

**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: 12.75元

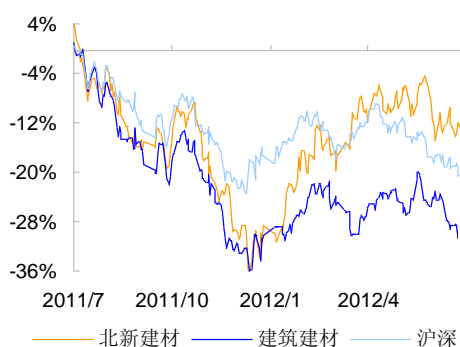
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2136.15
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	73
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	-10.21	-5.66	19.18
建筑建材	-7.49	-9.82	-1.15
沪深300指数	-5.42	-8.83	-5.12



**相关报告**

北新建材 - 在成长性行业中快速扩张

2012-07-05

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

升明后年业绩 2012-06-06

**北新建材**

**000786**

**强烈推荐**

**经营创新策略与架构调整全面推行, 有助市场长期开拓**

近期我们到华南龙牌经销商进行调研, 就石膏板行业情况及公司经营进行沟通。

**投资要点:**

- **北新建材中期发展重在石膏板, 长期关注房屋业务。**公司十二五规划石膏板规模增至20亿m<sup>2</sup>, 而2010年底的规模约14亿m<sup>2</sup>, 因此中期公司的发展重点仍在石膏板。长期来看, 战略将围绕建筑节能与住宅产业化展开, 其中新型房屋有望成为开拓重点。新型房屋市场空间广阔, 目前主要应用在矿山营地房与汽车旅馆, 公司该业务从去年开始盈利, 未来可能以收购方式开拓, 值得长期关注。
- **北新石膏板“聚焦市场, 快速决策”的经营创新策略全面推行, 架构调整完成有助长期市场开拓。**北新近期宣布了以“聚焦市场, 快速决策”的经营策略, 将石膏板事业部按区域划分为华东、北方、南方、中西部事业部, 在各区设置总经理。本次调整历时半年, 着眼于未来10年的持续增长, 首次将生产、财务与管理纳入营销团队, 增强整个系统的竞争能力。我们认为这是公司在整体规模上升后, 为应对各区域市场环境做出的调整, 有助于提高决策效率, 长期利好业绩提升。
- **石膏板受益消费升级出货稳定, 预计下半年将好于上半年。**石膏板优越的性能使得其不断替代传统材料的趋势持续; 在今年地产调控的大背景下, 公司出货量仍保持稳定增长, 这一方面来源于空白市场的开拓, 另一方面也得益于二次装修市场的需求。从目前经销商工程项目所接订单情况看, 已较年初明显增加; 我们预计在整体货币政策逐步放松情况下, 下半年石膏板的销售情况将好于上半年, 呈现前低后高走势。
- **继续给予“强烈推荐”的评级。**我们依然认为石膏板作为新型墙体材料, 将明显受益消费升级, 行业五年内能够维持15-20%的持续增长。而北新建材作为绝对龙头, 产能扩张与全国布局将不断提升业绩, 且今年以来纸与煤成本持续下滑。预计12-14年EPS为1.2、1.5、1.78元, 目前10.6倍的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	13.98	10.59	8.49	7.15
P/B	2.42	2.06	1.66	1.35
EV/EBITDA	9	6	5	4

资料来源: 中投证券研究所

## 一、关于北新建材战略发展

a) **未来几年收入目标 500 亿元，发展重点在房屋业务。**据了解，北新未来规划收入达到 500 亿元。预计移动房屋将会成为未来发展重点。

b) **房屋目前市场需求与竞争：来自于汽车旅馆与矿山营地房，国内中集做得较好。**①市场需求：有两种需求，主要是汽车和矿山营地房。目前中集做的主要是矿山营地房，未来重点在连锁的经济型酒店，外表可以贴龙牌的金邦板材料，比较快速。目前在华南找龙牌石膏板用在移动房屋上的订单也在不断增多。②市场格局：国内中集做得最好，他们打算在长沙建立一座全球最高建筑，用时 80 天。中集集团是从 02 年开始做，开始因为不了解标准损失较大；从 08 年开始发展比较好；目前接了澳洲必和必拓矿山营地房 10000 套的订单，合同签至 2014 年。③房屋的成本情况：目前的总成本是比传统房屋高。但由于国内劳动力成本低，因为作出口有优势（目前澳洲有两家作房屋的已经倒闭了）。

c) **北新房屋情况：目前北新有并购意愿，未来一两年或通过现金收购发展。**但他们房屋业务何时达到目标不好说。

d) **北新龙牌石膏板架构调整：在各区分别设置事业部和各区总经理，聚焦市场，快速决策，将会明显提高效率。**为了实现“聚焦市场，快速决策”的经营策略，公司原石膏板事业部将按区域划为华东、北方、南方、中西部四个事业部，各区各有新任总经理。相对于以前的区域经理来说，目前各区事业部的权利更为集中，包括采购、销售等，所以效率会更高。

## 二、石膏板性能与应用：

e) **石膏板与其它材料比较：早期华南没有石膏板，用硅钙板主要与天气相关。**物理性能：石膏板防潮，但硅钙板可以防水；材料构成：硅酸钙板实际是含有石棉的，对人体有害，但我国规定石棉含量在千分之三以下视为不含；长期来看应该是阶段性产品，会被石膏板替代，但时间多长不好说；价格上：今年硅酸钙板价格在下降；具体来说，用 9mm 的石膏板是对应 6mm 的硅酸钙板，前者贵 1-2 元/片，即 0.3-0.6 元/平米。运输成本：硅钙板比石膏板运输成本高，所以基本上也只有华南有用。另外，如果用无石棉的水泥板，价格会比石膏板贵 10 倍。

f) **石膏板在公用与民用的应用情况。各地区情况不大相同，但越发达的地区民用量越大。**华东：可以用民用作吊顶；出货量：在浙江省，拉法基、龙牌、可耐福与杰科每年都可以各卖到 1000 万平米以上，量非常大；像无锡、常州的经销商一年都可卖 300-500 万平米。华南：目前还是公装市场用得比较多。出货量：华南最大经销商去年出货量不到 200 万平米，一方面是进家装比较难，另一方面是华南用硅钙板比较多。

g) **石膏板市场开拓迅速，得益于政策与产品性能。**早期石膏板都是从泰国等东南亚国家进口的，后来外企生产。从普及情况来看，进展很快。在 97 年的时候，很多人不知道石膏板，当时美国人均的使用量已经到 10 平米了，但中国连 1 平米都不到。目前来看，只过了 15 年，整体石膏板市场已经相当成熟了。这种快速增长一方面是得益于政策，当时国家是禁止使用使用红砖，提倡使用轻质建材；另一方面，石膏板使用起来确实方便快捷，干作业方式，且使用刀子就可以切割。

h) **石膏板市场增长来源：过去几年一直的增长更多来自于市场的自然增长，**

特别是空白市场的开发；但翻修的量也很大。①当然龙牌也抢了一些别人的份额，但单靠抢份额是不可能有这么高的增速的。从华南来看，10年内龙牌出货量从80万增到1200万平米，现在华南用甲板越来越少，都用石膏板了。②但是，翻修市场的量也很大。在香港的可耐福一年可以做400多万平米，但香港没有太多的新增建筑，说明翻修的量很大。像医院一般两三年就要翻修了。

### 三、高端石膏板竞争策略与对手分析

i) **高端石膏板市场竞争情况：龙牌是绝对老大。**由于石膏板有区域半径特点（拉法基在欧洲的规定约是200公里），而龙牌目前在国内发达地区基本上都布了点，外企很难再抢市场。以前拉法基是说要做全国老大，现在说要做区域老大，放弃华北与华南，只做东部与西部。

j) **各大石膏板厂商特点：**美国USG是绝对领先的，包括技术，以及各种配件都很齐全；拉法基是拿来主义，通过收购，但后来因为欧洲市场问题造成现金短缺，所以它把亚洲业务卖给博罗，把欧洲业务卖给比利时公司了；龙牌是有国企背景，资金充足。

k) **竞争对手扩张情况：**外企还是有扩张的，但目前瓶颈是规模而不是资金了。像可耐福在东莞是加长；但规模上还不如龙牌了。外企近几年看龙牌的举动都很有压力，但他们现在很难说明股东去投资，本身回报率应该也不是特别高。另外现在都用脱硫石膏，本身电厂也是国企，所以北新还是很有优势。

### 四、北新建材两品牌出货情况

l) **石膏板总体情况：**上半年出货还可以；预计下半年更好。从经销商的项目订单情况来看，下半年情况会好于上半年；而且其它竞争对手也有这种感觉。预计下半年8-9月份会比较好。

m) **泰山总体情况：**出货量比较好，一直是满产满销。泰山的营销做得很好，把民企都打败或者收购了。目前来看，泰山是中低端市场，再往下太低价格就没人做了，因为回报率太低。因此，泰山是可以从中端向低端辐射的，这块的量非常大。

n) **龙牌出货量：**上半年完成情况不错。从华南最大经销商的具体情况来看，今年年初比较差；4月份后就好了。去年该经销商出货160万平米，今年目标是200万平米（即增长25%）；上半年完成70多万平米。由于中集房屋业务今年订单增加许多，因此今年的目标可能完成。

### 五、石膏板价格

o) **龙牌石膏板价格：**年初上涨一次，目前没有变化。华南龙牌石膏板年初出厂价涨过0.3元/平米；2011年是涨了多次，但涨幅较小。而近几年来没有下跌，09年也没有降，只有上涨。

p) **泰山的价格：**一般来说个别重点项目会有优惠，可能各区域也有些不同。

## 六、龙牌石膏板销售体制

q) 主要通过经销商体系销售，也有直销，但比较少。龙牌有跟金螳螂与亚泰做到战略合作，开始想推广到其它装饰公司，但后来发现有问題，所以直销比例还是比较小。

r) 今年帐期：总体比去年更为严格。

## 七、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 1 公司盈利预测

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>泰山石膏</b>				
产能 (万平方米)	82,700	99,700	113,700	125,070
产销率	89.7%	87.0%	89.0%	90.0%
销量 (万平方米)	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
<b>龙牌</b>				
产能 (万平方米)	44,000	47,000	60,000	66,000
产销率	30.6%	35.4%	42.0%	48.0%
销量 (万平方米)	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 (万平方米)	126,700	146,700	173,700	191,070
总销量 (万平方米)	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%
<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%	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%
<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%
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

## 八、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
<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	13.98	10.59	8.49	7.15
P/B	2.42	2.06	1.66	1.35
EV/EBITDA	9	6	5	4

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
2012-07-05	北新建材 - 在成长性行业中快速扩张
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