

半年报点评

买入（维持）

当前价：12.68 元

一年内股价与大盘走势对比



主要数据

2012.8.17

一年内最高/最低复权价（元）	14.67/9.06
上证指数/深证成指	2112/8973
总股本/流通A股（百万）	575/575
每股净资产（元）	5.36
资产负债率%	56.63

相关报告：

《2012年建筑建材行业中期策略：自下而上，寻找三条确定性的成长主线》——2012.7.2

分析师

林乔松

执业证书编号：S1110511060002

电话：(8621) 22062985

邮件：linqiaosong@tfzq.com

地址：中国湖北省武汉市江汉区唐家墩32号
国资大厦B座

电话：027-87618889

天风证券股份有限公司

请阅读最后一页信息披露和重要声明

北新建材：产能扩张如期推进，中报业绩符合预期

重要事件：

8月17日公司发布2012年半年度报告，实现营业收入30.04亿元，同比增长18.96%；营业利润3.47亿元，同比增长24.85%；归属于上市公司股东的净利润2.33亿元，同比增长24.63%；扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润2.21亿元，比上年同期增长32.03%；实现EPS为0.405元，业绩符合我们的预期。

我们的观点：

➤ 公司战略清晰，执行到位

一、根据20亿平方米石膏板产业基地建设规划，积极推进产能布局和项目建设。

上半年公司及公司控股子公司泰山石膏项目建设进展顺利。(1)公司山东平邑和河南新乡纸面石膏板生产线项目均已正式投产；安徽淮南纸面石膏板生产线项目试生产顺利进行；天津、福建泉州纸面石膏板生产线项目建设稳定快速推进。(2)泰山石膏陕西渭南二期纸面石膏板生产线项目均已正式投产；云南易门二期和河南偃师二期纸面石膏板生产线项目试生产顺利进行；辽宁绥中、湖北武穴、山西潞城二期、安徽巢湖和山东聊城纸面石膏板生产线项目建设稳定快速推进。公司项目进展情况与我们对公司产能投放的进度预期基本一致。

二、深化销售渠道建设，大力拓展“大客户、大项目、大订单”。

上半年公司石膏板、矿棉板及轻钢龙骨等产品先后覆盖了北京财富三期、北京中石油钻井研发中心1号楼、厦门国税大厦、中航商飞系列办公楼、上海嘉定新城、北京远洋温哥华别墅等各地商业地产和精装修楼盘项目；基本囊括了全国万达广场系列工程、香格里拉酒店等各地五星级及以上酒店项目；连续中标中央办公厅项目、世博中国馆改造等政府项目；继续在第一高楼项目中独占鳌头，全面中标了今年在建的标志性高楼：西部第一高楼——重宾保利国际广场、河北第一高楼——石家庄开元国际酒店。

公司涂料、塑钢门窗等住宅部品的“大同模式”已成为在保障房领域政企合作的典范，北新建材“龙牌”系列产品也因此获得由中国房地产研究会、中国房产协会颁发的“保障房精品工程首选品牌”，目前该模式的推广在全国范围内已陆续开花结果。同时，公司对北京地区新农村抗震节能民居建设工程项目开展了深入调研，已成功签约密云新农村抗震节能民居建设工程项目，全面供应门窗产品，并将在其他区县项目中进一步开拓门窗型材的销售市场。

三、落实“三新”战略，积极推广新型房屋。

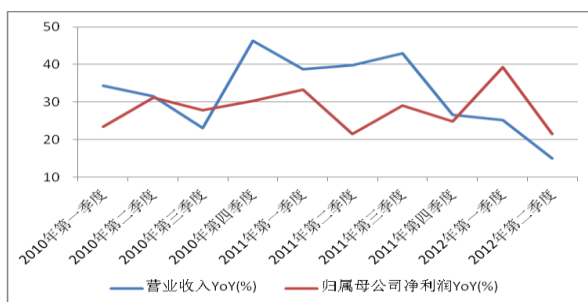
上半年公司根据大力发展新型建材、新型房屋和新能源材料“三新”战略的要求，在做好新型建材主业的基础上，积极推广和发展新型房屋业务，取得了丰硕的成果。

2011年，公司控股子公司北新房屋成功中标赞比亚政府公共住宅项目，合同金额高达6.6亿元，是目前中国新型钢结构建筑企业承建的最大规模海外项目，总建筑面积约60万平方米，约4500套住宅。报告期内，北新房屋针对该项目承担的房屋设计工作、全套材料提供工作和现场施工技术指导工作进展顺利，报告期内项目进度已超70%。

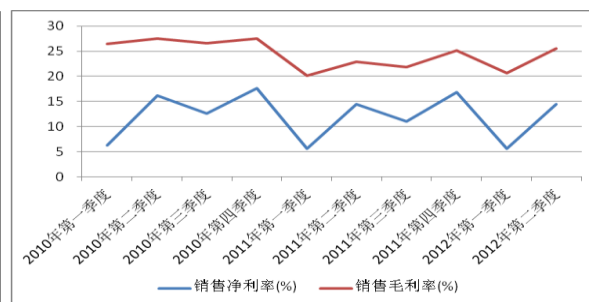
➤ 收现比大幅改善，利润率触底回升

第二季度公司营业收入和归属母公司净利润分别同比增长 14.96% 和 21.43%，增速有所下滑。但是，由于主要原材料美废等的价格下降，产品利润率呈现触底回升，公司第二季度毛利率和净利率分别为 25.53% 和 14.40%，相比第一季度分别提高 4.9 和 8.8 个百分点。此外，公司第二季度收现比为 1.07，而上半年应收账款仅占同期销售收入的 16%，显示公司销售回款情况较为理想，下游需求波动对公司的影响不太明显。

图表 1：北新建材单季度收入与净利增速



图表 2：北新建材单季度毛利率与净利率情况

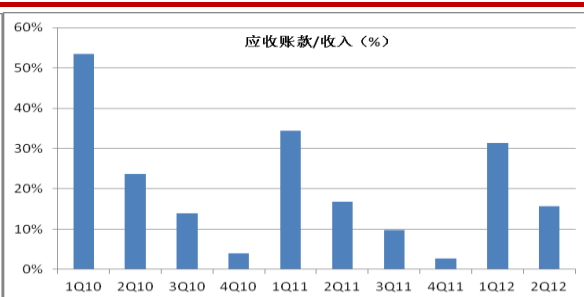


来源：WIND，天风证券研究所

图表 3：北新建材单季度收现比



图表 4：北新建材分季度应收账款占收入比重情况



来源：WIND，天风证券研究所

➤ 产能扩张如期进行，龙头地位愈加巩固

根据公司今年对外投资的计划（截止 8 月 17 日），公司在天津、山东聊城、吉林四平、福建泉州和龙岩等地区将新建纸面石膏板产能累计达 21000 万平方米，权益产能 17650 万平方米。此外，公司去年在河南、安徽、四川、陕西、云南、江苏、辽宁、湖北和山西等地区新建纸面石膏板产能累计达 44000 万平方米，权益产能 32450 万平方米，新增产能的投放也在按进度推进中。

图表 5：北新建材 2012 年新建产能规划（截止 8 月 17 日）

公告时间	所属公司	权益 (%)	生产基地	产品类型	产能 (万m²)	投资额 (万元)
12 年 6 月	天津北新	100%	天津	纸面石膏板	5000	20367
				轻钢龙骨 (配套)	5000 吨	
	泉州北新	100%	福建泉州	纸面石膏板	3000	8137
				轻钢龙骨 (配套)	3000 吨	
12 年 8 月	泰山石膏 (聊城)	65%	山东聊城	纸面石膏板	5000	12524
	泰山石膏 (福建)	60%	福建龙岩	纸面石膏板	4000	11810
	泰山石膏 (吉林)	100%	吉林四平	纸面石膏板	4000	11956
	泰山石膏 (福建)	60%	龙岩	水泥缓凝剂	100 万吨	2010

来源：WIND，天风证券研究所

图表 6：北新建材重大在建工程的工程进度情况

项目	工程进度
苏州北新外墙板二线	50.00%
北京西三旗基地搬迁项目（涿州）	85.00%
苏州北新水泥瓦项目	98.00%
北京西三旗基地搬迁项目一期（北新住宅）	60.00%
淮南北新石膏板项目	60.00%
泉州北新石膏板项目	前期开工准备
天津北新石膏板项目	前期开工准备
泰山石膏本部 75T/h*2 锅炉技改项目	99.00%
泰山石膏（河南）石膏板二线项目	99.00%
泰山石膏（云南）石膏板二线项目	91.00%
泰山石膏潞城公司石膏板二线项目	70.00%
泰山石膏（湖北）石膏板项目	70.00%
泰山石膏（巢湖）石膏板项目	48.00%
泰山石膏（辽宁）石膏板项目	78.00%
泰山石膏（聊城）石膏板项目	25.00%
泰山石膏（福建）石膏板项目	前期开工准备

来源：WIND，天风证券研究所

➤ 预计公司 12-14 年 EPS 分别为 1.12 元、1.48 元和 1.84 元，维持“买入”评级

根据我们对于公司产能投产进度、产能利用率、产品单价以及毛利率等假设条件，测算公司 12-14 年 EPS 分别为 1.12 元、1.48 元和 1.84 元，目前股价对应 12 年 PE 仅为 11X，我们预计公司未来 3 年业绩的复合增速在 26%左右，维持“买入”评级。

图表 7：盈利预测假设

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	
龙牌石膏板	产能（万㎡）	50,000	58,000	71,000	79,000	87,000
	YoY（%）	22%	16%	22%	11%	10%
	有效产能（万㎡）	46,500	56,667	64,500	75,000	83,000
	YoY（%）	25%	22%	14%	16%	11%
	产能利用率（%）	26%	28%	30%	32%	34%
	销量（万㎡）	12,244	15,867	19,350	24,000	28,220
	含税单价（元/㎡）	8.07	8.19	8.31	8.54	8.78
	税后单价（元/㎡）	6.90	7.00	7.10	7.30	7.50
	收入（百万元）	845	1,111	1,374	1,752	2,117
	毛利率（%）	33.97%	36.00%	37.00%	38.00%	38.00%
成本（百万元）	558	711	866	1,086	1,312	
泰山牌石膏板	产能（万㎡）	70,700	94,700	114,700	128,700	142,700
	YoY（%）	16%	34%	21%	12%	11%
	有效产能（万㎡）	64,200	90,700	112,200	121,700	135,700
	YoY（%）	22%	41%	24%	8%	12%
	产能利用率（%）	118%	100%	100%	100%	100%
	销量（万㎡）	75,756	90,700	112,200	121,700	135,700
	含税单价（元/㎡）	5.99	5.85	5.85	5.97	5.97
	税后单价（元/㎡）	5.12	5.00	5.00	5.10	5.10
	收入（百万元）	3,879	4,535	5,610	6,207	6,921
	毛利率（%）	22.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
成本（百万元）	3,025	3,447	4,264	4,717	5,260	
收入（百万元）	1,246	1681.81	2102.26	2627.83	3284.78	
其他	YoY（%）	44.58%	35.00%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率（%）	17.51%	17.51%	17.51%	17.51%	17.51%
	成本（百万元）	1,028	1,387	1,734	2,168	2,710

来源：WIND，天风证券研究所

➤ 风险提示

原材料价格上涨的风险；低价恶性竞争的风险；公建与房地产投资放缓的风险。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2343.74	3279.85	3617.92	4162.95	营业收入	5969.12	7327.48	9086.11	10586.53
现金	792.14	1002.95	1353.68	1286.00	营业成本	4610.77	5544.78	6863.32	7971.07
应收账款	163.39	202.98	251.32	278.00	营业税金及附加	9.60	11.99	14.04	16.79
其它应收款	29.85	62.13	41.51	76.00	营业费用	188.40	299.73	351.34	404.71
预付账款	220.21	434.20	294.97	482.44	管理费用	303.83	407.43	499.07	576.77
存货	1080.12	1568.17	1599.93	2013.34	财务费用	105.03	92.86	86.65	72.24
其他	58.05	9.42	76.50	27.17	资产减值损失	8.58	0.00	0.00	0.00
非流动资产	6171.02	6791.73	7338.38	7816.50	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	213.13	213.13	213.13	213.13	投资净收益	4.41	0.00	0.00	0.00
固定资产	3937.38	4508.92	5024.25	5482.86	营业利润	747.32	970.69	1271.70	1544.95
无形资产	694.58	688.88	681.67	672.92	营业外收入	443.98	112.91	139.68	175.09
其他	1325.93	1380.79	1419.33	1447.59	营业外支出	355.50	15.00	15.00	15.00
资产总计	8514.76	10071.59	10956.30	11979.45	利润总额	835.81	1068.60	1396.37	1705.04
流动负债	3500.46	4499.67	4351.02	4224.11	所得税	83.93	144.26	188.51	230.18
短期借款	1416.80	2411.76	1693.61	1606.58	净利润	751.87	924.34	1207.86	1474.86
应付账款	632.66	767.97	931.43	1023.34	少数股东损益	229.21	282.36	355.01	416.43
其他	1451.00	1319.94	1725.98	1594.18	归属母公司净利润	522.66	641.98	852.86	1058.43
非流动负债	1271.65	1071.73	1060.14	962.96	EBITDA	916.75	1551.62	1942.50	2284.63
长期借款	508.50	450.99	376.04	287.14	EPS (摊薄)	0.91	1.12	1.48	1.84
其他	763.15	620.74	684.11	675.82					
负债合计	4772.12	5571.40	5411.17	5187.07	主要财务比率				
少数股东权益	726.86	1009.22	1364.23	1780.66	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	3015.78	3490.97	4180.90	5011.72	成长能力				
负债和股东权益	8514.76	10071.59	10956.30	11979.45	营业收入增长率	36.62%	22.76%	24.00%	16.51%
					营业利润增长率	21.92%	29.89%	31.01%	21.49%
					归属于母公司净利润增长率	25.43%	22.83%	32.85%	24.10%
					获利能力				
					毛利率	22.76%	24.33%	24.46%	24.71%
					净利率	12.60%	12.61%	13.29%	13.93%
					ROE	20.09%	20.54%	21.78%	21.71%
					ROIC	15.78%	15.49%	20.02%	21.52%
					偿债能力				
					资产负债率	56.05%	55.32%	49.39%	43.30%
					净负债比率	56.09%	66.12%	39.53%	29.80%
					流动比率	0.67	0.73	0.83	0.99
					速动比率	0.36	0.38	0.46	0.51
					营运能力				
					总资产周转率	0.75	0.79	0.86	0.92
					应收账款周转率	35.09	40.00	40.00	40.00
					应付账款周转率	8.47	7.92	8.08	8.16
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.91	1.12	1.48	1.84
					每股经营现金流 (最新摊薄)	2.86	1.28	4.01	2.42
					每股净资产 (最新摊薄)	6.51	7.82	9.64	11.81
					估值比率				
					P/E	0.00	12.54	9.44	7.61
					P/B	0.00	2.31	1.93	1.61
					EV/EBITDA	2.34	7.18	5.34	4.68
					重要财务指标				
					单位:百万元				
					主要财务指标				
					营业收入	5969.12	7327.48	9086.11	10586.53
					同比(%)	36.62%	22.76%	24.00%	16.51%
					归属母公司净利润	522.66	641.98	852.86	1058.43
					同比(%)	25.43%	22.83%	32.85%	24.10%
					毛利率(%)	22.76%	24.33%	24.46%	24.71%
					ROE(%)	20.09%	20.54%	21.78%	21.71%
					每股收益(元)	0.91	1.12	1.48	1.84
					P/E	0.00	12.54	9.44	7.61
					P/B	0.00	2.31	1.93	1.61
					EV/EBITDA	2.34	7.18	5.34	4.68
					永续增长率	0.00%		WACC	7.83%
					终值	11405.44		Ke	10.50%
					企业价值	16596.76		Kd	5.55%
					非核心资产价值	1233.33		t	13.50%
					债务价值	3079.26		Rf	5.00%
					股权价值	13741.61		Rm	10.00%
					股本	575.15		Rm-Rf	5.00%
					每股价值	23.89		Beta	1.10

1 重要声明

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”）的经营经营范围包括证券投资咨询业务，经营证券业务许可证编号：Z19935000。

本报告版权归天风证券所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“天风证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于天风证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但天风证券及其研究人员不保证该信息的准确性和完整性。对由于该等问题产生的一切责任，天风证券不作出任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不发出事先通知的情况下，可能会进行调整。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。收件人亦不会因为收到本报告而成为天风证券的客户。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。天风证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。天风证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，天风证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，天风证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。投资者应当考虑到天风证券及其关联机构或个人可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

2 天风证券评级说明：

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）涨跌幅相对同期的沪深300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15%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~15%
	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%~15%
	卖出	未来6个月内跑输沪深300指数15%以上
行业投资评级	强于大市	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	同步大市	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	弱于大市	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

武汉

上海

地址：中国湖北省武汉市江汉区唐家墩32号国资大厦B座（430024）

电话：027-87618889

网址：<http://www.tfzq.com>

上海浦东新区芳甸路1088号紫竹国际大厦22楼座（201204）

021-50155650