

成本优势四季仍存，促业绩稳增长

2012年10月28日

强烈推荐/维持

北新建材

财报点评

——北新建材（000786）2012年3季报点评

王明德			执业证书编号：S1480511100001
赵军胜	010-6655 4088	邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480512070003

事件：

公司公布2012年3季度报告，前三季度实现营业收入49.13亿元，同比增长13.60%；归属于母公司所有者的净利润4.39亿元，同比增长35.16%。实现每股收益为0.76元。其中第3季度实现营业收入19.09亿元，同比增长6.09%；归属于母公司所有者的净利润为2.06亿元，同比增长49.43%，单季度实现每股收益为0.36元。

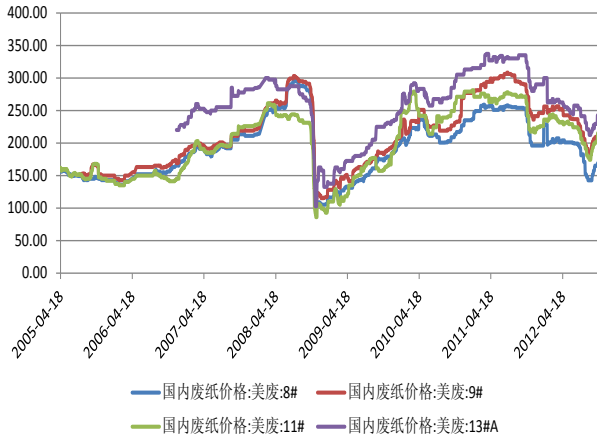
公司分季度财务指标评论：

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入（百万元）	1299.44	986.51	1538.92	1799.39	1644.31	1235.06	1769.18	1908.96
增长率（%）	46.37%	38.71%	39.88%	43.01%	26.54%	25.19%	14.96%	6.09%
毛利率（%）	27.45%	20.13%	22.94%	21.89%	25.11%	20.62%	25.53%	27.37%
期间费用率（%）	9.66%	14.27%	8.04%	9.48%	9.86%	14.28%	9.57%	10.48%
营业利润率（%）	17.72%	5.50%	14.52%	12.28%	15.11%	6.08%	15.36%	16.56%
净利润（百万元）	229.53	55.10	222.85	196.94	276.98	68.67	254.84	282.89
增长率（%）	33.50%	22.96%	25.04%	24.33%	20.67%	24.64%	14.35%	43.64%
每股盈利（季度，元）	0.276	0.058	0.266	0.239	0.345	0.081	0.323	0.358
资产负债率（%）	56.23%	57.26%	60.22%	58.95%	56.05%	57.02%	56.63%	54.98%
净资产收益率（%）	7.13%	1.69%	6.66%	5.55%	7.40%	1.80%	6.51%	6.85%
总资产收益率（%）	3.12%	0.72%	2.65%	2.28%	3.25%	0.77%	2.82%	3.08%

积极因素：

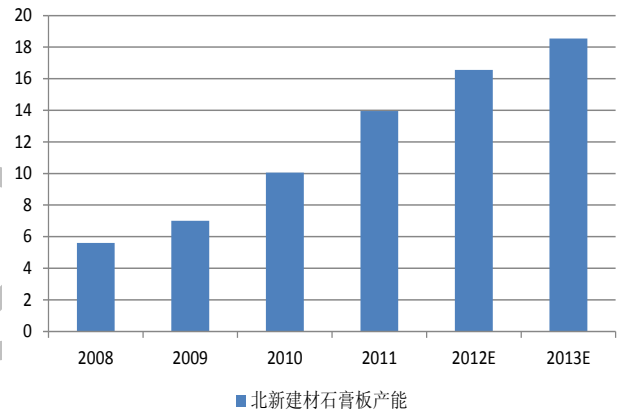
- 盈利能力提升提高业绩增速。** 2012年第3季度归属于母公司净利润同比增长49.43%，增速较第3季度提高28个百分点。2012年第3季度成本优势逐步得到体现，使得公司的盈利能力提升明显，3季度综合毛利率为27.37%，同比提高5.49个百分点，环比第2季度提高1.84个百分点。2012年2月份以来美废价格处于较低水平，8月下旬价格接近历史谷底水平，以8号美废为例，8月下旬和9月上旬跌至142美元/吨。预计第4季度成本优势还会保持在一定的水平，第4季度作为一年的旺季业绩将得到保证。
- 公司作为全球最大石膏板产业集团，产能增长将继续带动业绩提升。** 公司目前投产和试生产的产能超过16亿平方米，成为全球第一大石膏板产业集团。公司产能在2012年持续投放，预计投放产能达到2.6亿平方米。第3季度公司投产石膏板产能速度与第2季度相当，显现公司市场拓展和销售仍能够保持稳定发展，这成为公司业绩增长的物质基础。

图 1: 国内美废价格 (单位: 美元/吨)



资料来源: wind, 东兴证券

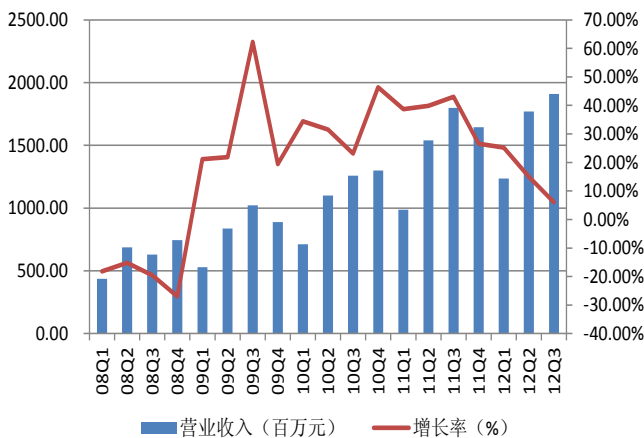
图 2: 北新建材石膏板产能变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券

- **北新房屋收入确认下降、产品销售结构变化和基数问题影响收入增速。**2012年第3季度公司收入增速较第2季度有所下降,降幅为8.87个百分点。公司产品价格3季度基本保持稳定,没有大的促销降价活动,但是产品销售的结构上出现一定变化,导致综合价格微降。同时今年前3季度北新房屋确认收入约为1.98亿元,较去年同期水平略有下降。另外还有去年第3季度收入环比增速较高,导致基数较大,这些成为收入增速下降的主要原因。

图 3: 北新建材营业收入和增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 全国石膏板产量和增速 (单位: 左轴万平方米, 右轴%)



资料来源: wind, 东兴证券

盈利预测与投资建议:

- 我们预计公司2012年~2014年的EPS分别为: 1.20元、1.36元、1.43元,以收盘价12.96元计算,对应的动态PE分别为11、10和9倍,考虑到公司第四季度影响公司业绩增长的优势还会继续,带动公司业绩的稳定增长,维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示:

- 1) 原材料成本价格超预期增长; 2) 一次装修的需求因房地产市场影响受抑大于预期。

表 1: 盈利预测及关键指标

百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	5,969	6,814	7,665	8,489
(+/-)%	36.62%	14.15%	12.50%	10.74%
经营利润 (EBIT)	852	1,169	1,266	1,343
(+/-)%	22.75%	37.12%	8.32%	6.08%
净利润	523	691	783	823
(+/-)%	25.43%	32.16%	13.32%	5.12%
每股净收益 (元)	0.909	1.201	1.361	1.431

资料来源: 东兴证券

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	5,969.12	6,813.76	14.15%	7,665.47	12.50%	8,488.75	10.74%
营业成本	4,610.77	5,071.48	9.99%	5,753.71	13.45%	6,430.23	11.76%
营业费用	188.40	211.23	12.12%	239.16	13.23%	265.70	11.09%
管理费用	303.83	346.82	14.15%	390.17	12.50%	432.08	10.74%
财务费用	105.03	108.73	3.53%	126.62	16.45%	141.03	11.38%
投资收益	4.41	4.00	-9.23%	4.00	0.00%	4.00	0.00%
营业利润	747.32	1,060.00	41.84%	1,139.33	7.48%	1,201.88	5.49%
利润总额	835.81	1,122.00	34.24%	1,274.33	13.58%	1,340.88	5.22%
所得税	83.93	135.20	61.08%	153.68	13.67%	161.98	5.40%
净利润	751.87	986.80	31.25%	1,120.65	13.56%	1,178.90	5.20%
归属母公司所有者的净利润	522.66	690.76	32.16%	782.77	13.32%	822.87	5.12%
NOPLAT	766.75	1,027.90	34.06%	1,113.28	8.31%	1,180.68	6.05%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	792.14	906.23	14.40%	996.51	9.96%	1,103.54	10.74%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	163.39	149.34	-8.60%	231.01	54.69%	232.57	0.67%
预付款项	220.21	220.21	0.00%	220.21	0.00%	220.21	0.00%
存货	1,080.12	1,111.56	2.91%	1,402.96	26.22%	1,409.36	0.46%
流动资产合计	2,343.74	2,483.01	5.94%	2,958.32	19.14%	3,084.87	4.28%
非流动资产	6,171.02	7,029.03	13.90%	8,972.25	27.65%	10,918.66	21.69%
资产总计	8,514.76	9,512.04	11.71%	11,930.57	25.43%	14,003.53	17.38%
短期借款	1,416.80	1,059.99	-25.18%	1,822.33	71.92%	1,346.72	-26.10%
应付帐款	632.66	722.51	14.20%	772.42	6.91%	968.94	25.44%
预收款项	51.76	61.98	19.75%	74.25	19.79%	88.68	19.44%
流动负债合计	3,500.46	3,309.58	-5.45%	4,167.74	25.93%	3,936.45	-5.55%
非流动负债	1,271.65	1,360.52	6.99%	1,450.52	6.62%	1,540.52	6.20%
少数股东权益	726.86	1,022.90	40.73%	1,360.77	33.03%	1,716.80	26.16%
母公司股东权益	3,015.78	3,837.22	27.24%	5,057.52	31.80%	7,056.20	39.52%
净营运资本	(1,156.72)	(826.57)	N/A	(1,209.42)	N/A	(851.58)	N/A
投入资本 IC	4,834.81	5,570.38	15.21%	7,890.62	41.65%	9,967.69	26.32%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	751.87	986.80	31.25%	1,120.65	13.56%	1,178.90	5.20%
折旧摊销	202.92	0.00	N/A	456.79	N/A	553.59	21.19%
净营运资金增加	(288.99)	330.15	N/A	(382.84)	N/A	357.84	N/A
经营活动产生现金流	1,112.70	1,884.27	69.34%	1,419.43	-24.67%	2,102.91	48.15%
投资活动产生现金流	(987.67)	(1,394.05)	N/A	(2,054.88)	N/A	(1,469.25)	N/A

融资活动产生现金流	(151.82)	(376.12)	N/A	725.73	N/A	(526.64)	N/A
现金净增(减)	(26.79)	114.09	N/A	90.28	-20.87%	107.03	18.55%

东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，3年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。