



Research and
Development Center

北新建材：行业龙头 价值依旧

—— 北新建材（000786）调研报告

2012年10月09日

关健鑫
建筑建材行业分析师

证券研究报告

公司研究——调研报告

北新建材 (000786.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

北新建材相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2012-10-8)

收盘价(元)	12.64
52 周内股价波动区间(元)	9.35-14.7
最近一月涨跌幅(%)	-0.47
总股本(亿股)	5.75
流通 A 股比例(%)	99.99
总市值(亿元)	72.70

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编: 100031

关键鑫 行业分析师

执业编号: S1500512050001
联系电话: +86 10 63081092
邮箱: guanjianxin@cindasc.com

研究助理 徐林锋

联系电话: +86 10 63080935
邮箱: xulinfeng@cindasc.com

北新建材: 行业龙头 价值依旧

北新建材调研报告

2012 年 10 月 09 日

合理价值区间: 16.48-18.54 元

本期内容提要:

- ◆ **城市化进程的高速发展, 为石膏板行业创造了广阔的市场空间:** 从人均消费角度来看, 我国石膏板消费量仍具有较大提升空间。公司产能扩张、营销渠道、成本控制三大积极因素遥相呼应, 在行业寒冬时期赋予了公司较强的生存能力, 公司不仅能够迎合石膏板市场空间的扩大, 同时能有效地争夺竞争者的市场份额。
- ◆ **公司为石膏板行业龙头, 价值依旧:** 我们认为公司在行业内的龙头地位明显, 具有较强的竞争能力, 未来发展势头良好。公司目前已经在全国各地建立生产线, 在 2011 年底已经达到 12 亿平方米, 其规划的 20 亿平方米产能也有望提前实现。公司注重品牌推广, 扩张和深化了销售渠道, 销售网络布局全国。公司由于产能和销量的大幅提升获得了规模优势, 成本控制能力强, 对潜在进入者形成壁垒。此外, 公司拥有的市场份额接近 50%, 在行业内有较强的议价能力。
- ◆ **股价催化剂: 成本下降助推毛利率大幅提升、中标新订单等。**
- ◆ **盈利预测、估值及投资评级:** 我们预计公司 2012-2014 年石膏板销量为 103000 万平方米、125000 万平方米和 140000 万平方米, 每平方米销售均价为 5.36 元、5.34 元和 5.32 元, 毛利率维持在 25% 左右。我们预测 2012-2014 年公司每股收益对应为 1.03 元、1.24 元和 1.40 元。考虑到石膏板行业的具体发展状况以及公司在行业内的龙头地位, 我们认为给予公司 2012 年 16-18 倍的 PE 较为合理, 对应合理价值区间为 16.48-18.54 元。**首次覆盖给予“买入”评级。**

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	4,369.08	5,969.12	7,007.69	8,489.00	9,570.39
增长率 YoY %	33.41%	36.62%	17.40%	21.14%	12.74%
净利润(百万元)	416.69	522.66	591.25	715.36	804.05
增长率 YoY%	29.48%	25.43%	13.12%	20.99%	12.40%
毛利率%	27.06%	22.76%	23.25%	23.12%	22.91%
净资产收益率 ROE%	17.26%	18.65%	18.01%	18.44%	17.55%
每股收益 EPS(元)	0.72	0.91	1.03	1.24	1.40
市场一致预期 EPS(元)	0.72	0.91	1.15	1.44	1.78
市盈率 P/E(倍)	17.56	14.00	12.32	10.19	9.07
市净率 P/B(倍)	2.82	2.43	2.00	1.74	1.47

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2012 年 10 月 8 日收盘价

目录

投资聚焦.....	1
北新建材：新型节能环保建材的引领者.....	3
公司概况.....	3
石膏板业务撑起“一片天”.....	4
开启品牌发展时代.....	5
石膏板行业.....	6
石膏板是当前着重发展的新型轻质材料.....	6
石膏板行业平均增速高达 30%.....	7
城市化进程高速发展，为石膏板行业创造广阔市场空间.....	7
我国石膏板人均消费量潜力巨大.....	10
北新建材：行业龙头 价值依旧.....	11
快速的产能扩张.....	13
出色的销售渠道.....	13
高效的成本控制.....	14
财务指标综合评价：健康出众.....	14
盈利能力稳步提升.....	14
经营回款逐步优化.....	15
公司负债率较为合理.....	16
相关假设及盈利预测.....	17
盈利预测.....	错误！未定义书签。
公司估值及投资评级：.....	18
风险因素.....	18

图目录

图 1：北新建材实际控制人关系图.....	3
图 2：公司三大业务体系.....	3
图 3：2008-2012H 公司各项业务营业收入情况.....	4
图 4：2008-2012H 公司各项业务营业利润情况.....	4
图 5：世博中国馆.....	6
图 6：世博文化中心.....	6
图 7：央视新址.....	6
图 8：2010-201208 国内石膏板产量情况.....	7
图 9：2002-2011 年国内石膏板产量复合增长率高达 30%.....	7
图 10：中国城市化率稳步提升.....	8
图 11：2005-2010 年世界各国年均城市化率增长.....	8
图 12：房地产开发投资完成额（累计）.....	8
图 13：房地产开发投资完成额累计（住宅）.....	8
图 14：办公楼投资额增长不断加速.....	9
图 15：办公楼投资完成额增速目前维持在高位.....	9
图 16：商业营业用房投资额快速增长.....	9
图 17：商业营业用房投资额增速目前仍处高位.....	9
图 18：我国文体中心数量近几年增长较快.....	10
图 19：公共图书馆数量对比（2010 年底）.....	10
图 20：2011 年全球部分国家及地区石膏板消费量.....	10
图 21：三大因素助力公司争食石膏板市场份额.....	11
图 22：2008-2012H1 公司石膏板销量.....	12
图 23：2008-2012H1 公司石膏板市场份额情况.....	12
图 24：公司产业布局情况.....	13
图 25：公司 2015 年石膏板产能将达 20 亿平方米.....	13
图 26：石膏制造企业单位亏损数量.....	14
图 27：国内废纸价格走势.....	14
图 28：部分可比上市公司毛利率情况（%）.....	15
图 29：部分可比上市公司净资产收益率情况（%）.....	15
图 30：部分可比上市公司应收账款天数情况.....	15
图 31：部分可比上市公司负债率情况.....	16

表目录

表 1：石膏板的优点.....	6
表 2：公司石膏板经营预测.....	17
表 3：公司主要财务指标.....	错误！未定义书签。
表 4：EPS 对石膏板销量以及价格的敏感性分析.....	17
表 5：行业内其他新型建材公司估值情况.....	18

投资聚焦

主要内容

我们对北新建材公司长期保持关注,经过前期实地调研和认真分析,我们对北新建材的企业现状、石膏板产品情况做了剖析,并结合行业情况对公司未来发展作出了预测,我们的结论是: **北新建材是石膏板行业的绝对龙头,成长价值依旧。**

投资逻辑

城市化进程的高速发展,为石膏板行业创造了广阔的市场空间。从人均消费角度来看,我国石膏板消费量仍具有较大提升空间。公司产能扩张、营销渠道、成本控制三大积极因素遥相呼应,在行业寒冬时期赋予了公司较强的生存能力,公司不仅能够迎合石膏板市场空军的扩大,同时能有效地争夺竞争者的市场份额。与此同时,公司财务指标综合分析结果显示,与其他建材类上市公司相比,公司财务健康出众。公司致力于成为新型节能环保建材的引领者。

有别于大众的认识

1、经营风险与财务风险较小的建材类上市公司; 2、公司利用快速的产能扩张、出色的营销渠道和高效的成本控制争食石膏板的市场份额。

股价催化剂

未来主要催化剂因素成本下降助推毛利率大幅提升、公司中标大订单等

关键假设、盈利预测与投资评级

我们认为公司在行业内的龙头地位明显,具有较强的竞争能力,未来发展势头良好。公司目前已经在全国各地建立生产线,在 2011 年底已经达到 12 亿平方米,其规划的 20 亿平方米产能也有望提前实现。公司注重品牌推广,扩张和深化了销售渠道,销售网络布局全国。公司由于产能和销量的大幅提升获得了规模优势,成本控制能力强,对潜在进入者形成壁垒。此外,公司拥有的市场份额接近 50%,在行业内有较强的议价能力。

我们预计公司 2012-2014 年石膏板销量为 103000 万平方米、125000 万平方米和 140000 万平方米,每平方米销售均价为 5.36 元、5.34 元和 5.32 元,毛利率维持在 25%左右。

我们预测公司 2012-2014 年对应的 EPS1.03 元、1.24 元和 1.40 元

预计到 2020 年前后,国内人均石膏板消费量将达到 3 平方米,届时整个国内市场需求将达到 40 亿平方米。考虑到石膏板行业的具体发展状况以及公司在行业内的龙头地位,我们认为给予公司 2012 年 16-18 倍的 PE 是合理的,对应合理价值区间为 16.48-18.54 元。 **首次覆盖给予“买入”评级。**

主要风险

- 1、应收账款周转风险;
- 2、原材料价格波动风险;
- 3、房地产继续深入调控带来的风险

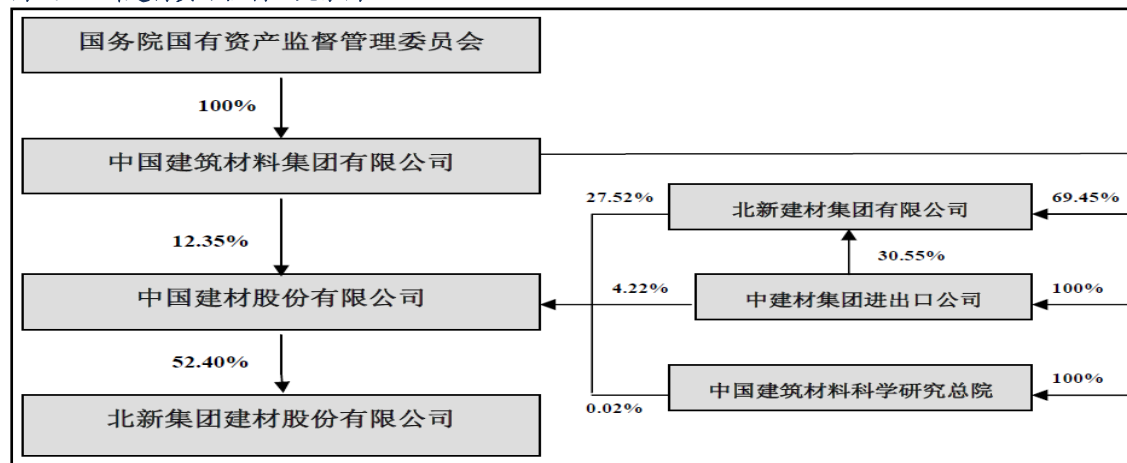
北新建材：新型节能环保建材的引领者

公司基本概况

北新集团建材股份有限公司是于 1997 年经国家建材工业局批准，由国有独资的北新建材集团有限公司独家发起设立的股份有限公司。北新集团为全国最大的新型建材技工贸综合性产业集团。公司所属行业为轻质新型建筑材料制造业。

2005 年中国建材股份有限公司入主北新建材，至今持股比例仍高达 52.40%。目前公司主要全资、控股子公司包括泰山石膏股份有限公司（持有 65% 股权）、太仓北新建材有限公司（持有 100% 股权）、宁波北新建材有限公司（持有 100% 股权）、北新房屋有限公司（持有 82.5% 股权）。泰山石膏股份有限公司主要从事纸面石膏板的研发、生产和销售；太仓北新建材有限公司和宁波北新建材有限公司主要从事纸面石膏板的生产、加工和销售；北新房屋有限公司主要从事新型房屋的设计、生产和销售。

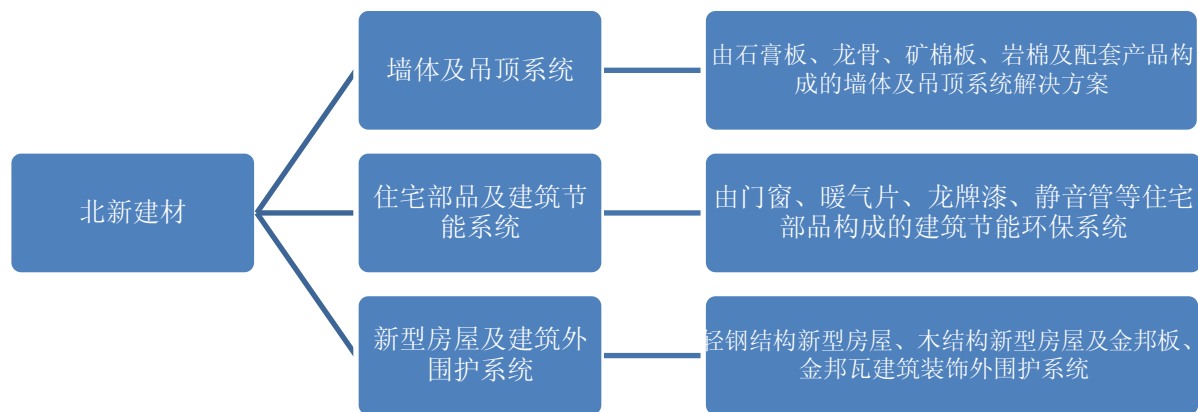
图 1：北新建材实际控制人关系图



资料来源：公司年报 信达证券研发中心

北新建材是中国新型节能环保建材规模化生产和应用的引领者，致力于为公共建筑和家庭客户提供一揽子应用解决方案，目前拥有三大业务体系：

图 2：公司三大业务体系



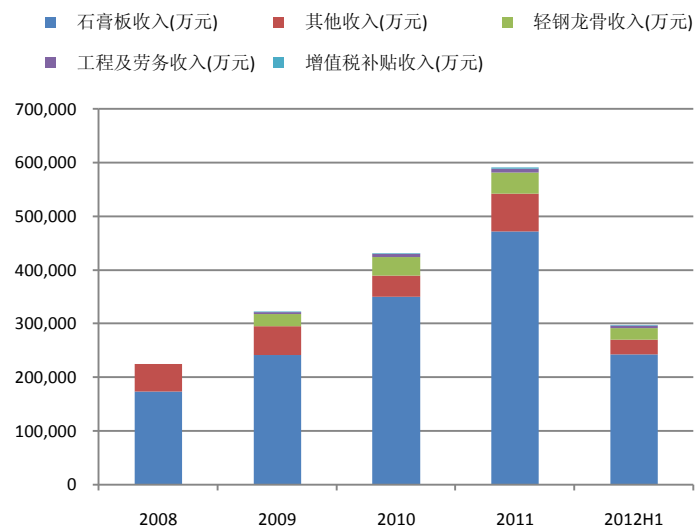
资料来源：公司网站 信达证券研发中心

石膏板业务撑起“一片天”

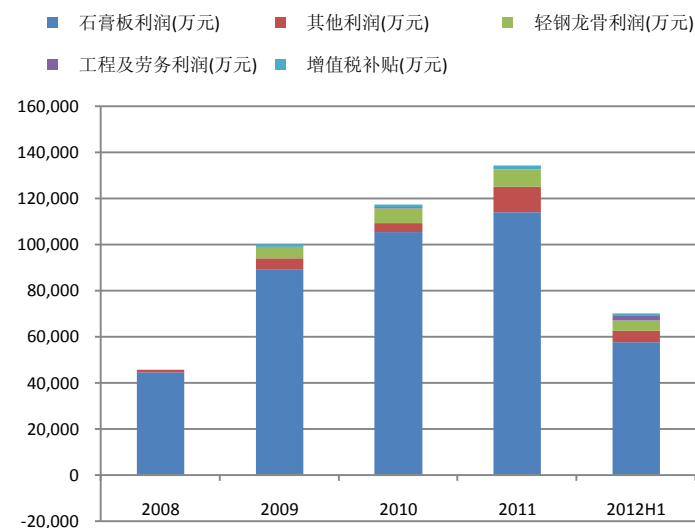
2012年上半年，公司实现营业收入300,423.87万元，比上年同期增长18.96%；营业利润34,683.59万元，比上年同期增长24.85%；归属于上市公司股东的净利润23,270.72万元，比上年同期增长24.63%；扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润22,056.42万元，比上年同期增长32.03%。其中，2012年上半年石膏板业务收入增速达到19.31%；从收入结构来看，2012年上半年石膏板业务收入占比81.45%，其利润占比达到82.44%。显而易见，石膏板业务已撑起了公司业绩大的“一片天”。

图 3: 2008-2012H 公司各项业务营业收入情况

图 4: 2008-2012H 公司各项业务营业利润情况



数据来源: wind 信达证券研发中心



数据来源: wind 信达证券研发中心

开启品牌发展时代

近年来,公司先后荣获中国驰名商标、中国名牌产品、中国石膏板行业第一品牌、全国质量信誉AAA级等众多殊荣,公司品牌影响力的快速提升,与其承接国内众多大型工程项目是密不可分的。公司于2007年参与奥运建设,龙牌石膏板、矿棉板、轻钢龙骨、岩棉保温体系在2008北京奥运会主会场——国家体育场“鸟巢”项目中拔得头筹;2009年参与参与世博建设,龙牌系列产品在世博会中国馆、日本馆、瑞士馆、英国馆、美国馆、南美洲联合馆等43个场馆中得以全面应用;此外,公司产品在国家游泳中心“水立方”及国家体育馆、中央电视台新台址、国家会议中心等重大工程项目均有不同程度的应用。2011年北新建材入驻中关村国家自主创新示范中心,成功打造建筑节能科技馆,公司所大力提倡推广的节能环保型建材行业成为中关村的核心产业,并得到国家领导和社会各界的高度关注。我们认为,公司作为业内领军企业,在设计方案配合、商务响应、产品研发方面全面展示了公司综合实力,凭借优秀的产品质量和技术实力获得市场的广泛认可,已开启了品牌发展时代。

图 5: 世博中国馆



数据来源: 信达证券研发中心

图 6: 世博文化中心



数据来源: 信达证券研发中心

图 7: 央视新址



资料来源: 信达证券研发中心

石膏板行业

石膏板是当前着重发展的新型轻质材料

石膏板是以建筑石膏为主要原料制成的一种材料。它是一种重量轻、强度较高、厚度较薄、加工方便以及隔音绝热和防火等性能较好的建筑材料，是当前着重发展的新型轻质板材之一。石膏板已广泛用于住宅、办公楼、商店、旅馆和工业厂房等各种建筑物的内隔墙、墙体覆面板（代替墙面抹灰层）、天花板、吸音板、地面基层板和各种装饰板等。石膏板以石膏为主要材料，加入纤维、粘接剂、改性剂，经混炼压制、干燥而成。具有防火、隔音、隔热、轻质、高强、收缩率小等特点且稳定性好、不老化、防虫蛀，可用钉、锯、刨、粘等方法施工。

表 1: 石膏板的优点

优点	备注
轻质保温	纸面石膏板板芯 60%左右是微小气孔，因空气的导热系数很小，因此具有良好的轻质保温性能。
隔热防火	石膏板板芯重量的 20%是结晶水，遇火时结晶水先分解汽化，消耗大量热，当温度继续升高时，板芯中的石膏脱水硬化，可阻止热源传递，故为良好的防火材料
尺寸稳定	结晶水及微小气孔的构造，使纸面石膏板几乎不受外界冷热影响，根据测试数据得知，石膏板手冷受热后构件尺寸变化在千分之一左右，所以板缝、接缝处的处理十分简便。
特殊“呼吸性能”	纸面石膏板具有特殊的“呼吸”结构，当室内湿度低时，石膏板可以“呼”出一点水分，调节室内湿度，增加湿润感；当湿度较高时，

又可以“吸”入一点水分增加了舒服感。

加工方便

纸面石膏板具有可钉、可刨、可锯、可粘的性能，用于室内装饰，可取得理想的装饰效果。

用途广泛

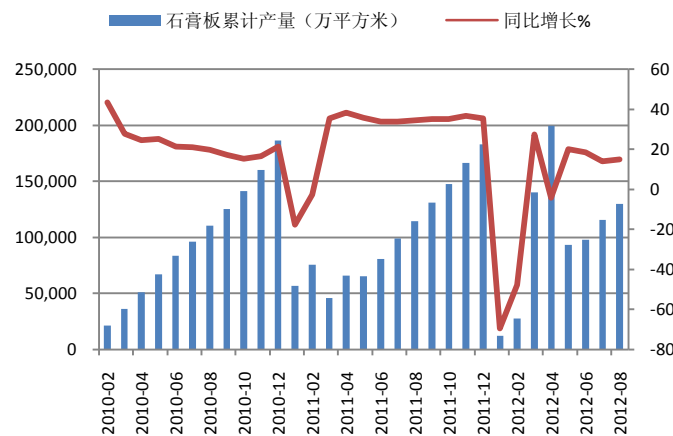
纸面石膏板可以与矩形石膏龙骨或 C、U 型轻钢龙骨组合成非承重轻质隔墙；与 U、T 型吊顶轻钢龙骨组成几种不同几何形状的吊项板；与建筑外墙组成节能型保温复合型墙体，具有隔音、抗震、防火、抗撞击等优点；还可以再各种墙体、柱上做贴面，是目前国内高档建筑装饰和民用家装的理想装饰装饰材料。

数据来源：信达证券研发中心整理

石膏板行业平均增速高达 30%

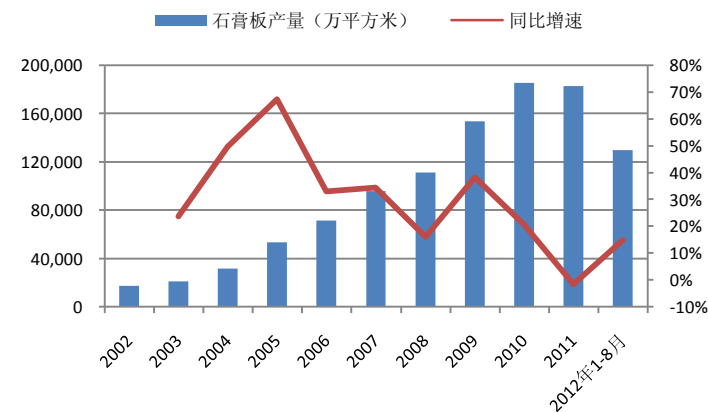
2012 年 1-7 月，国内石膏板累计产量达到 115355 万平方米，累计同比增长 13.8%。从长周期来看，2002 年我国石膏板产量仅为 17300 万平方米，至 2011 年石膏板产量已增至 182922.9 万平方米，增长近 9.57 倍，复合增长率高达 30%。石膏板市场能以如此高的增长率快速发展，一方面得益于房地产（住宅、公共建筑）市场的快速发展且市场空间足够大，另一方面得益于石膏板优异的产品性能，使其不仅能够快速推广，且牢牢占据着一定市场份额。

图 8: 2010-201208 国内石膏板产量情况



数据来源：wind 信达证券研发中心

图 9: 2002-2011 年国内石膏板产量复合增长率高达 30%

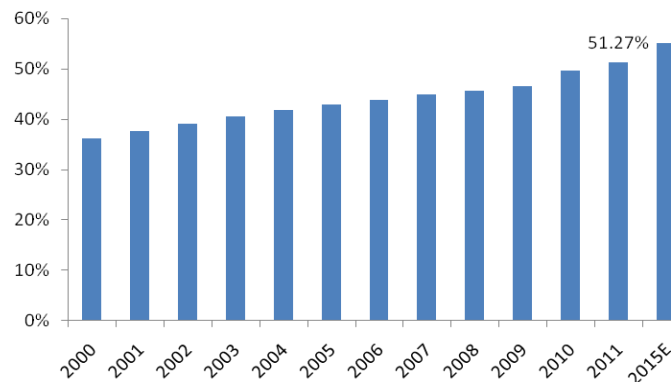


数据来源：wind 信达证券研发中心

城市化进程高速发展，为石膏板行业创造广阔市场空间

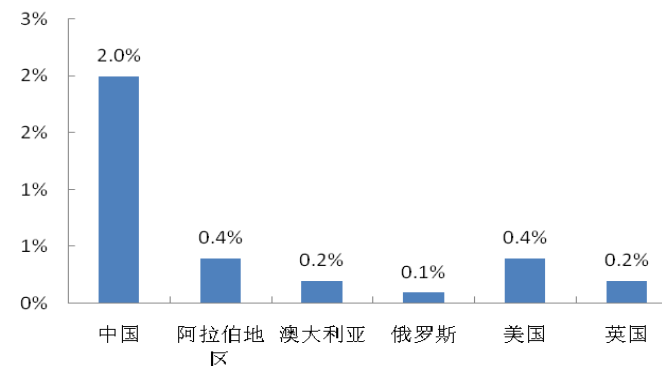
2011 年末我国城市化率首次超过 50%，达到 51.27%，表明我国城市化进程取得重大突破，目前我国已处于城市化中后期，除满足新移民到城市的人口的居住需求外，更要适应城市居民快速兴起的商业、社会活动需求增加以及改善住宅品质的意愿，我们预计 2015 年城市化率将超过 55%。因此，我国城市住宅、公共建筑、商业用地以及新农村建设和保障房建设发展仍具备加速度，从而为石膏板这一“大众消费品”行业创造广阔的市场空间。

图 10: 中国城市化率稳步提升



数据来源: 国家统计局 信达证券研发中心

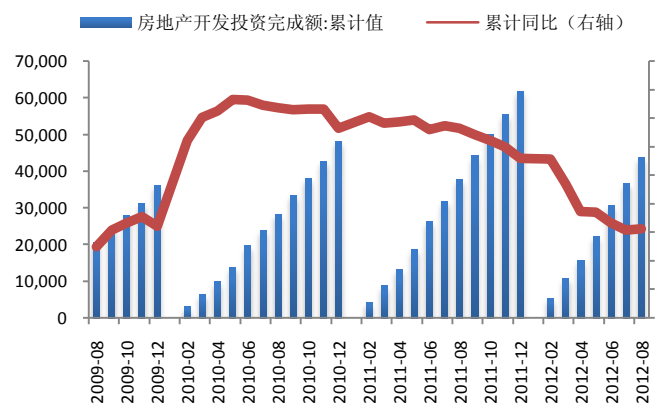
图 11: 2005-2010 年世界各国年均城市化率增长



数据来源: bloomberg 信达证券研发中心

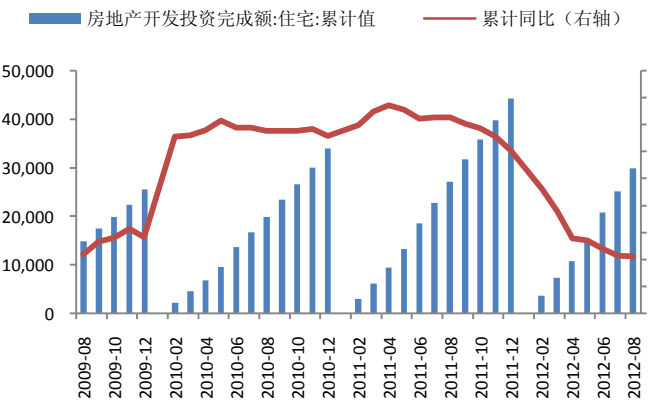
2012 年 1-8 月房地产开发投资完成额累计为 43687.88 亿元, 同比增长 15.60%, 其中住宅房地产开发投资完成额累计达到 29989.61 亿元, 同比增长 10.60%。受房地产调控影响, 今年以来, 房地产开发投资增速下降明显, 但我们认为房地产市场足够大, 为石膏板行业提供了广阔的市场空间, 即使地产调控, 负面影响也是有限的。

图 12: 房地产开发投资完成额(累计)



数据来源: wind, 信达证券研发中心

图 13: 房地产开发投资完成额累计(住宅)



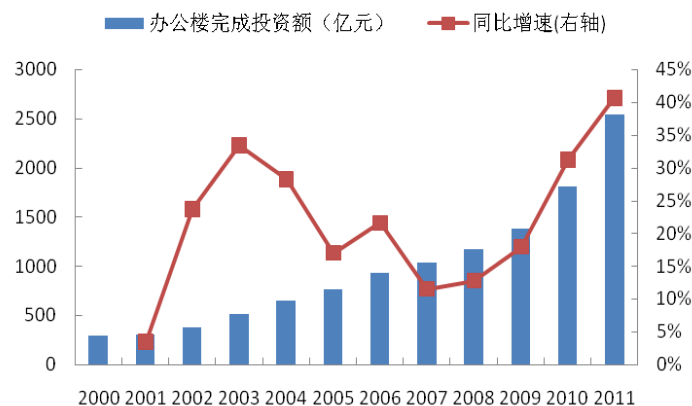
数据来源: bloomberg, 信达证券研发中心

在发达国家, 商业地产的办公楼和公共建筑物是中高端石膏板市场的主要需求者, 从消费结构来看其商业地产、公共建筑使用量大概占到80%左右, 而我国的石膏板使用情况恰恰相反。

2011 年全国办公楼和商业营业用房开发投资额分别达 2543 亿元和 5648 亿元, 同比增速分别为 40.7%和 30.5%, 前者创下近 10 年新高。进入 2012 年以来, 尽管办公楼和商业营业用房投资额累计同比增速有所回落, 但仍维持在近五年的高位。随

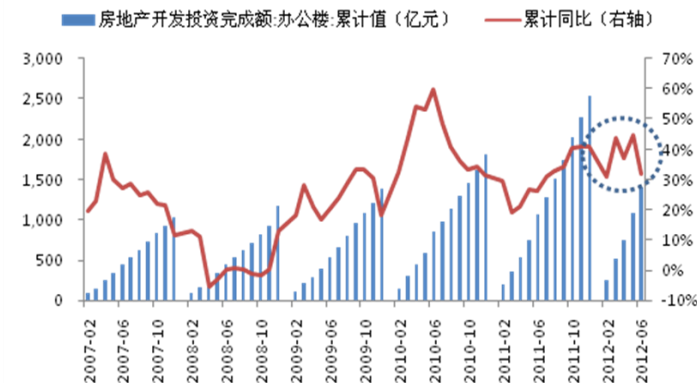
着城市化进程的逐步推进，企业数量不断增加，对写字楼的需求亦将持续增加。

图 14: 办公楼投资额增长不断加速



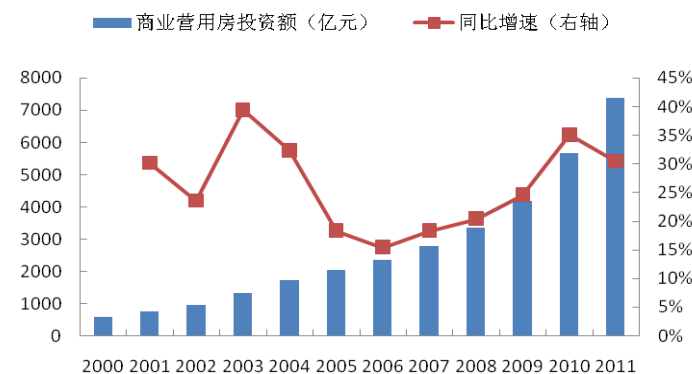
数据来源: wind, 信达证券研发中心

图 15: 办公楼投资完成额增速目前维持在高位



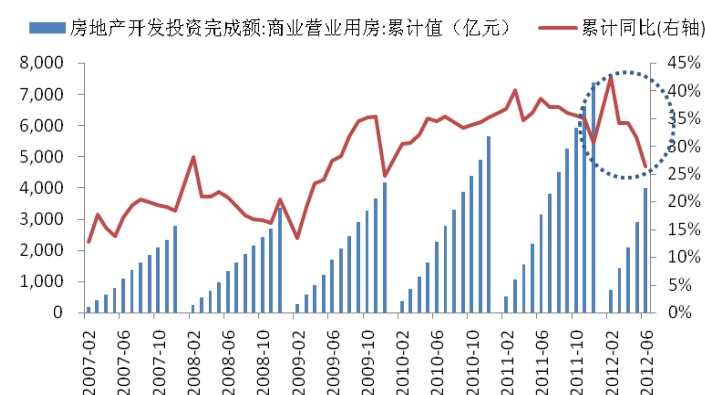
数据来源: wind, 信达证券研发中心

图 16: 商业营业用房投资额快速增长



数据来源: wind, 信达证券研发中心

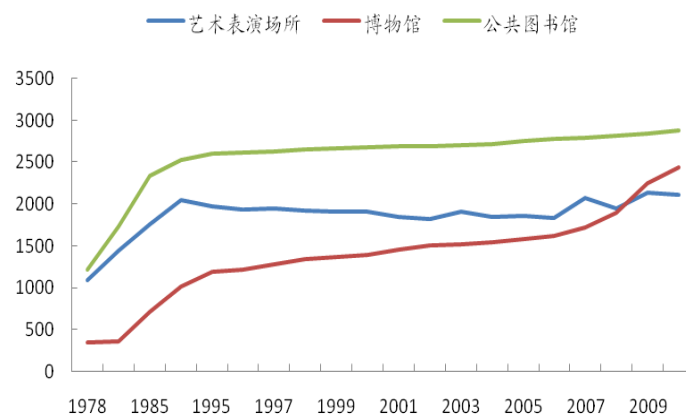
图 17: 商业营业用房投资额增速目前仍处高位



数据来源: wind, 信达证券研发中心

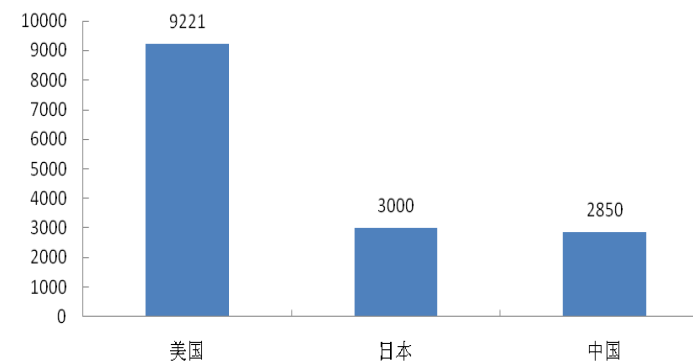
城市化带来公共建筑建设持续增长。随着我国城市化的推进，文体中心等公共建筑作为城市的必需品，需求增长迅速。博物馆、图书馆、艺术场馆数量在近十年均有较大增长，尤其是博物馆，近几年增长明显加速。但目前的情况是我国公共文体设施数量与发达国家存在着较大差距。以公共图书馆为例，截至2010年底美国共有各类图书馆12.3万座，其中公共图书馆9221个，占总数的7.5%。日本09年底拥有公共图书馆3000个，而我国仅拥有2850个。从人均的角度看，我国与欧美高度城市化国家的差距更为明显。我们认为，以文体中心为代表的公共建筑持续增长是大势所趋，由此带来的石膏板装饰需求十分可观。

图 18: 我国文体中心数量近几年增长较快



数据来源: wind, 信达证券研发中心

图 19: 公共图书馆数量对比 (2010 年底)

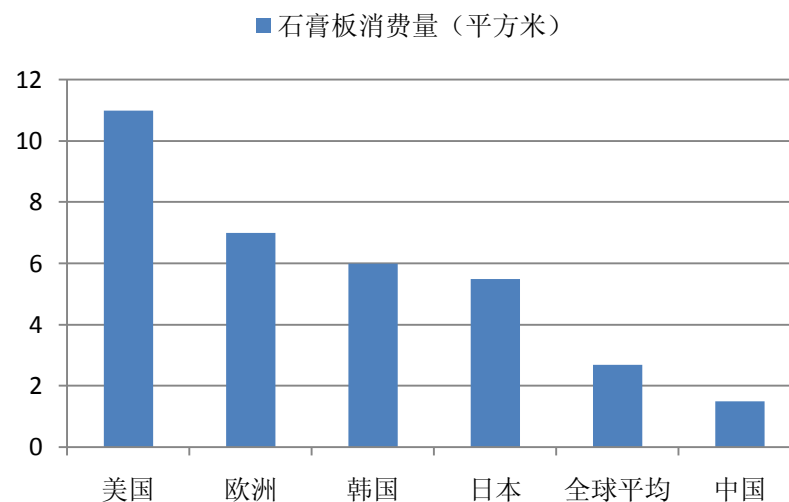


数据来源: bloomberg, 信达证券研发中心

我国石膏板人均消费量潜力巨大

2011年我国人均石膏板消费量约为1.5平方米, 仅为全球平均水平的三分之二左右, 远远低于美国、欧洲等发达国家消费水平。纵向来看, 我国石膏板人均消费量从2002年的0.13平方米, 到2011年的1.5平方米, 增长近十二倍, 但仍然未赶超全球平均值水平。众所周知, 石膏板主要用于装修, 包括住宅、公共建筑、商业地产等, 随着我国城市化进程的高速推进, 石膏板消费量将呈现快速增加, 跟全球发达国家最高年人均消费量相比, 我国的石膏板消费还有很大的提升空间, 预计到2020年前后, 国内人均石膏板消费量将达到3平方米, 整个国内市场需求将达到40亿平方米, 因此, 国内石膏板需求潜力巨大。

图 20: 2011 年全球部分国家及地区石膏板消费量

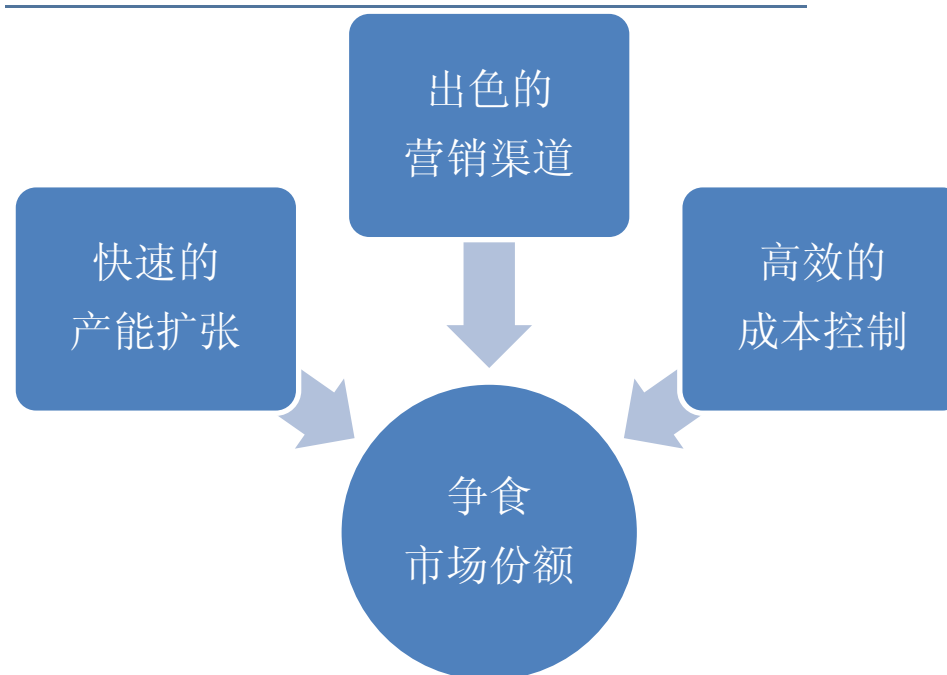


资料来源：互联网 信达证券研发中心整理

北新建材：行业龙头 价值依旧

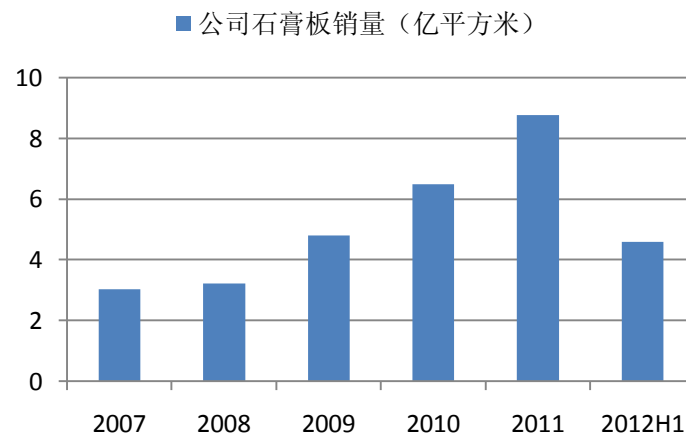
2011 年公司石膏板产量达到 8.78 亿平米，市场份额占比高达 48%，基本垄断着石膏板市场的半壁江山，与此相比，外资石膏板企业可耐福集团、拉法基集团和圣戈班集团在中国的份额仅占到 3%或 4%左右。近年来，公司产品石膏板市场占有率的快速扩张，主要得益于三大因素推动：一是快速的产能扩张；二是出色的营销渠道；三是高效的成本控制。

图 21：三大因素助力公司争食石膏板市场份额



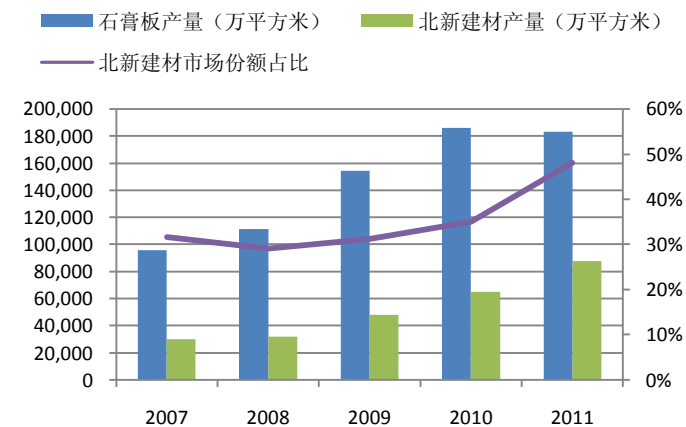
资料来源：信达证券研发中心整理

图 22: 2008-2012H1 公司石膏板销量



资料来源：公司年报 信达证券研发中心

图 23: 2008-2012H1 公司石膏板市场份额情况



资料来源：公司年报 信达证券研发中心

快速的产能扩张

公司专注于石膏板产品的研发和生产，2011年石膏板业务收入及利润占比均达到80%左右，这使得公司在石膏板生产基地的扩建和销售渠道的扩张速度明显呈现加速状态，自2005年以来，公司基本以每五年为周期再造一个“北新建材”。从生产基地的区域布局来看，公司主要以华北、华东地区为主要生产基地，并以此向外围进行扩张延伸，从而实现全国性布局，一方面产能实现了快速拓展，另一方面对潜在竞争者构成一定压力。

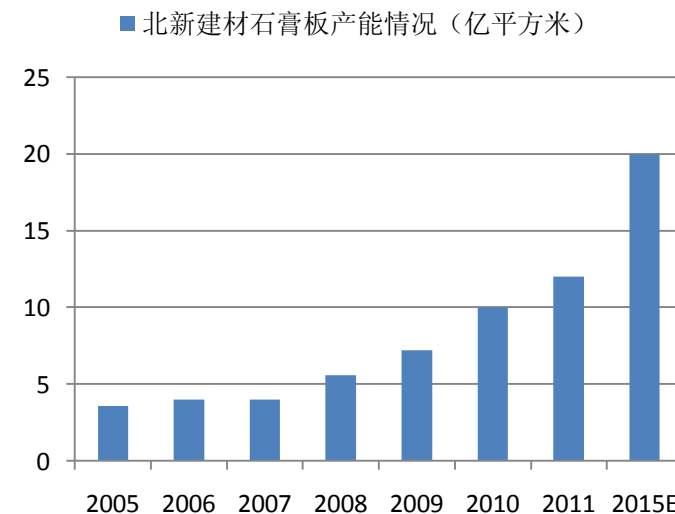
2011年公司石膏板产能规模为12亿平方米，2012年底预计将增加3.2亿平方米，至2015年实现20亿平方米的产能规模。其中高端的龙牌纸面石膏板和中低端的泰山石膏板的比例为1:5左右。若按照国内石膏板人均消费量达到全球人均消费量水平计算的话，石膏板市场容量将达到50亿平方米，因此，公司快速扩张的产能仍将被市场所消化。

图 34: 公司产业布局情况



资料来源：公司网站 信达证券研发中心

图 25: 公司 2015 年石膏板产能将达 20 亿平方米



资料来源：公司年报 信达证券研发中心

出色的销售渠道

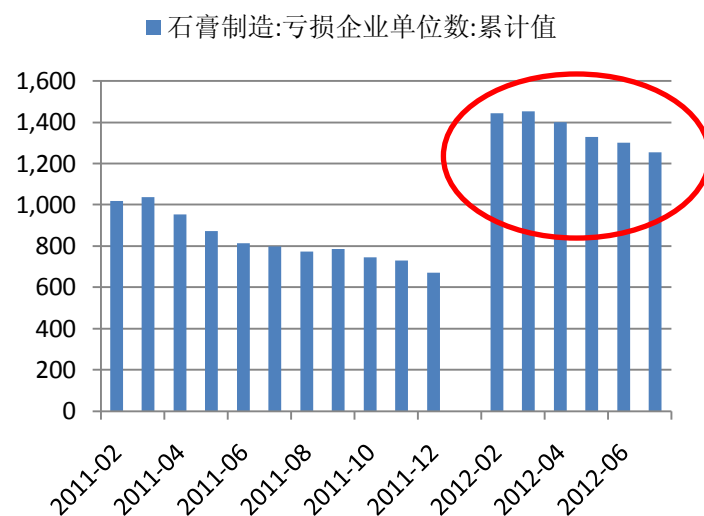
公司高度重视品牌推广与传播工作，并运用多种不同形式如广告宣传、媒体报道、展会、推广会、终端展示等进行全方位的品牌展示与推广，以最大范围地影响公司的不同客户群体，不断提升公司的品牌知名度与美誉度。目前，公司一共 2000 多家经销商，独家专营公司石膏板产品，整个经销体系呈扁平化，利于提高管理。近年来，公司积极深化销售渠道建设，大力建设地县级市场，同时公司积极开展各种营销活动，抓大客户、大项目和大订单成果丰硕。经过我们的调研得知，公司组建了一支 40 余人的市场营销团队，专门负责在全国范围内进行产品路演推介活动，此举在业内实属少有，这也能说明公司销售渠

道建设是非常扎实可靠的。

高效的成本控制

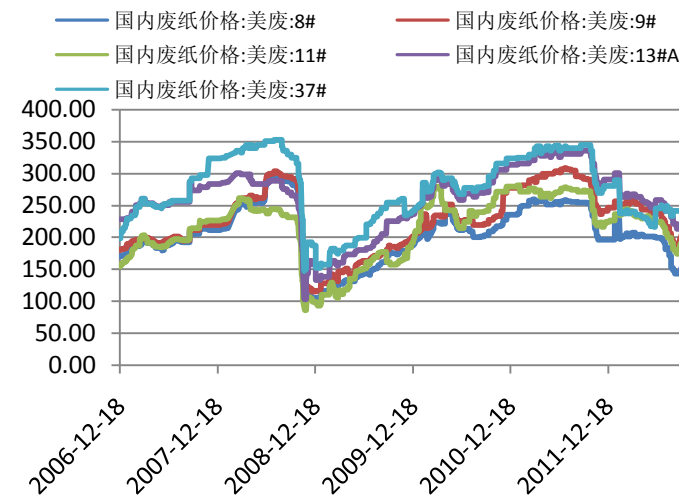
公司产品生产单位能耗低于行业平均水平。其中，北新一平米石膏板消耗 6.8 公斤石膏，正常一般为 7.5-8.5 公斤，此外，公司煤炭、天然气能源成本占比为 30%左右，也低于行业平均水平。近一年来，美废价格持续回落，进一步增强公司市场产品的价格控制能力。同时，公司利于高效的成本控制能力，与业内竞争者展开了价格战，从目前情况来看，今年以来石膏制造企业亏损数量明显高于去年同期水平，详见图 26。但在这种背景之下，公司仍能保证较强的盈利能力，足以证明公司生产的规模效应非常明显，享受溢价非常充分。

图 46: 石膏制造企业单位亏损数量



资料来源: wind 信达证券研发中心

图 27: 国内废纸价格走势



资料来源: wind 信达证券研发中心

财务指标综合评价: 健康出众

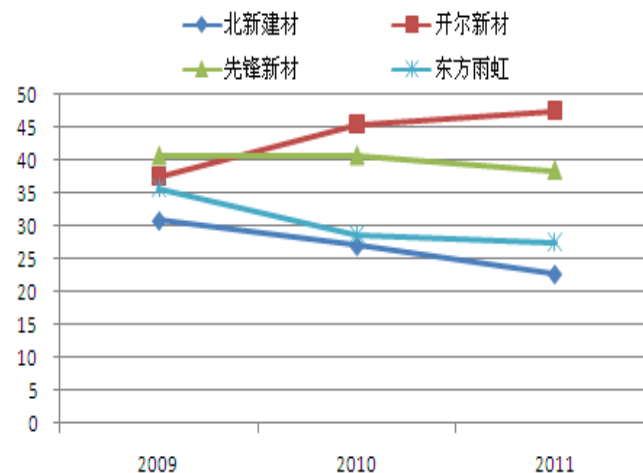
由于公司是国内唯一上市的石膏板企业，为了对其财务进行可比分析，我们选取了行业内同样属于新型建材类型的高新技术企业，包括开尔新材、先锋新材、东方雨虹。

盈利能力稳步提升

公司毛利率水平略有下降，相比其他新型建材企业也较偏低，主要是因为公司通过适度降价，扩大销售，抢占市场。但从整体盈利能力来看，公司净资产收益率呈逐年增高趋势，其中净资产收益率在 2011 年高达 18.64%，每年提升一个百分点以上，

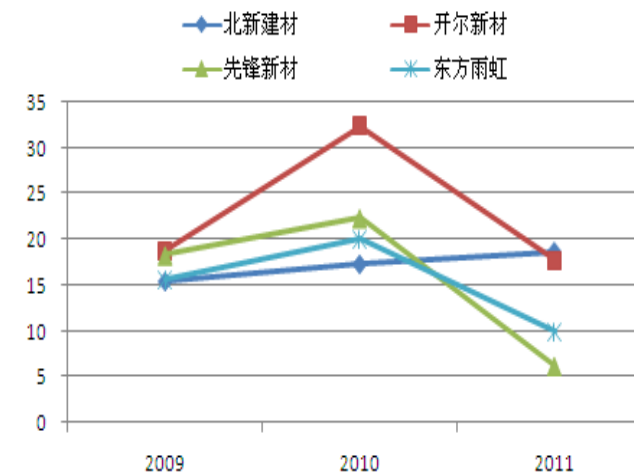
领先于其他可比上市公司。

图 28: 部分可比上市公司毛利率情况 (%)



数据来源: wind, 信达证券研发中心

图 29: 部分可比上市公司净资产收益率情况 (%)

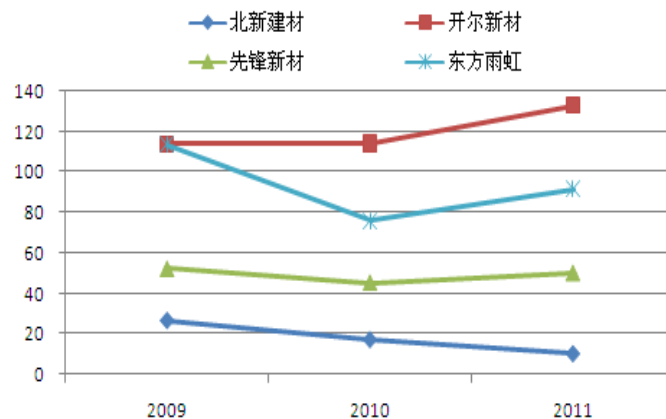


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

经营回款逐步优化

应收账款天数反映了企业的经营运行能力,也是建材企业经常面临的风险。公司的应收账款天数逐年下降,在 2011 年时应收账款天数仅为 10 天,远低于其他可比上市公司。这反映了公司对经济资源管理较好、运用效率高。

图 30: 部分可比上市公司应收账款天数情况

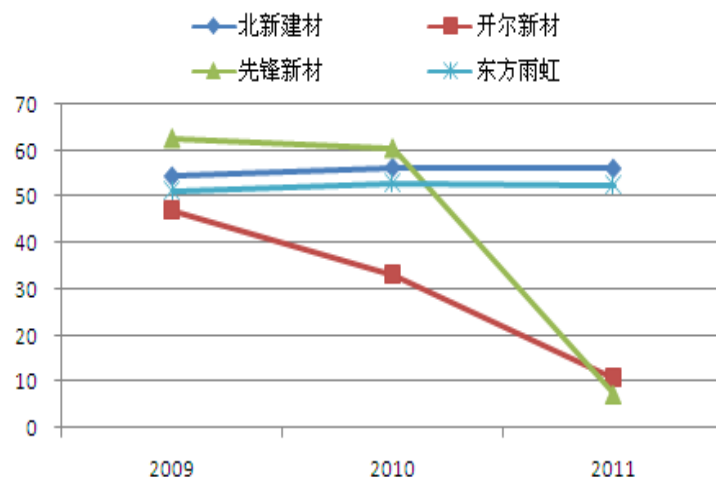


资料来源：信达证券研发中心

公司负债率较为合理

公司整体负债率在 56%左右，在建材行业的负债率中属于偏低。可比上市公司开尔新材与先锋新材在 2011 年迅速回落，主要是因为刚上市，净资产规模得到大幅提升。我们认为，随着公司营业收入的稳步增长和盈利能力的提升，未来长期债务有上非常坚实的保障。

图 31：部分可比上市公司负债率情况



数据来源：wind，信达证券研发中心

相关假设及盈利预测

综合上述分析，我们认为公司在行业内的龙头地位明显，具有较强的竞争能力，未来发展势头良好。公司目前已经在全国各地建立生产线，在 2011 年底已经达到 12 亿平方米，其规划的 20 亿平方米产能也有望提前实现。公司注重品牌推广，扩张和深化了销售渠道，销售网络布局全国。公司由于产能和销量的大幅提升获得了规模优势，成本控制能力强，对潜在进入者形成壁垒。此外，公司拥有的市场份额接近 50%，在行业内有较强的议价能力。

我们预计公司 2012-2014 年石膏板销量为 103000 万平方米、12500 万平方米和 140000 万平方米，每平方米销售均价为 5.36 元、5.34 元和 5.32 元，毛利率维持在 25% 左右。预计公司 2012-2014 年销售收入 7007.69 百万元、8489 百万元和 9570.39 百万元，通过对公司各板块业务的经营分析，我们预测公司 2012-2014 年对应的 EPS1.03 元、1.24 元和 1.40 元。

表 2: 公司石膏板经营预测

石膏板业务	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销量 (万平方米)	48000	65000	87800	103000	125000	140000
YOY(%)	-	35.42%	35.08%	17.31%	21.36%	12.00%
销售均价 (元/平方米)	5.04	5.40	5.38	5.36	5.34	5.32
平均成本 (元/平方米)	3.18	3.77	4.08	4.00	4.00	4.00
销售收入 (万元)	241739	350742	472334	552080	667500	744800
YOY(%)	39.15%	45.09%	34.67%	16.88%	20.91%	11.58%
销售成本 (万元)	152479	245133	358311	412000	500000	560000
YOY(%)	18.12%	60.77%	46.17%	14.98%	21.36%	12.00%
毛利率	36.92%	30.11%	24.14%	25.37%	25.09%	24.81%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 3: EPS 对石膏板销量以及价格的敏感性分析

销量均价 (元/平方米)	石膏板销量 (万平方米)				
	82400	92700	103000	113300	123600
5.10	0.64	0.71	0.78	0.84	0.91
5.20	0.72	0.80	0.87	0.95	1.03

5.36	0.84	0.94	1.03	1.12	1.21
5.40	0.87	0.97	1.07	1.16	1.26
5.50	0.95	1.06	1.16	1.27	1.38

资料来源：信达证券研发中心

公司估值及投资评级：

PE 相对估值法。公司的主营业务为石膏板，占到公司总营业收入的比重达 80%，但是 A 股内并无直接可比的石膏板上市公司，因此我们选取了同样属于新型建材的高新技术公司作为参考，包括开尔新材、瑞泰科技、扬子新材、东方雨虹和海螺型材。经过计算，所选样本公司 2012 年 PE 均值为 24 倍。考虑到石膏板行业的具体发展状况以及公司在行业内的龙头地位，我们认为给予公司 2012 年 16-18 倍的 PE 是合理的，对应合理价值区间为 16.48-18.54 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：行业内其他新型建材公司估值情况

公司名称	股价	总市值	EPS (元)			PE (倍)		
	(元)	(亿元)	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
开尔新材	10.6800	12.8160	0.36	0.38	0.54	29.32	27.88	19.89
瑞泰科技	5.2900	12.2199	0.25	0.20	0.29	21.34	26.03	18.09
扬子新材	9.7200	10.3693	0.55	0.44	0.56	17.68	21.97	17.37
东方雨虹	14.1300	48.5394	0.30	0.53	0.75	46.44	26.69	18.75
海螺型材	8.4000	30.2400	0.25	0.52	0.58	33.85	16.28	14.59

资料来源：wind, 信达证券研发中心 注：股价为 2012 年 9 月 27 日收盘价

风险因素

应收账款回收风险。若未来经济不景气，下游客户回款能力将减弱。

原材料价格波动风险。废纸价格波动较大，会对企业的利润产生重大影响。

房地产继续深入调控带来的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	2,153.47	2,343.74	2,776.98	3,347.59	4,277.07
货币资金	819.18	792.14	998.57	1,189.30	1,834.55
应收票据	18.21	58.05	39.95	55.44	70.04
应收账款	176.78	163.39	191.82	232.37	261.97
预付账款	243.43	220.21	256.86	311.71	352.35
存货	875.22	1,080.12	1,259.93	1,528.94	1,728.30
其他	20.66	29.85	29.85	29.85	29.85
非流动资产	5,203.61	6,171.02	6,784.19	7,287.20	7,620.95
长期投资	209.31	213.13	213.13	213.13	213.13
固定资产	3,279.55	3,653.84	4,291.39	5,395.22	5,708.56
无形资产	664.01	694.58	725.85	755.93	784.80
其他	1,050.73	1,609.47	1,553.81	922.92	914.45
资产总计	7,357.08	8,514.76	9,561.17	10,634.80	11,898.01
流动负债	3,021.21	3,500.46	3,653.87	3,861.42	4,029.69
短期借款	2,047.86	1,416.80	1,416.80	1,416.80	1,416.80
应付账款	455.87	632.66	737.99	895.55	1,012.33
其他	517.48	1,451.00	1,499.09	1,549.06	1,600.57
非流动负债	1,115.85	1,271.65	1,271.65	1,271.65	1,271.65
长期借款	421.50	508.50	508.50	508.50	508.50
其他	694.35	763.15	763.15	763.15	763.15
负债合计	4,137.06	4,772.12	4,925.53	5,133.07	5,301.35
少数股东权益	629.96	726.86	981.38	1,289.09	1,634.83
归属母公司股东权益	2,590.06	3,015.78	3,654.27	4,212.63	4,961.83
负债和股东权益	7,357.08	8,514.76	9,561.17	10,634.80	11,898.01

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,369.08	5,969.12	7,007.69	8,489.00	9,570.39
同比(%)	33.41%	36.62%	17.40%	21.14%	12.74%
归属母公司净利润	416.69	522.66	593.87	718.01	806.72
同比(%)	29.48%	25.43%	13.62%	20.90%	12.36%
毛利率(%)	27.06%	22.76%	23.25%	23.12%	22.91%
ROE (%)	17.26%	18.65%	17.81%	18.25%	17.59%
每股收益(元)	0.72	0.91	1.03	1.25	1.40
P/E	17.56	14.00	12.32	10.19	9.07
P/B	2.82	2.43	2.00	1.74	1.47
EV/EBITDA	10.70	8.20	7.15	5.99	5.35

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,369.08	5,969.12	7,007.69	8,489.00	9,570.39
营业成本	3,186.84	4,610.77	5,378.37	6,526.68	7,377.74
营业税金及附加	5.00	9.60	12.74	12.93	15.79
营业费用	201.71	188.40	210.23	254.67	287.11
管理费用	266.30	303.83	399.13	477.67	523.58
财务费用	81.40	105.03	93.91	93.00	91.93
资产减值损失	11.39	8.58	10.94	13.26	14.95
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-3.47	4.41	5.00	5.00	5.00
营业利润	612.97	747.32	907.36	1,115.78	1,264.28
营业外收入	51.83	443.98	103.77	102.19	102.48
营业外支出	12.08	355.50	13.03	11.24	10.94
利润总额	652.72	835.81	998.11	1,206.73	1,355.83
所得税	41.74	83.93	149.72	181.01	203.37
净利润	610.98	751.87	848.39	1,025.72	1,152.45
少数股东损益	194.28	229.21	254.52	307.72	345.74
归属母公司净利润	416.69	522.66	593.87	718.01	806.72
EBITDA	921.35	1,147.57	1,317.72	1,571.40	1,759.78
EPS (摊薄)	0.72	0.91	1.03	1.25	1.40

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	912.23	1,112.70	1,095.82	1,218.59	1,439.77
净利润	610.98	751.87	848.39	1,025.72	1,152.45
折旧摊销	181.05	203.48	223.26	268.30	307.57
财务费用	87.58	108.28	96.35	96.36	96.38
投资损失	-3.36	3.47	-4.41	-5.00	-5.00
营运资金变动	-4.00	45.65	-84.33	-185.60	-130.88
其它	33.15	7.82	17.14	18.80	19.24
投资活动现金流	-664.92	-987.67	-735.51	-873.99	-640.62
资本支出	-1,206.25	-1,269.82	-740.50	-878.99	-645.61
长期投资	11.86	210.27	5.00	5.00	5.00
其他	529.47	71.89	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-79.33	-151.82	-153.78	-153.78	-153.78
吸收投资	0.00	2.25	0.00	0.00	0.00
借款	126.52	156.62	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	-205.85	-310.69	-153.78	-153.78	-153.78
现金净增加额	168.04	-27.04	206.44	190.72	645.26

分析师简介

关健鑫，经济学硕士，证券从业5年，曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构，获得过2010年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名，2011年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前主要负责非金属材料、建筑与工程行业研究，坚持独立、客观、有针对性的研究风格，挖掘潜在的投资价值。目前，主要覆盖公司包括围海股份、中国玻纤等。

建筑建材行业重点覆盖公司

亚泰集团 (600881)	冀东水泥 (000401)	海螺水泥 (600585)
海螺型材 (000619)	中国玻纤 (600176)	北新建材 (000786)
围海股份 (002586)	东方园林 (002310)	江河幕墙 (601886)

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表达的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准 20% 以上；

增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。