也在下行。我们预计今年石膏板毛利率有望从 25%升至 30%左右,且从二季度开始体现。
- **公司扩张速度快于预期,抢占份额力度加大。**公司表示今年将新增 3.2 亿 m<sup>2</sup> 产能,这意味着年底产能将达到 15.2 亿 m<sup>2</sup>,高于我们原来根据公司建设进程测算的 14.67 亿 m<sup>2</sup>。且近期公司又披露了再新增 3 条新线的计划,这些产能将于明年投产。以此计算,我们认为公司十二五规划的 20 亿 m<sup>2</sup> 很可能提前完成且目标仍可能进一步提高。目前竞争对手多无规模优势,去年近 2/3 的中小企业处于亏损或微利状态。公司快速扩张战略将使得抢占份额力度加大。
- **给予“强烈推荐”的评级。**在今年的盈利预测中,我们保守估计销量增 18%,毛利率提升 3 个百分点。由于扩张进展快于预期,我们于上一报告提高明后业绩预测。预计 12-14 年收入 70.6 元增至 101.1 亿元, EPS 为 1.20 元、1.5 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,12 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	689	860	1022
净利润同比(%)	25%	32%	25%	19%
毛利率(%)	22.8%	26.0%	25.8%	25.8%
ROE(%)	17.3%	19.5%	19.6%	18.8%
每股收益(元)	0.91	1.20	1.50	1.78
P/E	15.76	11.95	9.57	8.06
P/B	2.73	2.33	1.87	1.52
EV/EBITDA	10	7	6	5

资料来源:中投证券研究所

## 一、石膏板行业总体情况与公司观点

- 石膏板应用：**①较少有替代品，总体性价比好于其它板材。石膏板的性价比较好：环保上好于甲板，没有用到胶，也没有甲醛；性能上如防火等性能比较好；经济性上，便宜。使用与加工性好：可钉可锯可刨，也可以做曲面。从历史上石膏板的应用历程看有三个阶段：一是对防火性的认识推动发展（日本 60 年代的火灾，深圳 90 年代）；二是环保性能；三是舒适性（微孔结构，含有结晶水）。②**总体成本也略低于砖墙。**石膏板作隔墙，成本比砖还会略低。因为砖的成本也在上升；另外施工上，人工比较贵，石膏板干法施工。一般来说，如果一堵墙两人砌砖用两天，用石膏板只需要 2 个小时；而且不需要干燥时间。
- 市场容量与格局：**远期看，石膏板中国市场有 50 亿 m<sup>2</sup> 的容量。这是根据其它国家发展的情况得来的（集团宋总的观点）。2011 年全行业产量约 21 亿 m<sup>2</sup>，公司 8.78 亿 m<sup>2</sup>，占比 42%；三家外企约 1.5 亿 m<sup>2</sup>；因此这四家占比约 50%。其它的一半市场则较为分散。
- 国家政策：**会有鼓励性的，无强制性的。目前国家有鼓励性的政策，如免征增值税的政策。
- 公司观点与态度：**对石膏板还是比较乐观，总体今年信心还是比较足的，公建订单不缺。虽然与房地产相关，但总体波动波幅会缓一些，因为用在二次装修的比例还是比较高。另外，从行业寿命期说，还处于朝阳期。从公司来看，未来很确定性的，因为有足够的成长空间；而且格局比较好，行业很少有大的竞争对手。

## 二、公司产能与品牌情况

- 产能情况：**今年将新增 3.2 亿 m<sup>2</sup> 至 15.2 亿 m<sup>2</sup> 规模，扩张仍在加快。去年年底时点产能为 12 亿 m<sup>2</sup>，今年将有 3.2 亿 m<sup>2</sup> 投产，则 12 年底时点总产能将达到 15.2 亿 m<sup>2</sup>。今年新产能中，约 8000 万 m<sup>2</sup> 为龙牌，2.4 亿 m<sup>2</sup> 是泰山。2013 年，公司的增量也在 2-3 亿 m<sup>2</sup> 之间。总体产能建设速度仍有加快迹象。当然由于部分在下半年投产，因此不会完全形成销量。
- 产能与市场份额规划：**我们是 2015 年计划做到 20 亿 m<sup>2</sup>。但如果中国真的到 50 亿 m<sup>2</sup> 的容量，我想北新的量应该不止 20 亿 m<sup>2</sup>。但即使占有率提高至 50% 也不会有完全的议价权，价格上会有主导权。
- 未来扩张方式：**收购可能有个别机会。收购想法是有的，但好的标的很小。06 年我们和泰山合作，对行业是决定性的。后面会有个别的机会，但不会有对行业有重大影响的机会。
- 双品牌战略：**龙牌与泰山的产能利用率不同，与策略有关。龙牌的高端市场容量还没那么大，只有单一品牌；而且近几年它有布局的想法，因此总体产能利用率还不高。而泰山是满产满销的策略，价格随行就市，有不同档次的产品。未来两者的规模比例中，泰山还是比较高。

### 三、公司经营情况

1. **销量:** 2012年初至今,龙牌与泰山合计销量同比去年有**20%以上的增长**,总体需求还可以。虽然宏观经济还不明朗,但总体还是比较有信心的。
2. **库存:** ①石膏板上,这个行业基本上很少有库存。经销商不会压太大的库存,因为产品不容易储存,多么货值小。另外,我们现在全国布局了,运输方便也减少了存货。基本是覆盖半径在**300公里左右**,但中西部范围大些,东部小。②原材料: 原材料: 石膏正常存个三五万吨;煤也有储存限制。平均煤与纸都是一个和两个月的库存。价格上,石膏有的是锁定一年甚至五年的,纸是随行就市。一般年初有个基本价,价格差到一定程度会有谈判。

### 四、公司价格、成本与盈利

1. **价格上:** 总体基本持平,相对稳定。但不同区域有不同做法,也有一些促销。全国性的调价很少,微调有一些。
2. **总体成本:** 目前成本端有些下降,费用率应该也是下行的。公司长期将通过规模与技术降低成本。龙牌与泰山成本差异是有的,但成品率差异不大。公司三费率肯定是下行的,因为收入增长比较快,但财务费用总额是向上的。
3. **毛利率:** 应该是上行的,去年**25%的毛利率是个底**。每年四季度毛利率上升,一方面四季度是旺季,另外主观上有调价的动力,为来年定价打基础。从ROE等水平看,公司实际上盈利能力较高,公司认为不会下来。
4. **原材料情况:** 公司全面用**脱硫石膏**,中小企业大部分仍用**天然石膏**。中小企业他们集中在山东河北(成规模的),大部分用天然石膏;现在部分开始用脱硫石膏,但要改工艺。如果他们脱硫石膏,跟电厂没有谈判优势。我们全部用脱硫石膏。相对来说,如果工厂旁边有电厂和石膏矿的话,我们还是用脱硫石膏便宜。因为天然石膏出坑口都要**60元/吨**。而大体脱硫石膏价格加上运费,应该在**50-60元/吨**。从最新最好的线来看,1m<sup>2</sup>石膏板大概用**6.8kg.**,正常的是在**7.5-8.5kg**之间。

### 五、行业竞争情况:

1. **高端市场外企规模小,扩张也不简单。**他们的规模小,拉法基等三家均各有**4500-5500万平米**的规模。我规模大了,我有采购原材料成本的优势,还有资金成本等方面的节省。
2. **技术与规模是门槛,去年约2/3中小企业处于亏损与微利状态。**虽然公司盈利不错,但不代表别人可以很容易赚钱。从规模上讲,如果仅有**2-3亿m<sup>2</sup>**的产能,基本上没什么规模效益;中小企业的能耗高,而且价格低。从去年了解情况看,总产能约**10亿m<sup>2</sup>**的中小企业中,去年亏钱的占了**1/3**。处于微利状态的是**1/3**,真正能赚钱的也只有**1/3**。今年他们也会困难,我们因为中端市场产能扩张得快,所以会加大对他们的冲击。我们**25%毛利率**时他们就比较难了,盈利差异主要来自价格与成本,其中价格差远高于

成本高，这个行业个别企业出厂价能低于 3.5 元/m<sup>2</sup>（泰山基本在 5 元）。

3. 行业总体产能利用率不高。2009 年的时候，当时产能统计就有 35 亿 m<sup>2</sup>，产能利用率较低。一方面是有新建线，大部分线从投产到满产满销，到有 2-3 年的时间；另一方面有部分产能不怎么赚钱（比较灵活），也不容易退出。

## 六、其它方面：

1. 出口情况：目前公司出口的较少，台港澳做一点，其它都不做。原因在于运输成本高，运过去的话不一定有竞争力。主要精力还是在中国。
2. 公司经销体系：扁平化，有 2000 多家经销商。经销商有 2000 多家，接近 3000 家。这些经销商直接签的，都是独家卖我们产品。每年我们对他们有要求，对他激励有销售折扣，返点等政策。日常的大工程时我们给他提供服务与技术团队。扁平化结构，所有下单都到总部来。
3. 新型房屋：总体要解决持续发展的能力。
4. 补贴情况：有一部分是一次性，但跟投资挂的是五年摊销的，不好预测。

## 七、盈利预测

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 1 公司盈利预测

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>泰山石膏</b>				
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	86,39	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%			
<b>龙牌</b>				
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
<b>石膏板业务</b>				
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%		
<b>其它产品</b>				
收入 (万元)	124,578	145,757	177,823	220,501
增速 (%)	44.6%	17.0%	22.0%	20.0%
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%
<b>主营收入合计 (万元)</b>	<b>596,912</b>	<b>705,583</b>	<b>874,840</b>	<b>1,010,826</b>
增速 (%)	36.6%	18.2%	24.0%	15.5%
<b>主营收入合计 (万元)</b>	<b>461,077</b>	<b>521,872</b>	<b>649,089</b>	<b>750,303</b>
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

## 八、投资评级：强烈推荐

预计公司 12-14 年收入分别为 70.6 亿元、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
<b>流动资产</b>	2344	2672	3408	4966
现金	792	800	1080	2275
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
<b>非流动资产</b>	6171	6905	7605	7981
长期投资	213	212	212	212
固定资产	3654	4517	5216	5690
无形资产	695	802	905	994
其他非流动资产	1609	1374	1272	1084
<b>资产总计</b>	8515	9577	11013	12947
<b>流动负债</b>	3500	3619	3645	3944
短期借款	1417	2056	1800	1800
应付账款	633	720	909	1125
其他流动负债	1451	842	936	1018
<b>非流动负债</b>	1272	1364	1514	1665
长期借款	509	609	709	859
其他非流动负债	763	756	806	807
<b>负债合计</b>	4772	4983	5159	5609
少数股东权益	727	1056	1456	1918
股本	575	575	575	575
资本公积	508	508	508	508
留存收益	1932	2455	3315	4337
归属母公司股东权益	3016	3538	4399	5420
<b>负债和股东权益</b>	8515	9577	11013	12947

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	1113	589	1585	1861
净利润	752	1019	1260	1484
折旧摊销	203	226	279	322
财务费用	105	124	137	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
<b>投资活动现金流</b>	-988	-954	-991	-698
资本支出	1277	833	872	593
长期投资	-48	-1	0	0
其他投资现金流	241	-122	-119	-105
<b>筹资活动现金流</b>	-152	373	-314	32
短期借款	-631	640	-256	0
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	-366	-157	-118
<b>现金净增加额</b>	-27	8	280	1195

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	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	124	137	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
<b>营业利润</b>	747	1088	1351	1590
营业外收入	444	65	70	80
营业外支出	355	18	19	20
<b>利润总额</b>	836	1135	1402	1650
所得税	84	116	142	167
<b>净利润</b>	752	1019	1260	1484
少数股东损益	229	329	400	462
<b>归属母公司净利润</b>	523	689	860	1022
<b>EBITDA</b>	1056	1438	1767	2031
<b>EPS (元)</b>	0.91	1.20	1.50	1.78

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	36.6%	18.2%	24.0%	15.5%
营业利润	21.9%	45.5%	24.2%	17.7%
归属于母公司净利润	25.4%	31.9%	24.8%	18.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	22.8%	26.0%	25.8%	25.8%
净利率	8.8%	9.8%	9.8%	10.1%
ROE	17.3%	19.5%	19.6%	18.8%
ROIC	16.6%	17.6%	19.2%	20.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.0%	52.0%	46.8%	43.3%
净负债比率	43.99	55.89%	50.57	49.18%
流动比率	0.67	0.74	0.94	1.26
速动比率	0.36	0.38	0.49	0.78
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.75	0.78	0.85	0.84
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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	2.76	3.24
每股净资产(最新摊薄)	5.24	6.15	7.65	9.42
<b>估值比率</b>				
P/E	15.76	11.95	9.57	8.06
P/B	2.73	2.33	1.87	1.52
EV/EBITDA	10	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
2012-06-06	北新建材 - 快速扩张步伐不减, 投资项目提升明后年业绩
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