

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: 13.06元

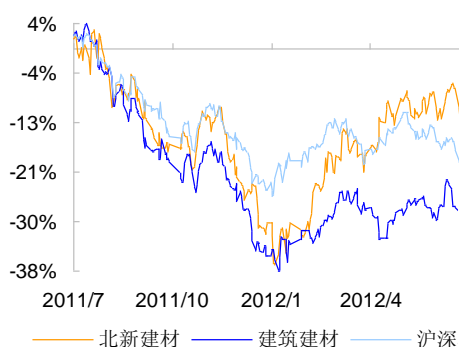
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2225.43
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	74
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	-4.60	3.20	28.20
建筑建材	-9.62	0.95	7.01
沪深300指数	-5.85	-0.54	6.66



相关报告

北新建材 - 年初至今销量同比增20%以上, 盈利底部已过 2012-06-18

北新建材 - 快速扩张步伐不减, 投资项目提升明年业绩 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

000786

强烈推荐

在成长性行业中快速扩张

自前期系列报告分析石膏板行业供求、公司产能、价格与成本等情况后, 我们在此更深入地分析了行业成长来源与空间、公司双品牌的快速扩张战略, 以期有更透彻的理解。

投资要点:

- **石膏板替代传统材料趋势显现, 行业成长性确定。**石膏板作为新型墙体材料, 以优越的性能及干作业的施工方式逐步替代其它材料, 过去五年其在墙体材料中占比由4%升至8%。受益于消费升级, 未来五年占比将继续升至20%, 这说明其替代趋势已经显现。未来即使我国墙体材料总量不变, 仅依靠结构改进, 石膏板也具有一倍以上的增长空间。
- **未来五年石膏板需求翻番, 公用市场仍是主要增长来源。**我们认为中期石膏板的增长来源分别是: 写字楼---酒店、医院、影剧院等公用市场---住宅。写字楼市场的增长空间约20%, 酒店、影剧院、医院作为近年增长迅速的市场, 空间约为写字楼的54%; 而住宅未来将继续稳定增长。具体测算, 未来五年我国石膏板需求将达到44亿m², 较目前翻番, 年均增长15%。
- **石膏板区域性与资源依赖性决定了公司快速扩张为主的战略。**石膏板运输半径较小使得销售区域性明显, 而脱硫石膏工艺使得石膏板厂必须跟着电厂布局以争夺资源。因此, 北新建材在过去几年采取快速扩张战略, 成功抢占优势地点, 完成全国性布局。
- **以双品牌差异化的生产与价格战略, 占据全国近40%市场。**北新建材高端龙牌以布局为先, 使得三大外企退至区域品牌; 并持续涨价将对手限制在高端市场, 自身占据全国近一半年高端市场。中低端泰山以满产满销为策略, 最大限度降低成本; 并以持续低价逼退中小企业。总体看, 快速扩张为主、价格为辅的战略, 使得公司一跃成为国内绝对龙头。
- **成本下降助推盈利提升将再次显现, 预计毛利率将从25%升至30%。**石膏板盈利与原材料成本呈现明显反向关系, 2008年煤纸价的明显下滑使得2009年公司毛利率大幅上升。该情况有望再次出现: 今年纸价与煤价分别较去年降低11%与6%, 我们预计石膏板毛利率将从25%逐步回升至30%, 且有望在二季度开始体现。
- **继续给予“强烈推荐”的评级。**预计公司12-14年EPS为1.20元、1.50元与1.78元。我们仍然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倍左右的动态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	14.37	10.89	8.73	7.35
P/B	2.49	2.12	1.71	1.39
EV/EBITDA	9	6	5	5

资料来源: 中投证券研究所

目录

一、石膏板行业成长逻辑与空间分析	4
1.1 行业成长逻辑：性能优越，替代升级明显	4
1.2 行业现状：人均使用量较低，处于持续成长中	5
1.2.1 我国石膏板人均使用量远低于世界水平	5
1.2.2 过去十年高速增长，石膏板消费升级趋势已经显现	6
1.3 行业未来成长来源与空间测算：五年内市场将达 44 亿 m ²	7
1.3.1 公用市场仍将是中期石膏板主要增长来源	7
1.3.2 未来五年我国石膏板需求将翻番达到 44 亿 m ² ，年增 15%	8
二、北新建材快速扩张与双品牌战略分析	9
2.1 北新建材总体战略概述：快速扩张、抢占布局	9
2.1.1 石膏板区域性与资源性决定了快速扩张的战略	9
2.1.2 公司总体战略表现：规模年均增长 30%，实现全国性布局	9
2.2 高端龙牌战略：全国性布局、持续涨价分隔市场	10
2.2.1 高端石膏板竞争格局：龙牌独大，外企缩至区域性品牌	10
2.2.2 龙牌生产与价格策略：成本优势保证盈利，持续涨价分隔市场	11
2.2.3 龙牌战略效果：销售高速增长，占有率达 48%	11
2.3 中低端泰山战略：满产满销、低价击败中小企业	12
2.3.1 泰山生产与价格策略：满产满销、持续低价	12
2.3.2 泰山战略效果：低成本优势明显，占有率达 39%	13
2.4 总体战略效果与未来规划分析	13
2.4.1 总体战略效果：占据国内绝大部分新增市场	13
2.4.2 未来战略规划：继续快速扩张，“十二五”规划 20 亿 m ²	14
三、公司短期刺激因素：成本下行，利润率上升	15
3.1 石膏板成本结构与原材料走势	15
3.2 石膏板盈利能力与成本关系	16
四、盈利预测	17
五、投资建议：强烈推荐	18

图表目录

图 1 2009 年各地单位人口石膏板用量比较.....	5
图 2 我国近年来水泥与石膏板产量增速比较.....	6
图 3 我国墙体材料结构占比.....	7
图 4 我国板材材料结构占比.....	7
图 5 石膏板中期增长来源 1:写字楼.....	7
图 6 石膏板中期增长来源 2:酒店、影剧院、医院.....	7
图 7 我国石膏板未来五年需求预测.....	8
图 8 石膏板区域与资源依赖的特性决定了公司以快速扩张为主的战略.....	9
图 9 公司过去五年规模增长情况.....	10
图 10 公司全国性布局情况.....	10
图 11 三大外企生产基地情况.....	10
图 12 龙牌与三大外企规模对比.....	10
图 13 龙牌产能利用率情况.....	11
图 14 龙牌石膏板价格走势.....	11
图 15 龙牌近几年销量情况.....	12
图 16 龙牌高端市场占有率变化（2010 年与 2011 年）.....	12
图 17 泰山产能利用率情况：满产满销.....	12
图 18 泰山石膏板价格走势.....	12
图 19 泰山近几年销量情况.....	13
图 20 泰山中低端市场占有率变化（2010 年与 2011 年）.....	13
图 21 北新建材新增销量占全国石膏板新增需求比重.....	14
图 22 北新建材十二五规划.....	14
图 23 石膏板成本结构.....	15
图 24 美废价格走势（美元/吨）.....	15
图 25 煤炭价格走势（元/吨）.....	15
图 26 单位石膏板用纸与煤成本价与石膏板毛利率走势图.....	16
表 1 石膏板墙体与砌块墙体比较.....	4
表 2 公司盈利预测.....	17

前期我们通过系列的报告分析过石膏板行业需求、格局、成本等情况。本篇报告在前面的基础上进行了深化，全面分析行业成长性与公司战略发展情况。新的看点如下：

1. 行业成长性：**首次分析石膏板未来五年的增长来源并具体测算成长空间；**
2. 北新战略深入分析：从产品属性分析公司战略考虑，**首次分析龙牌与泰山不同的生产与价格战略；**
3. 行业盈利能力变动分析。

我们的结论是：

1. **石膏板代替传统墙体材料趋势已经显现，需求成长性持续且确定。**五年一倍的增长空间，大部分仍由公用市场提供；房地产调控影响较小。
2. **北新建材双品牌的快速扩张战略，优先抢占全国市场与脱硫石膏资源已基本实现。**中期快速扩张将持续，占有率有望继续提升。
3. **成本下行将明显助推盈利能力提升。**石膏板盈利能力与成本呈现明显反向关系。今年纸价与煤价大幅下降，预计利润率将从二季度逐步回升。
4. **公司估值：对于一个在成长性行业中快速扩张的龙头而言，我们认为可给予 15 倍以上的估值。**而 12-14 年 EPS 为 1.2、1.5 与 1.78 元，对应动态 PE 仅 11 倍，明显低估。继续强烈推荐，目标价 20 元。

一、石膏板行业成长逻辑与空间分析

1.1 行业成长逻辑：性能优越，替代升级明显

石膏板作为新型墙体材料，性能优异。受益于消费升级，将逐步替代传统墙体材料，而这正是行业的成长逻辑。下面我们通过石膏板与其它材料性能的比较，从微观上讲述其不断替代其它材料的合理性。

目前石膏板用作吊顶材料已经相当普遍，而在隔墙上的比例仍然较小。但石膏板的隔音、质轻等性能优越，**最为重要的是其干作业的方式将极大地节省人工**，在人力成本不断上升的现在，这将成为它替代砌块等材料的最有力武器。

从具体数据看：1.石膏板的性能：石膏板用作墙体材料时，一般与轻钢龙骨配套；从其与普通混凝土空心砌块与加气混凝土块隔墙的对比较情况来看，石膏板的重量更轻、占地更小、施工更便捷（干作业）、保温与隔热情况均与砌块隔墙相差无几。2.石膏板的成本：目前 40 元/m²的价格略高于砌块 32 元/m²，但考虑施工成本，估计基本一致。3.石膏板施工：石膏板的施工为干作业，装配板材每个工作日可完成 22-26 平方米，而砌砖每个工作日只能砌 3-4 平方米。这意味着石膏板安装的人工成本仅为砌块的 1/7-1/6。

总体看，由于性能与成本均优于砌块等材料，且未来总体成本优势将越发明显，我们认为石膏板行业将不断成长。

表 1 石膏板墙体与砌块墙体比较

	轻钢龙骨石膏板	普通混凝土空心砌块	加气混凝土块隔墙
材料构成	石膏板加一定断面的轻钢龙骨,必要时中间可填矿棉或岩棉	以水泥、砂、碎石和砾石为原料,加水搅拌、振动加压或冲击成型,再经养护制成的一种强体材料,空心率不小于 25%	以硅质材料(砂、粉煤灰及含硅尾矿等)和钙质材料(石灰、水泥)为主要原料,掺加发气剂(铝粉),通过配料、搅拌、浇注、预养、切割、蒸压、养护等工艺制成的轻质多孔硅酸盐制品
造价(含抹灰)(元/m ²)	40	30	32
保温隔热系数	0.2Wm/K,	0.26 Wm/K	0.2Wm/K, 只为粘土砖的 1/5
重量	只有 120 厚砖墙重量的 1/5	比红砖轻 1/3	500-850kg/m ³ , 为红砖的 1/3-1/2
施工	可加工、干作业	湿作业,但可节省砂浆	湿作业,但可节省砂浆
用处	主要作轻质隔墙	多层建筑的内墙和外墙	用于多层建筑的承重墙或隔墙
缺点	普通板耐火性较差	易因失水收缩导致墙体开裂	干缩大,在南方潮湿环境下,墙体易产生裂纹。
图片			

数据来源: 中投证券研究所

1.2 行业现状: 人均使用量较低, 处于持续成长中

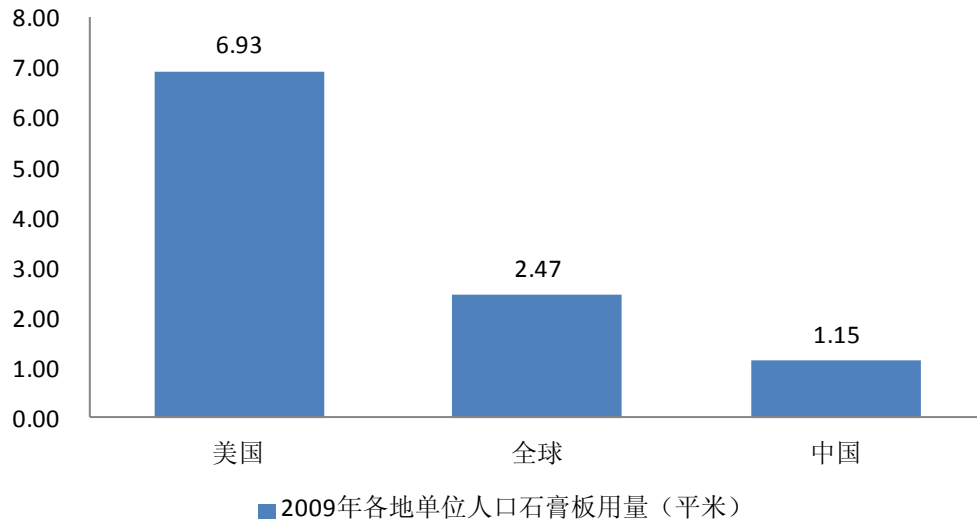
1.2.1 我国石膏板人均使用量远低于世界水平

石膏板作为一种新型墙体材料,在欧美已经相当普及。在我国起步较晚,过去十年它以年均 33%的增速高速增长;不过目前我国人均使用量仍明显低于世界平均水平。从中国与美国的应用情况可以看出中国石膏板仍然具有广阔空间。

在美国,在过去 100 年中,石膏板消费量增长了 27 倍。其在 90 年代石膏板表观消费量就达到 20 亿 m²,对应人均用量从上世纪初的 2.7 m²/人稳步上升,并于 06 年达到使用高峰,人均 13.97 m²。虽然近两年受到金融危机影响人均用量有所下滑但仍维持在较高水平。全球平均水平看,人均用量也在 2.5 m²。

我国石膏板应用历史较短,2002 年人均用量 0.13 m²;近十年石膏板产量增长超过 10 倍,带动人均用量增至 2009 年底的 1.15 m²,而 2011 年更是达到 1.5 m²。虽然我国市场快速增长,但相对于成熟的美国市场,甚至是世界平均水平,仍存在较大的差距,因而长期需求空间仍然广阔。

图 1 2009 年各地单位人口石膏板用量比较



数据来源：wind、中投证券研究所

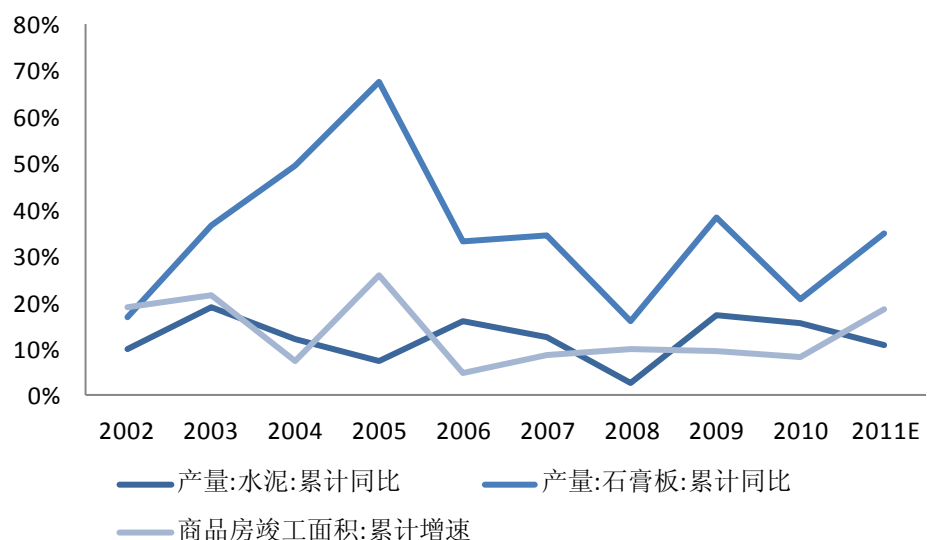
1.2.2 过去十年高速增长，石膏板消费升级趋势已经显现

从过去十年我国石膏板行业的发展来看，高速成长的背后已经显示出其逐步替代传统建材的趋势。

一方面，从近十年来我国水泥与石膏板需求的增速来看，石膏板都远远超于水泥。从2002年至2010年间，水泥需求年均增速14%，石膏板为40%，而同期商品房竣工面积增速约13.5%。

水泥与商品房竣工面积增速基本上可以反映新建建筑的应用情况，而石膏板远高于前两者的增速，就说明石膏板在二次装修及材料替代中的用量也较大。

图 2 我国近年来水泥与石膏板产量增速比较



数据来源：wind、中投证券研究所

另一方面，从我国墙体材料的结构上就可以看出，石膏板替代传统材料的趋势早已显现。

从我国墙体材料的结构上看,过去五年包括板材与砌块在内的新型墙体材料占比已经由 44% 升至 55%, 而其中板材占比由 4.2% 增至 8.2%, 并将在未来五年增至 20%。而砌块中 95% 由石膏板占据。该数据表明, 石膏板受益消费升级, 替代趋势早已显现, 而且未来仍将持续。即使未来五年我们墙体材料总量没有增长, 仅靠结构调整, 石膏板的增长空间就在一倍以上。

图 3 我国墙体材料结构占比

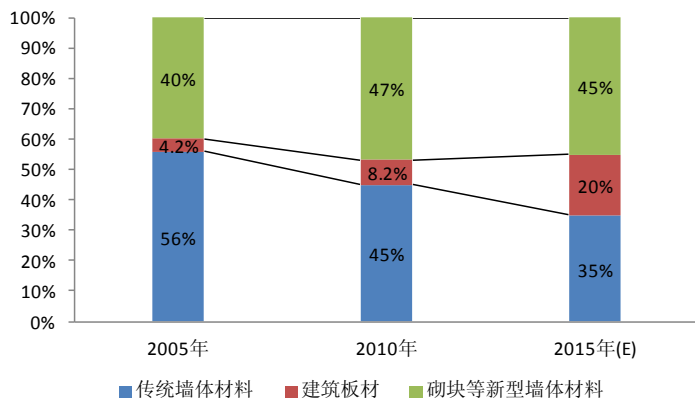
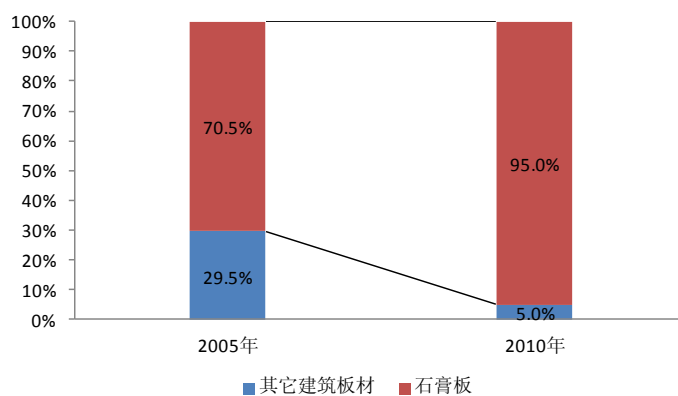


图 4 我国板材材料结构占比



资料来源: 中投证券研究所、wind

1.3 行业未来成长来源与空间测算: 五年内市场将达 44 亿 m²

1.3.1 公用市场仍将是中期石膏板主要增长来源

我们通过对不同需求市场的分析来测算石膏板的增长来源及空间。目前我们约 80% 以上的石膏板用在公用市场, 其中又以写字楼最为集中。对于石膏板近几年的增长点: 第一来自于三四线城市写字楼应用普及度的上升; 第二来自于如酒店、影剧院与医院这几个主要公用领域的需求增长; 第三才是住宅市场的逐步增长。

首先, 目前一二线省份普及度较高, 而三四线城市应用率仅为一二线城市的 60%。我们假设未来三四线城市应用程度逐步达到目前一二线城市水平, 则该市场可以提供约 20% 的增长空间。以 2011 年全国约 22 亿 m² 的量估算, 写字楼需求约 17.6 亿 m²。中期来看, 写字楼需求预计将达到 21 亿 m², 比目前的增长空间 20%。

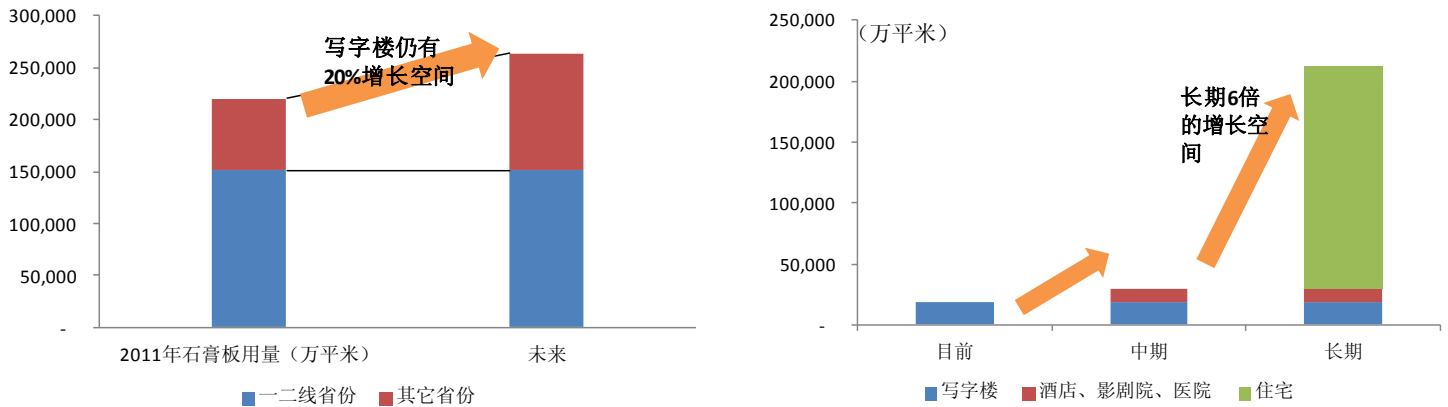
其次, 我们了解到目前酒店、影剧院与医院是目前增长最快的领域。从竣工面积看, 相当于目前写字楼的 54%。因此, 中期来看, 酒店、影剧院与医院需求将达到 17.6 * 54% = 9.5 亿 m²。

再次, 就是市场关注度最高且面积也最大的住宅市场。住宅目前每年的竣工面积大约是写字楼的 6 倍, 但应用比率较低, 估计目前总需求约 5 亿 m²。一方面, 民用市场需求将随竣工面积增加而不断增加; 另外居民收入的提升将促进应用比例的提升。因此我们假设这块每年以 20% 的速度增长, 则五年后民用市场需求量预计将达到 12.5 亿 m²。

总体来看, 我们认为五年内石膏板的增长来源顺序是: 写字楼——酒店等公用市场——民用市场。

图 5 石膏板中期增长来源 1: 写字楼

图 6 石膏板中期增长来源 2: 酒店、影剧院、医院



资料来源：中投证券研究所、wind

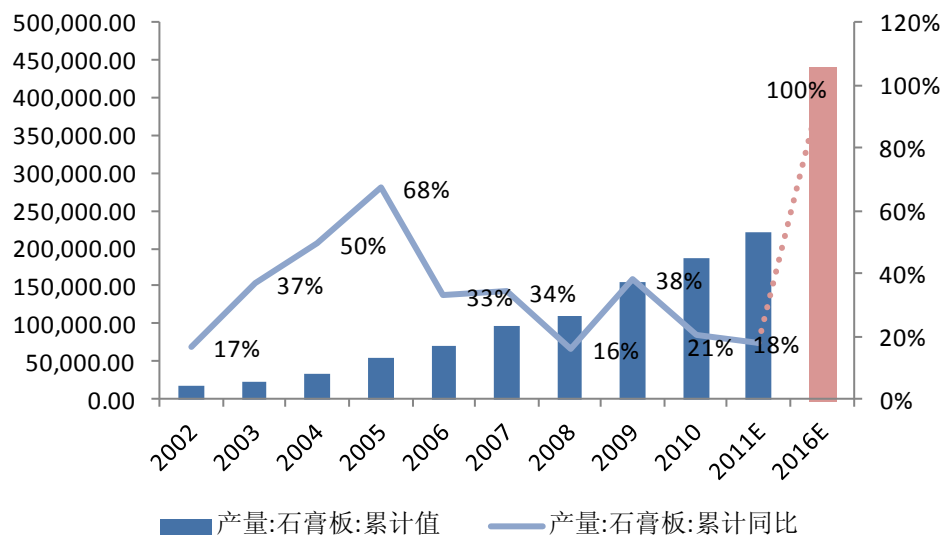
1.3.2 未来五年我国石膏板需求将翻番达到 44 亿 m²，年增 15%

以上我们分析了石膏板各需求领域的增长来源，合计来看五年内我国石膏板的需求量有望达到 43 亿 m²。

而从另一角度我们也可以得到类似的结论：结合美国与全球的经验看，当石膏板的人均使用量从 1.5 m² 增加至 3 m² 的水平，约需要五年的时间。如果照此规律，我国 2011 年人均用量约 1.5 m²，则五年内用量将翻番。该预测也与行业内人士的判断相一致。

基于以上两个角度的分析，我们预计未来五年我国石膏板将从 22 亿 m² 增至 44 亿 m²，对应年均增速为 15%，成长性明确。

图 7 我国石膏板未来五年需求预测



数据来源：wind、中投证券研究所

二、北新建材快速扩张与双品牌战略分析

2.1 北新建材总体战略概述：快速扩张、抢占布局

2.1.1 石膏板区域性与资源性决定了快速扩张的战略

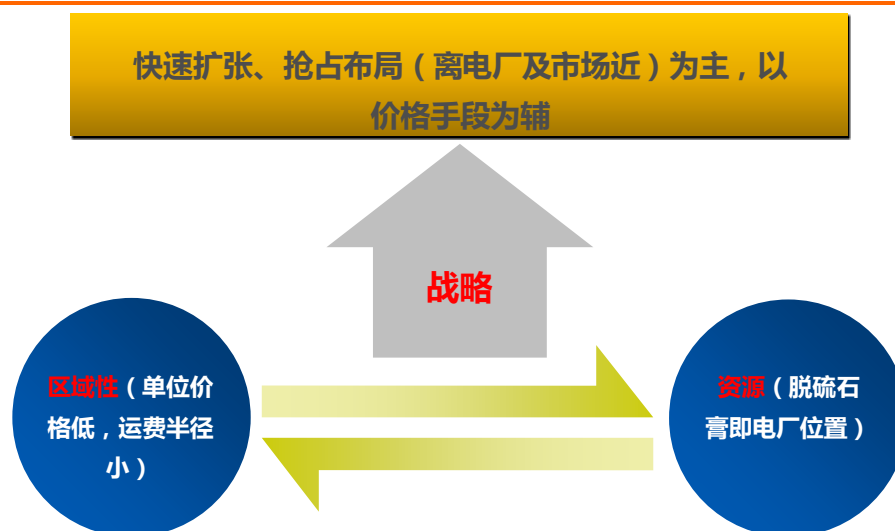
公司主业以石膏板为主，自公司收购泰山成为行业内第一大企业以后，就开始了快速扩张、抢占布局的战略。该战略主要也是由石膏板的特征决定的。

一方面，石膏板单位价值较低，导致运输半径小，进而导致销售有区域性。以终端销售价格看，高端石膏板价格最高也就在 9-10 元/m²，而低端的在 8 元/m² 以下。较低的价格与较大的体积决定了石膏板的运输半径一般在几百公里，也就是一个省最好至少要有生产线，否则运输成本将较高。这种区域性使得北新建材在近几年迅速到全国各地建线，以抢占最好的市场。

另一方面，目前的石膏板均以脱硫石膏为原材料，而脱硫石膏又是电厂的废弃物；石膏板厂要获得好的脱硫石膏资源，最好的选择便是在电厂周围布点合作。早期的石膏板多以天然石膏为原材料，因此我国早期石膏板企业多分布在山东、河北等资源集中地；但脱硫石膏工艺成熟后，脱硫石膏成本明显低于天然石膏，这就导致像北新建材一样的大企业改进工艺，并抢先到各电厂附近布点合作，以获取成本较低的资源。

因此，石膏板的区域性与资源依赖性使得公司在过去几年采取迅速扩张的策略，并在结合市场与电厂位置的基础上抢占布局。当然，在此之外，公司也辅以价格策略，并使用龙牌与泰山的双品牌战略攻打不同市场。

图 8 石膏板区域与资源依赖的特性决定了公司以快速扩张为主的战略



数据来源：中投证券研究所

2.1.2 公司总体战略表现：规模年均增长 30%，实现全国性布局

近几年公司执行快速扩张的战略体现在龙牌与泰山双品牌上。从总体规模看，公司石膏板规模连续五年增长，年均增速约 30%。目前，公司产能已经从 2007 年的 4 亿 m² 增至今年接近 15 亿 m²。从布局上看，公司已基本完成了全国性布局，

一线省份与重要的城市均已有生产线。通过快速行动，公司的占有率已经提升至四成左右。

在未来五年，公司仍将保持快速扩张，并以完善布局为重点战略。

图 9 公司过去五年规模增长情况

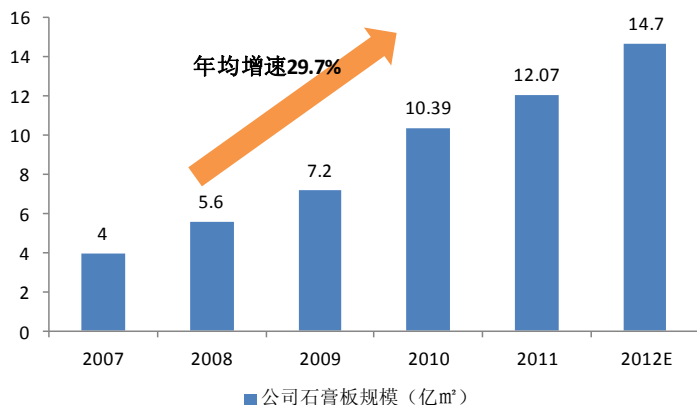


图 10 公司全国性布局情况



资料来源：中投证券研究所、wind

2.2 高端龙牌战略：全国性布局、持续涨价分隔市场

上面我们讲述了公司总体的战略，快速扩张在高端及中低端市场上均适用。但由于两个市场有各自的特点，因此公司推出了双品牌，并在生产与价格等方面使用不同的手段，以更好的击败对手，抢占份额。

2.2.1 高端石膏板竞争格局：龙牌独大，外企缩至区域性品牌

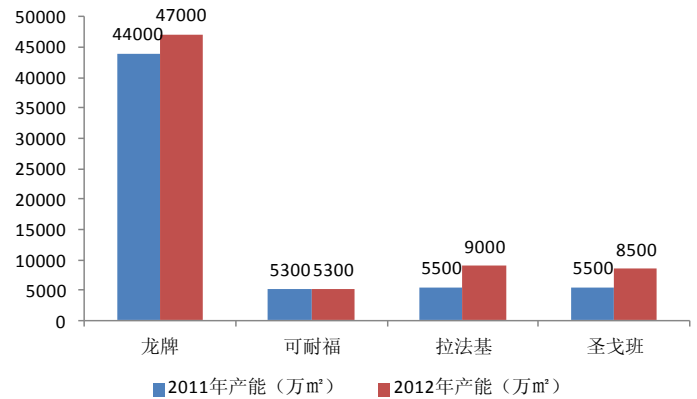
在我国石膏板的高端市场，最早期为三大外企拉法基（博罗收购）、可耐福、杰科（圣戈班收购）占据，但近几年龙牌快速扩张后已成为全国高端市场龙头。

从布局上看，三大外企的生产基地集中于华北、华东与西南地区。在近几年龙牌快速扩张的过程中，三大外企受到盈利或现金等原因几乎没有扩张，因而份额被严重挤占。其中圣戈班与拉法基已缩至区域品牌；可耐福虽在华北、华中与华南均有布点，但产能与密度有限；而龙牌已发展至全国性品牌。

产能与布局的限制导致三大外企的市场份额正在逐步丧失。目前龙牌的产能已超过 4 亿 m²，而三大外企分别的产能基本上都在 5000 多万 m²，即使拉法基与圣戈班在去年与今年有所扩张，但几千万 m² 的增量对于龙牌已构不成威胁。

图 11 三大外企生产基地情况

图 12 龙牌与三大外企规模对比



资料来源：中投证券研究所、各大企业资料

2.2.2 龙牌生产与价格策略：成本优势保证盈利，持续涨价分隔市场

龙牌目前全国性布局基本完成，当然在如此快速的产能增长中，各地高端的需求是无法与其产能同样增长的，因此龙牌的产能利用率一直偏低。但值得关注的是，在这个过程中，龙牌一方面由于规模优势将投资成本不断压缩，另一方面又能够寻找到电厂与市场间最优的布点，最大限度的降低原材料成本与运输成本。这使得龙牌的生产线在产能利用率达到 25%就能够实现盈亏平衡，因此其总体盈利仍然较高。近两年随着市场的逐步开拓，龙牌的产能利用率已逐步提升，未来盈利也有望随着提高。

除了布局以外，龙牌还辅以价格手段进行市场分隔。自 2007 年以后，龙牌每年均实现稳步提价，这一方面有可能是为转移原材料成本，但另一方面也是为了将高端与中低端市场分隔。由于外企的价格稍高，他们只能被限制在高端市场而无法进入更大空间的中低端，进而也缩小了外企的发展空间。

图 13 龙牌产能利用率情况

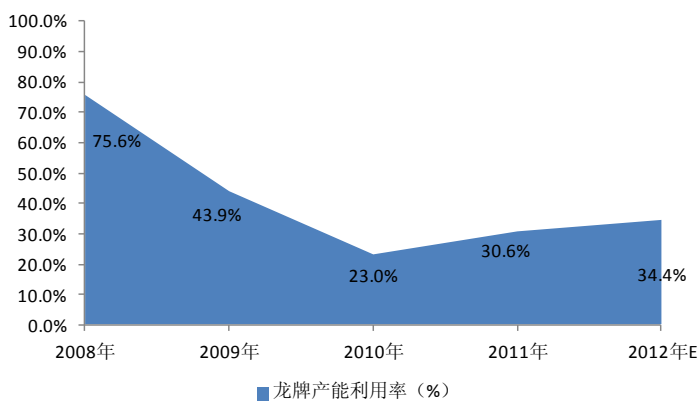
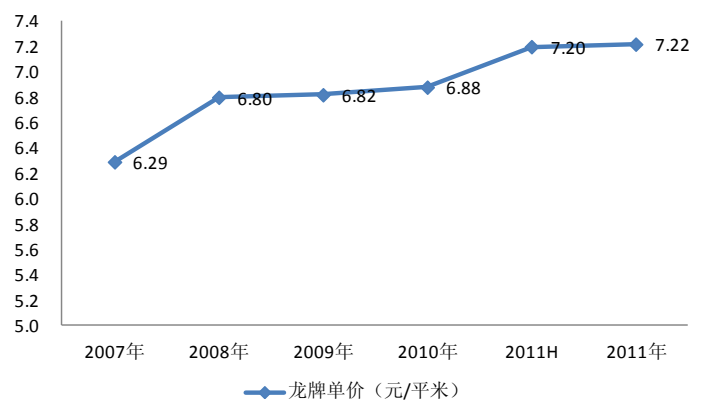


图 14 龙牌石膏板价格走势



资料来源：中投证券研究所、各大企业资料

2.2.3 龙牌战略效果：销售高速增长，占有率达 48%

通过产能与价格的战略，龙牌已成功抢了三大外企的市场。龙牌的布局优势开始显现，其销量也开始高速增长。公司自 2009 年以后销量年均增速在 30%以上，2011 年销量更是创下了 1.35 亿m²的新点。

从市场份额看，2010年龙牌的占有率为40%，2011年已升至48%。随着这些年新增产能的逐步发挥，我们预计龙牌的占有率仍有上升的可能；高端市场唯一的全国性品牌将更为迅猛。

图 15 龙牌近几年销量情况

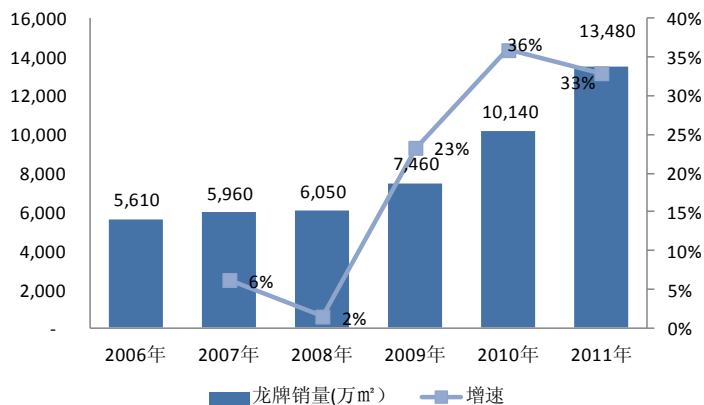
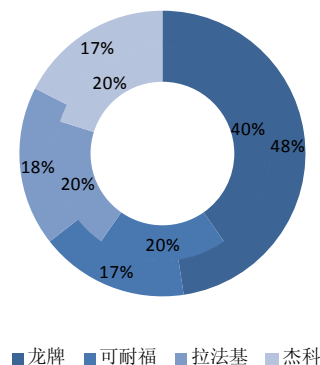


图 16 龙牌高端市场占有率变化（2010年与2011年）



资料来源：中投证券研究所、各大企业资料

2.3 中低端泰山战略：满产满销、低价击败中小企业

2.3.1 泰山生产与价格策略：满产满销、持续低价

在我国石膏板的中低端市场，除了泰山以外，其它基本上为中小民营企业。过去几年，泰山也一直奉行快速扩张的战略。从2008年至2011年底，泰山的产能由3.5亿㎡增长至8.3亿㎡，增长了2.4倍。不同于龙牌产能利用率低下的情况，泰山在快速扩张的情况下，实行的是满产满销的政策。其每年高达95%左右的产能利用率，就是为了最大限度地降低成本。

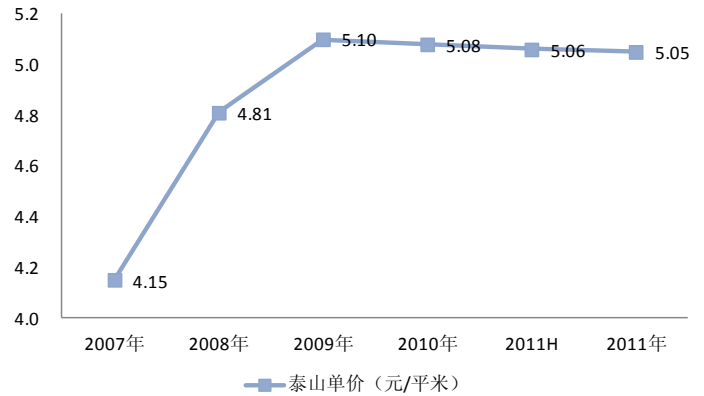
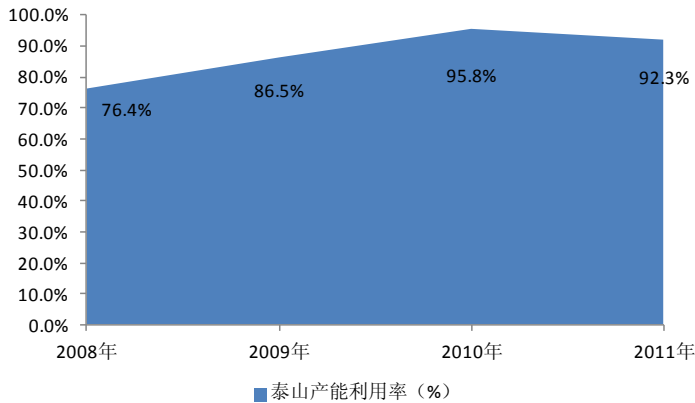
由于泰山的竞争对手为中小企业，他们大多规模偏小，且基本局限在某个省份或区域，规模优势无法体现，总体成本较高。泰山在过去几年原材料成本持续上涨的过程中，坚持稳定的低价战略，就是为了逼迫中小企业退出市场。

在泰山的低价下，中小企业的价格更低，而由于成本上升他们的盈利较差。据我们了解，去年国内的中小企业中约有2/3是处于微利甚至是亏损的状态，只有1/3有所盈利。而泰山虽然保持低价，但满产满销的策略使得其成本不断下降，进而保证自己盈利的稳定。

从2011年看，泰山的净利率仍高达15%。在近两年，我们预计泰山仍然会坚持稳定的低价战略。

图 17 泰山产能利用率情况：满产满销

图 18 泰山石膏板价格走势



资料来源：中投证券研究所、各大企业资料

2.3.2 泰山战略效果：低成本优势明显，占有率达 39%

在满产满销战略下，泰山近几年的销量与其产能保持着同步的高速增长，过去三年其销量年均增速高达 40% 左右，并在 2011 年实现 7.4 亿 m² 的销量，占据了我国石膏板总市场的 1/3。

从市场份额上看，低价战略使得中小企业被迫退出，泰山的占有率迅速提升。2010 年公司占有率约 34%，2011 年已升至 39%。从公司的扩张计划上看，泰山仍有较多的新生产线，我们预计未来泰山的占有率有望突破 50%，届时市场议价能力有望提升。

图 19 泰山近几年销量情况

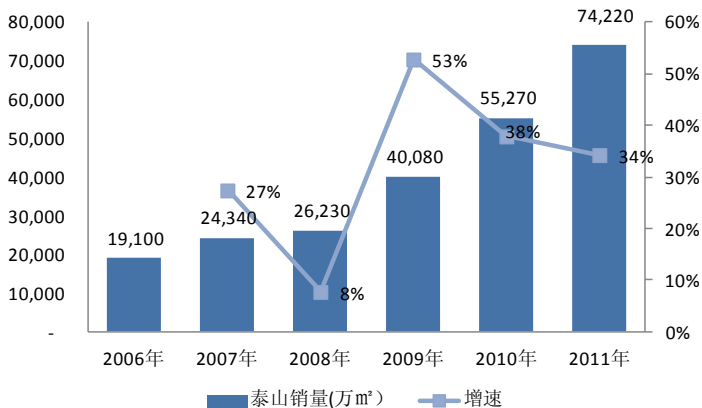
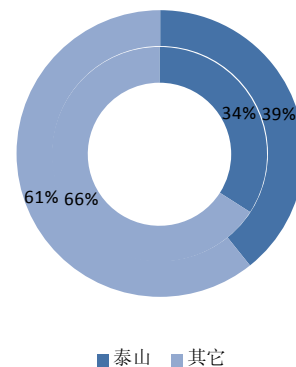


图 20 泰山中低端市场占有率变化 (2010 年与 2011 年)



资料来源：中投证券研究所、各大企业资料

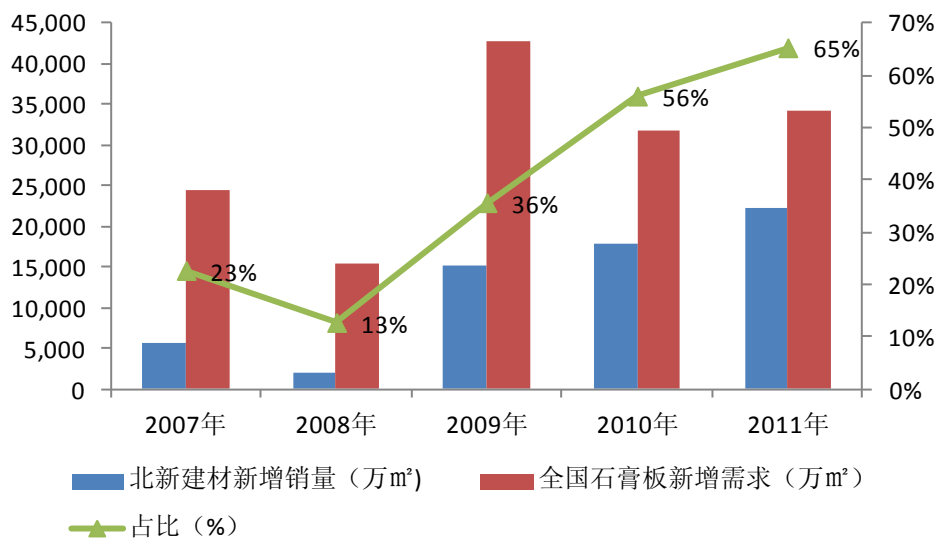
2.4 总体战略效果与未来规划分析

2.4.1 总体战略效果：占据国内绝大部分新增市场

以上我们对龙牌及泰山各自的战略作了分析，可以看出抢占布局的做法对公司市场的拓展起了至关重要的作用。

从下图我们也可以看出，近几年公司占据国内新增市场的比例在不断加大。2011 年我国石膏板新增需求的 65% 均被北新建材占据。在公司中期快速扩张的战略仍然保持的情况下，预计强势拓张的情况仍将持续。

图 21 北新建材新增销量占全国石膏板新增需求比重



数据来源: wind、公司公告、中投证券研究所

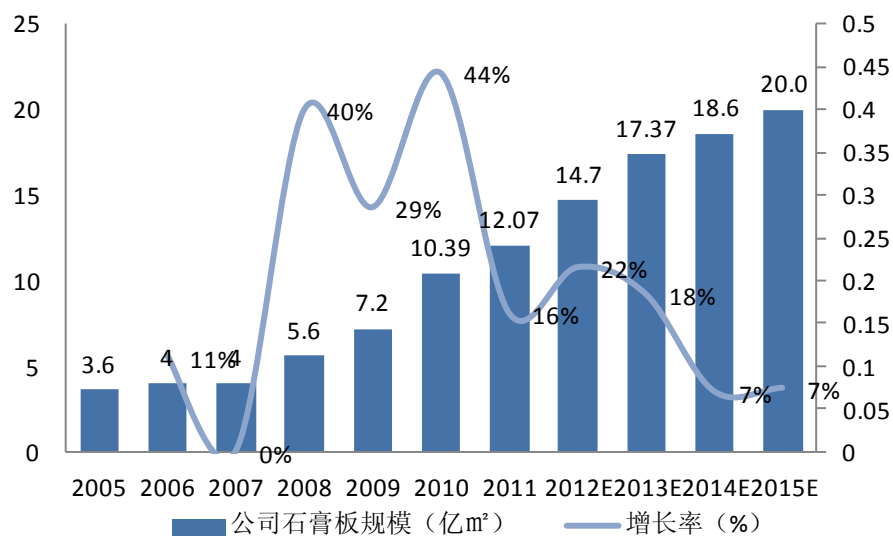
2.4.2 未来战略规划：继续快速扩张，“十二五”规划 20 亿m²

在未来几年，公司一方面仍坚持快速扩张、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。

公司石膏板的十二五规划是 20 亿m²，年均增长 14%。但从目前具体披露的生产线计划来看，2013 年底公司总产能将达到 7.37 亿m²，同比增速 18%。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m²目标很有可能提前完成而且可能进一步提高目标。

对于 2012 年，我们测算的产能是 14.7 亿m²，同比增长 22%；而公司预计今年年底预计将达到 15.2 亿m²，略高于我们预期，这说明公司的建设进度仍在不断加快。反映到今年的销量上，我们保守估计将增长 18%左右。

图 22 北新建材十二五规划



数据来源: 公司公告、中投证券研究所

三、公司短期刺激因素：成本下行，利润率上升

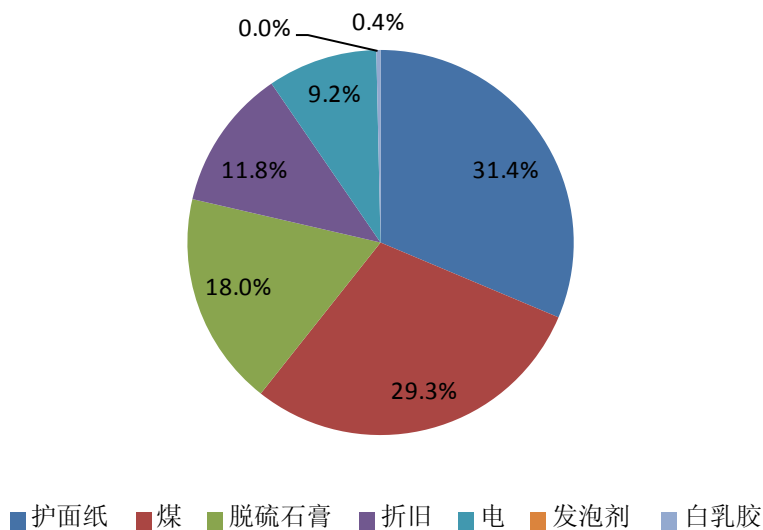
3.1 石膏板成本结构与原材料走势

石膏板主要由脱硫石膏与护面纸构成。在石膏板的生产成本中，护面纸、煤价与脱硫石膏占据最大的比重，分别达到了 31.4%、29.3%与 18%。由于公司脱硫石膏均是与各大电厂谈判确定价格，因此总体价格相对稳定。但合计占比一半的护面纸(原材料为进口美废)价格与煤价基本上与市场价格挂钩，两者均呈下行态势，预计公司今年成本压力将明显降低。

从我们跟踪的价格看，废纸自去年下半年出现明显下跌，且今年以来仍一直在低位维持。由于废纸需求与全球宏观经济相联，在今年全球经济较为疲软的情况下，我们预计低价仍将继续。目前最新报价 221 美元/吨，较去年高点下降 20%。即使以全年均价考虑，也低于去年均价 11%。

煤价来看，由于下游工业需求不足，今年以来煤炭库存增加，价格持续下降。以秦皇岛 5500 大卡动力煤价格来看，目前最新报价 675 元/吨，较去年高点下跌 21%。以均价计算，今年以来的均价也低于去年的 6%。

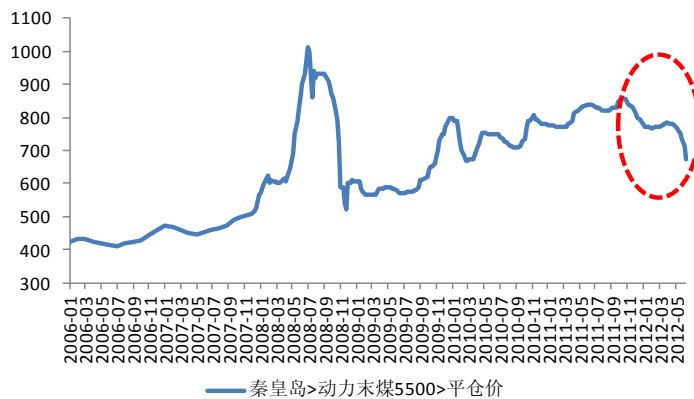
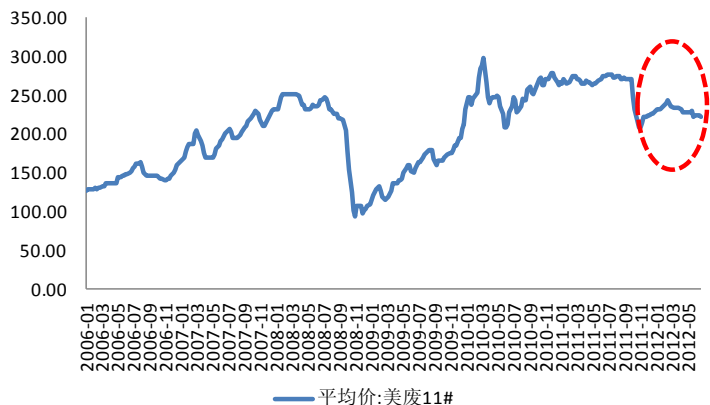
图 23 石膏板成本结构



数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 24 美废价格走势 (美元/吨)

图 25 煤炭价格走势 (元/吨)



资料来源：中投证券研究所、wind

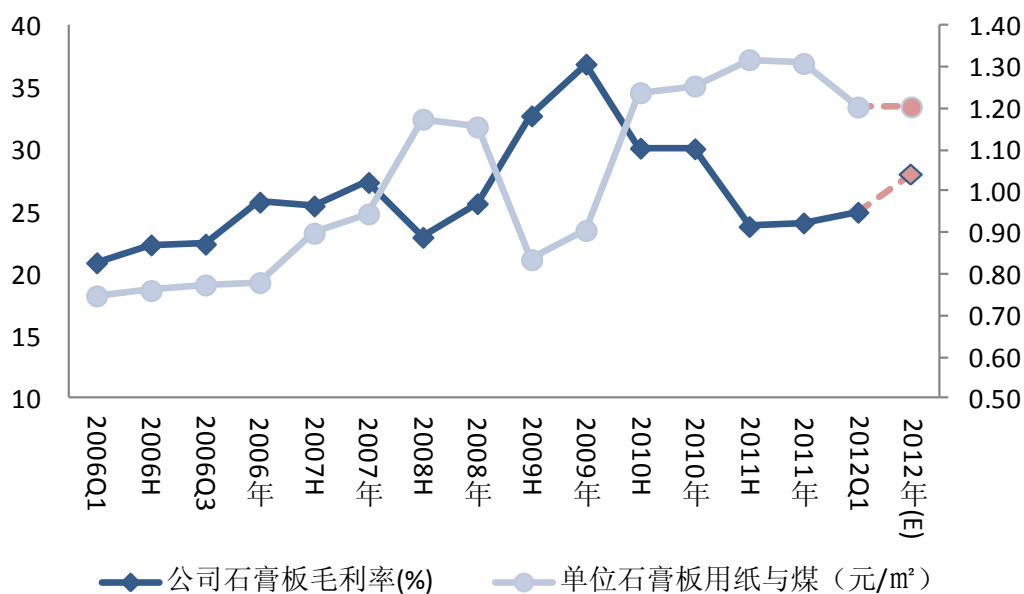
3.2 石膏板盈利能力与成本关系

为了更好分析石膏板成本与公司盈利能力的变动关系,我们对历年公司石膏板业务毛利率与煤纸价进行对比,发现两者具有明显的反向关系;且毛利率变动会滞后一到二个季度。

从历史上看,2008年金融危机时原材料价格下行时,石膏板的毛利率就在2008年下半年至2009年期间大幅上升;而2009年至去年间,煤纸价持续上涨,而公司石膏板价格基本稳定,导致毛利率不断下行并于2011年创下24%的低点。这说明公司的盈利能力与煤纸价间存在着明显的反向关系。

而从本轮周期的情况看,目前纸价与煤价大幅下行已经出现,但仍未在毛利率上有所体现。依据目前成本下行幅度看,盈利能力提升将是大概率事件。我们预计石膏板毛利率有望从去年25%的低点恢复至30%左右,预计在二季度将会逐步体现。

图 26 单位石膏板用纸与煤成本价与石膏板毛利率走势图



数据来源：公司公告、中投证券研究所

四、盈利预测

根据公司最新的情况，我们预计 12 年公司石膏板销量将增长 18%，石膏板毛利率将由去年的 24% 提至 28.7%，公司总体毛利率将由 23% 增至 26%。

对于明后年，我们预计销量将分别增长 22% 与 13%，盈利以稳定为主。

表 2 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
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%	22.22%	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%
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

五、投资建议：强烈推荐

根据上述对北新建材的分析，我们预计 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，目标价为 20 元。

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	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
非流动资产	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
资产总计	8515	9577	11013	12947
流动负债	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
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	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
负债和股东权益	8515	9577	11013	12947

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	-27	8	280	1195

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	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
营业利润	747	1088	1351	1590
营业外收入	444	65	70	80
营业外支出	355	18	19	20
利润总额	836	1135	1402	1650
所得税	84	116	142	167
净利润	752	1019	1260	1484
少数股东损益	229	329	400	462
归属母公司净利润	523	689	860	1022
EBITDA	1056	1438	1767	2031
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%	45.5%	24.2%	17.7%
归属于母公司净利润	25.4%	31.9%	24.8%	18.7%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
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	2.76	3.24
每股净资产(最新摊薄)	5.24	6.15	7.65	9.42
估值比率				
P/E	14.37	10.89	8.73	7.35
P/B	2.49	2.12	1.71	1.39
EV/EBITDA	9	6	5	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

报告日期	报告标题
2012-06-18	北新建材 - 年初至今销量同比增 20%以上, 盈利底部已过
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