

**其他建材**

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 20.00元

当前股价: 12.74元

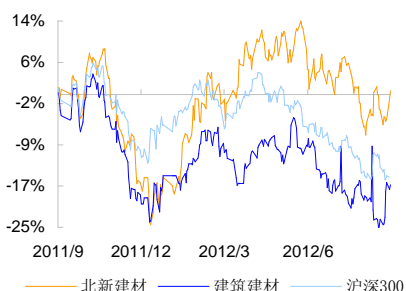
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2029.29
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	72
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	0.64	-11.69	-1.45
建筑建材	-2.30	-11.79	-11.11
沪深300指数	-3.77	-11.81	-13.22



**相关报告**

北新建材-石膏板成长性明显,公司扩张再次加快 2012-08-17

北新建材-经营创新策略与架构调整全面推行,有助市场长期开拓 2012-07-30

北新建材-在成长性行业中快速扩张 2012-07-05

**北新建材**

**000786**

**强烈推荐**

**石膏板需求无忧,盈利回升预计将体现**

近期我们到公司拜访,就公司经营情况进行深入沟通。

**投资要点:**

- **行业仍具成长性,公司仍坚持继续扩大石膏板规模的战略。**石膏板代替传统墙体材料的过程仍在持续,预计中期国内市场有一倍空间。从目前建筑存量与新增面积的比较来看,石膏板用于二次装修的用量仍超过新增建筑的用量,这使得石膏板需求稳步增长。正是由于对行业成长的信心,公司中期仍将以石膏板作为主营业务,继续扩大规模;从品牌结构上讲,会同时兼顾泰山与龙牌。
- **需求无忧,销量增速有望保持上半年水平。**下半年宏观经济有所回暖,石膏板需求无忧。目前出货稳定,销量增速预计可以维持上半年水平。上半年销量增速23%,预计下半年仍保持在20%以上。
- **成本下滑超预期,三季度毛利率预计回升。**我们一直认为今年成本将呈下行态势,但年中下滑超过我们预期。今年6月份至今纸价再跌18%,煤价跌16%,在石膏板各品牌价格稳定情况下,预计三季度毛利率回升将会出现。当然产品销售结构会有部分影响,但我们认为这种影响在上半年已经基本体现。
- **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,以规模与布局形成明显的门槛。预计12-14年EPS为1.2、1.5、1.78元,明显低估。我们认为未来随着总体经济的逐步回暖,市场对于需求面过于悲观的预期将会改变,公司的动态PE有望逐步回归至20倍以上。下跌即提供买入良机,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、公司经营情况

a) **公司战略**: 未来仍以石膏板为主营业务, 继续扩大规模。未来扩张中, 品牌结构: 会兼顾龙牌与泰山; 地点选择: 以前是选择靠近市场与电厂的位置, 未来要具体视情况。

**b) 双品牌情况:**

i. 龙牌与泰山战略情况: 泰山是满产满销为政策, 因为产能利用率非常高; 而龙牌主要是针对高端, 本身市场容量不是很大, 因此产能利用率较低。

ii. 龙牌与泰山针对市场: 龙牌做公装较多 (公装: 家装约 7: 3), 泰山更多针对当地市场, 家装更多 (公装: 家装约 3: 7)。但上述比例不是太精确, 总的来看估计公装与家装需求差不多。

## 二、行业与公司需求:

**c) 行业空间: 仍具成长性。**

i. 预计中期 (5-10 年内) 可达到 50 亿平米, 2011 年需求为 21 亿平米。

ii. 对于二次装修量的估计: 目前全国存量建筑面积约 400 亿平米, 以 10 年翻修一次, 则每年需要装修的量约 40 亿平米, 再打 50% 的折扣, 即有 20 亿平米需求装修; 而竣工面积 10 亿。如此看来, 二次装修的用量还是超过新增建筑的石膏板需求的。这也保证了在地产调控过程中石膏板仍然能够保持稳定增长。

**d) 公司销量**: 总体感觉宏观经济在回暖, 因此不担心需求的问题。而且石膏板用在二次装修的量比较量, 出货比较稳定, 预计四季度的出货量将更大。从增速上看, 可以维持上半年的增长速度。

## 三、成本与盈利:

e) **价格情况**: 目前情况来看, 价格比较稳定。单个品牌没有降价情况, 但泰山有多品牌, 低价产品销量较大拖累均价。

f) **成本情况**: 目前成本在下降, 这个趋势在下半年没什么大的变化。对于原材料的采购, 煤炭是分开采购的, 基本上市场价相对一致; 而脱硫石膏均与各地电厂签订合同, 过去几年石膏价格都比较稳定。成本结构: 上半年护面约占比约 30%, 煤炭占比 10% 几, 脱硫石膏 20%。

g) **盈利情况**: 成本三季度降幅较大, 毛利率预计将上行。从分品牌来看, 龙牌的毛利率相对稳定; 而泰山品牌较多, 单个品牌毛利率会上升, 但结构可能影响总体情况。

## 四、其它情况

h) **房屋业务**: 是公司未来要发展的业务, 但目前还是在做前期的开拓市场阶段。赞比亚的项目剩余的 30% 收益预计今年年底会结算。除此之外, 小的订单也有, 但仍难以弥补赞比亚项目的规模。

i) 关于西三旗搬迁: 10 亿元的款项, 但由于没有搬完、转固和验收所以都

没有确认。要等全部完成了才确认。估计会有一些收益，但目前没法确定。

- j) 经销商帐期：目前是2个月左右。
- k) 公司高新技术企业认证：12-14年均是。
- l) 关于泰山的股权结构：65%是北新，其它35%是国资委与管理层的。

## 五、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
<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%	22.22%	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%

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

## 六、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
2012-08-17	北新建材 - 石膏板成长性明显, 公司扩张再次加快
2012-07-30	北新建材 - 经营创新策略与架构调整全面推行, 有助市场长期开拓
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, 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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

## 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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434