



颇具成长空间的石膏板龙头

买入 维持评级

投资要点：

- 我们7月20日前往北新建材，与公司管理层进行了深入的交流。我们认为石膏板独有的特性和巨大的消费潜力保证了未来国内需求，预计5-10年内石膏板市场规模将达到50亿平米。公司作为国内石膏板的龙头企业，发展前景看好。
- 公司预计将在2015年之前建成20亿平方米石膏板产能，并持续开拓县乡市场，同时积极洽谈大型示范项目。成熟的技术和先进的管理降低了生产线投入和建设成本。由于脱硫石膏由电厂提供，且销售半径仅有200-300公里，石膏板的产能建设存在地理限制，公司通过率先在各省建立生产线，抢占原材料资源，获得交通便利，有利于增强“护城河”，抵御竞争风险。

报告摘要：

- 独占半壁江山的行业龙头，销售网络深入县乡市场。**公司2011年石膏板产能达到12亿平方米，目前独占石膏板市场42%的份额，是当之无愧的行业龙头。公司制定了20亿平方米的产能扩张规划，预计在2015年前完成。在销售上不仅有争取示范性大项目的制高点策略，还积极开拓县乡市场，销售网络逐渐扩张和深入。
- 纸价下跌降低成本，规模优势抵御竞争。**公司生产的石膏板产品主要为纸面石膏板，护面纸依靠外购。今年上半年纸价同比有所下跌，成本压力减轻。公司对于石膏板业务浸润多年，拥有较为雄厚的技术和工艺积累，技术研发和管理进步使得新建生产线的成本较低，目前新建3000万和5000万平米生产线的投资成本仅分别为1亿和1.5亿，对于规模较小的竞争者具有资金和成本方面的双重优势。
- 需求潜力巨大，未来五年市场规模有望翻番。**2011年石膏板市场的需求为20亿平方米。随着经济的发展，市场推广力度的加大和民众对产品认可程度不断的提高，石膏板的消费潜力不容小视。预计未来5-10年市场规模有望达到50亿平方米。
- 我们预计公司2012、2013年的EPS分别为1.21和1.62元，对应当前股价PE为10.93和8.16，考虑到石膏板行业具有较大发展空间和一定的抗周期性，给予公司“买入”评级。

建材行业研究组

分析师：

邓海清（S1180512070001）

电话：010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

沈荣

电话：010-88085901

Email: shenrong@hysec.com

市场表现



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：WIND

时间：2012 年 7 月 20 日下午

地点：北京北辰时代大厦

参加人员：宏源证券研究所邓海清、沈荣、黎泉宏

一、产能与销售

公司目前占 42% 的市场份额，2010 年产能达到 10 亿平方米，2011 年达到 12 亿平方米，公司制定了 20 亿平方米的产能扩张规划，预计在 2015 年前完成。

产能扩张图里面仅仅缺少新疆、西藏、青海、黑龙江少数几个省份。

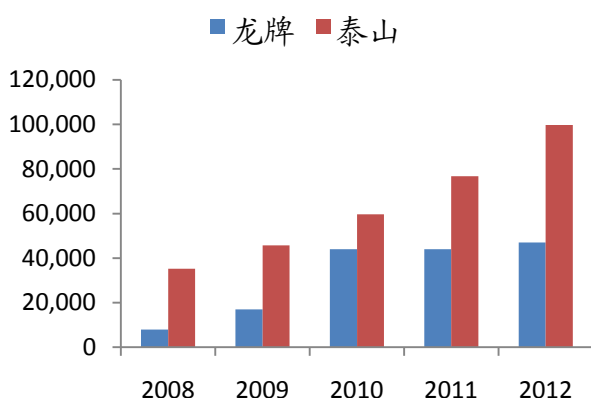
公司收购了泰山 65% 的股权，泰山其他股权属于职工股和地方国有股。

出口很少，因为运输成本的问题，一般石膏板的运费为 600-700 元/吨。

公司积极地在开拓县乡市场，在商品房和住宅更新方面石膏板有很大用途。基本为经销商销售，直销比例较少。

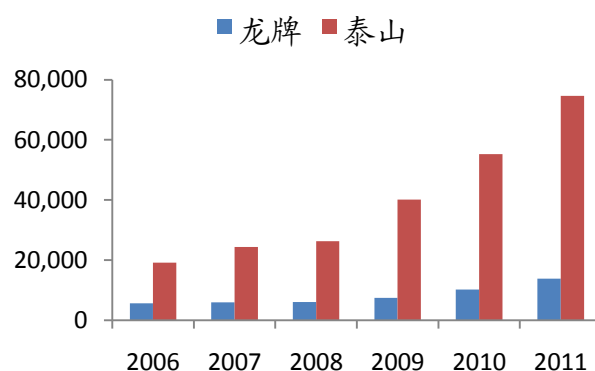
大项目每年都在洽谈，销售上有制高点的策略，去年最大的项目是赞比亚的房屋的项目，有 6.6 亿。属于出口的重要组成部分。

图 1：公司石膏板产能



资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：公司石膏板销量



资料来源：公司公告，宏源证券

二、产品与价格

脱硫石膏是主要原料，替代材料是天然石膏，主要分布在河北山东，但公司都是用脱硫石膏。天然石膏的成本会贵一些。脱硫石膏也是符合国家政策的指导项目。脱硫材料是电厂的废弃物，所以在建厂的时候会考虑到电厂布局的情况，如果一个地区有好几家电厂，公司会更有意愿建线，因为本身在供应上有竞争力。

公司按照面积计算产量，厚度有不同的规格。标准的 9.5mm，最厚有 24mm，售价按平方米来计价，不同厚度价格不一样，一般标准的龙牌 9.5mm 板大约 7-8 元/平方米。价格肯定是上下浮动的。价格制定时有一个特别指导价。

石膏板价格不只有 7、8 元，中低端产品也可能有 5、6 元甚至 4 元，泰山的中低端石膏板价格上会有竞争，但即使降价也会把市场占住，基本成本约 4-5 元。龙牌方面价格并不是特别敏感，主要看中质量。

石膏板属于轻质建材，有的也有抗震效果。公司生产的都是纸面石膏板，在石膏板的基础上做一层护面纸，功能石膏板是在纸面石膏板的基础上，加上一些特定的成分，突出某一项特殊的功能。有防潮的，耐火的，现在的石膏板产品不仅有平面的，也有曲面的，也有穹顶的。

北新建材的石膏板不能做承重，公司目前也没有这方面的考虑。国外一层的平房跟我们不太一样，以后国内可能在别墅或单门别院中有应用。

护面纸由外购获得。今年上半年纸价比去年有所降低。

三、运营与竞争

北新建材在上市公司里面是龙头企业，中小企业中有的能做到一个亿产能，外资的产能基本 5000 万，外资扩张存在困难，很多好的点被北新建材抢先占领了。公司跟国家电厂合作，也跟小电厂合作。

投资一条石膏板生产线随着技术的研发成本在降低，目前一条 3000 万的生产线所需资金大约一亿，一条 5000 万的线需资金大约 1.5 亿，公司的石膏板业务进行了很多年，可以自己研发，也有多条线的管理支撑，成本会低一些。其他企业的设备主要靠进口，北新建材大多数可以自己解决，关键设备也是进口的。

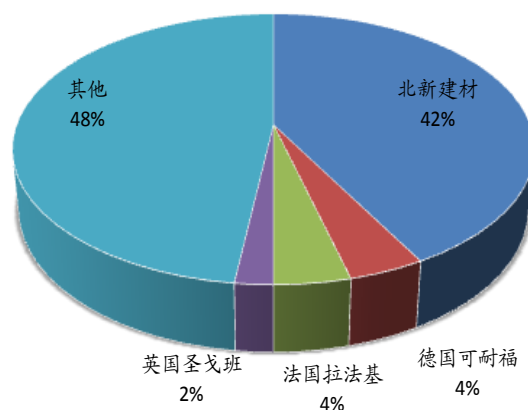
运输半径是 200-300 公里，每个省设生产线大约一到两个点。

政府资助跟项目有关，脱硫石膏的使用在税收方面有补贴。

过去三年毛利率每年下降 5 个点，售价基本稳定。

运营有季节性，春节期间是淡季，三四季度情况比较好。

图 3：中国石膏板市场份额



资料来源：公司网站，宏源证券

四、需求与发展

未来五年市场规模会达到 50 亿，空间增加，去年市场需求 20 个亿。随着经济的发展，加上市场推广的力度，民众对产品认可程度也会提高。

石膏板使用寿命可以达 50-70 年，但存在更新需求，酒店 4-5 年就会更新，住宅 10 年就会更新。

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	2242	3525	5298
营业成本	4611	5444	6715	8394	现金	792	466	1332	2555
营业税金及附加					交易性投资	0	0	0	0
加	10	12	14	18	应收票据	58	70	87	109
营业费用	188	226	283	353	应收款项	163	194	242	303
管理费用	304	365	456	570	其它应收款	30	36	44	56
财务费用	105	97	89	83	存货	1080	1275	1573	1966
资产减值损失	9	2	2	2	其他	220	201	248	310
公允价值变动					非流动资产	6171	5962	6080	6230
收益	0	0	0	0	长期股权投资				
投资收益	4	4	4	4	资	213	213	213	213
营业利润	747	1023	1399	1776	固定资产	3654	3836	4017	4224
营业外收入	444	444	444	444	无形资产	695	625	563	506
营业外支出	356	356	356	356	其他	1609	1288	1287	1287
利润总额	836	1111	1488	1865	资产总计	8515	8203	9605	11527
所得税	84	112	149	187	流动负债	3500	3022	3178	3539
净利润	752	1000	1339	1678	短期借款	1417	1417	1300	1300
少数股东损益	229	305	408	511	应付账款	633	747	921	1152
归属于母公司					预收账款	52	163	201	252
净利润	523	695	930	1166	其他	1399	695	755	836
EPS (元)	0.91	1.21	1.62	2.03	长期负债	1272	509	509	509
年成长率					长期借款	509	509	509	509
营业收入	37%	20%	25%	25%	其他	763	0	0	0
营业利润	22%	37%	37%	27%	负债合计	4772	3530	3687	4048
净利润	25%	33%	34%	25%	股本	575	575	575	575
获利能力					资本公积金	508	508	508	508
毛利率	22.8%	24.0%	25.0%	25.0%	留存收益	1932	2558	3395	4445
净利率	8.8%	9.7%	10.4%	10.4%	少数股东权益				
ROE	17.3%	19.1%	20.8%	21.1%	益	727	1032	1440	1951
偿债能力					归属于母公司所有者权				
资产负债率	56.0%	43.0%	38.4%	35.1%	益	3016	3641	4479	5528
净负债比率	24.7%	23.5%	18.8%	15.7%	负债及权益				
流动比率	0.7	0.7	1.1	1.5	合计	8515	8203	9605	11527
速动比率	0.4	0.3	0.6	0.9					
营运能力									
资产周转率	0.7	0.9	0.9	1.0					

现金流量表				
项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现	1113	1036	1746	2004

					金流			
					投资活动现			
存货周转率	4.7	4.6	4.7	4.7	金流	(988)	(265)	(586)
应收帐款周					筹资活动现			
率	35.1	40.1	41.1	41.1	金流	(152)	(1097)	(295)
应付帐款周					现金净增加			
率	8.5	7.9	8.0	8.1	额	(27)	(326)	865
每股资料 (元)								1223
每股收益	0.91	1.21	1.62	2.03				
每股经营现金	1.93	1.80	3.04	3.48				
每股净资产	5.24	6.33	7.79	9.61				
每股股利	0.08	0.12	0.16	0.20				

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黎泉宏对报告亦有贡献。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	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。