

证券研究报告

公司研究——事项点评

北新建材 (000786.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2012.10.29

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

徐林锋 研究助理

联系电话: +86 10 63080935

邮箱: xulinfeng@cindasc.com

相关研究

《行业龙头, 价值依旧》2012.10.09

《业绩符合预期, 快速成长的石膏板龙头》

2012.10.29

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

受益于新城镇化与绿色建筑, 市场前景广阔

2013年1月4日

目标价: 20.1元

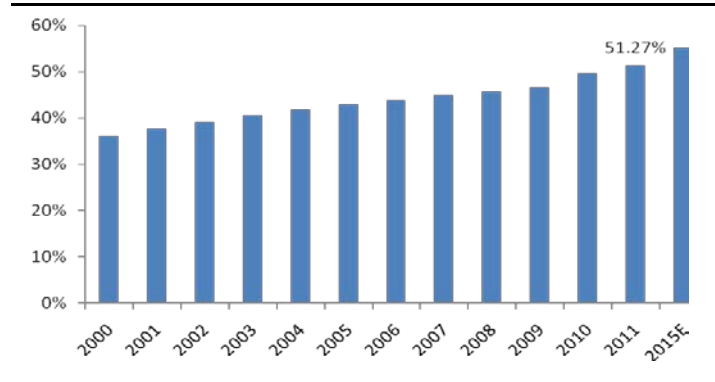
- **新城镇化建设创造广阔市场空间。**近期, 新城镇化建设成为关注热点, 新一届政府有关领导人近期提出走新型城镇化建设道路, 以此来破解城乡二元结构难题, 我们认为城市化建设的加快将为石膏板这一“大众消费品”行业创造广阔的市场空间。2011年末我国城市化率达到51.27%, 表明我国城市化进程取得重大突破, 目前我国已处于城市化中后期, 传统基建(铁路、道路)等投资增速趋于稳定, 并且新城镇化更加注重“质”, 而非简单意义上“量”的变化, 因此与人们生活质量相关的城市配套设施如排水排污系统、城市轨道交通、轻质墙体等新型建材更具备增长空间。我们预计2015年城市化率将超过55%。
- **绿色建筑政策推动石膏板行业发展。**建筑材料行业整体能耗大, 其生产能耗占全国能耗的9%左右, 占工业能耗15%左右。我国自2006年起先后颁布十余部有关推广新型建材的法律法规及政策。石膏板符合绿色建筑的要求, 不仅使房屋功能得到改善以满足居住和办公的特定需求, 也与国家节能环保经济发展方向相一致, 因此得到国家政策大力支持。
- **我国人均消费量仍有较大提升空间。**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。
- **公司价值依旧。**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。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司2012每股收益1.03元, 考虑到新城镇化建设以及绿色建筑政策对行业发展的推动作用, 我们上调公司2013-2014每股收益至1.34元(+7.20%)、1.55元(+10.71%), 对应2012年12月28日收盘价(17.25元)的市盈率分别为17倍、13倍、11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2013年15倍的PE较为合理, 上调目标目标价至20.1元(+14.79%)。我们维持对其“买入”评级。
- **风险因素:** 城镇化推进速度低于预期; 应收账款周转风险; 原材料价格波动风险; 房地产继续深入调控带来的风险。

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	8,942.80	10,324.01
增长率 YoY %	33.41%	36.62%	17.40%	27.61%	15.44%
净利润(百万元)	416.69	522.66	593.87	773.27	892.67
增长率 YoY%	29.48%	25.43%	13.62%	30.21%	15.44%
毛利率%	27.06%	22.76%	23.25%	23.44%	23.30%
净资产收益率 ROE%	17.26%	18.65%	17.35%	19.10%	19.05%
每股收益 EPS(元)	0.72	0.91	1.03	1.34	1.55
市盈率 P/E(倍)	24.14	19.25	16.94	13.01	11.27
市净率 P/B(倍)	3.88	3.34	2.63	2.36	1.97

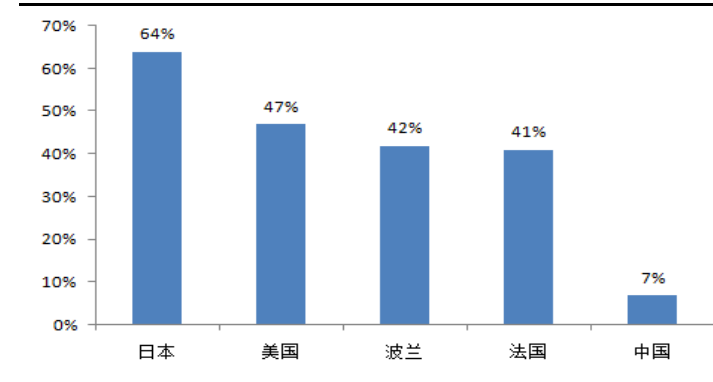
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2012年12月31日收盘价

图 1: 中国城市化率稳步提升



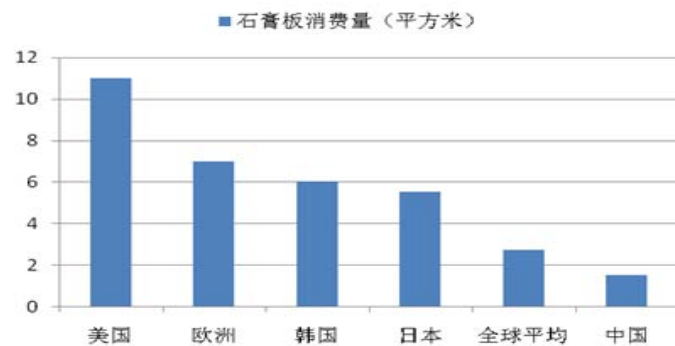
资料来源国家统计局, 信达证券研发中心整理

图 2: 各国新型轻质建筑材料占墙体材料的比例情况



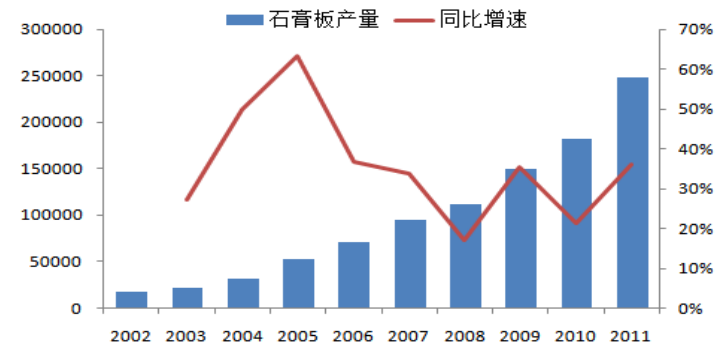
资料来源: 太空板业招股说明书, 信达证券研发中心

图 3: 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

图 4: 我国石膏板产量及同比增速 (单位: 万平方米)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

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	3,307.23	4,331.39
现金	819.18	792.14	998.57	1,043.30	1,710.23
应收账款	18.21	58.05	39.95	58.40	75.56
其它应收款	176.78	163.39	191.82	244.79	282.60
预付账款	243.43	220.21	256.86	326.99	378.18
存货	875.22	1,080.12	1,259.93	1,603.90	1,854.99
其他	20.66	29.85	29.85	29.85	29.85
非流动资产	5,203.61	6,171.02	6,961.05	7,463.78	7,869.70
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	5,412.53	5,807.98
无形资产	664.01	694.58	725.85	755.93	784.80
其他	1,050.73	1,609.47	1,730.67	1,082.20	1,063.78
资产总计	7,357.08	8,514.76	9,738.03	10,771.01	12,201.10
流动负债	3,021.21	3,500.46	3,653.87	3,918.68	4,131.04
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	939.46	1,086.53
其他	517.48	1,451.00	1,499.09	1,562.42	1,627.71
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	5,190.34	5,402.70
少数股东权益	629.96	726.86	981.38	1,312.78	1,695.35
归属母公司股东权益	2,590.06	3,015.78	3,831.12	4,267.90	5,103.05
负债和股东权益	7,357.08	8,514.76	9,738.03	10,771.01	12,201.10

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	8,942.80	10,324.01
同比	33.41%	36.62%	17.40%	27.61%	15.44%
归属母公司净利润	416.69	522.66	593.87	773.27	892.67
同比	29.48%	25.43%	13.62%	30.21%	15.44%
毛利率	27.06%	22.76%	23.25%	23.44%	23.30%
ROE	17.26%	18.65%	17.35%	19.10%	19.05%
每股收益(元)	0.72	0.91	1.03	1.34	1.55
P/E	24.14	19.25	16.94	13.01	11.27
P/B	3.88	3.34	2.63	2.36	1.97
EV/EBITDA	13.68	10.60	9.23	7.30	6.38

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	8,942.80	10,324.01
营业成本	3,186.84	4,610.77	5,378.37	6,846.68	7,918.52
营业税金及附加	5.00	9.60	12.74	13.63	17.03
营业费用	201.71	188.40	210.23	268.28	309.72
管理费用	266.30	303.83	399.13	503.20	564.81
财务费用	81.40	105.03	93.91	93.38	94.06
资产减值损失	11.39	8.58	10.94	13.96	16.12
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	1,208.67	1,408.74
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	1,299.61	1,500.28
所得税	41.74	83.93	149.72	194.94	225.04
净利润	610.98	751.87	848.39	1,104.67	1,275.24
少数股东损益	194.28	229.21	254.52	331.40	382.57
归属母公司净利润	416.69	522.66	593.87	773.27	892.67
EBITDA	921.35	1,147.57	1,317.72	1,664.66	1,906.82
EPS (摊薄)	0.72	0.91	1.03	1.34	1.55

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	1,249.45	1,536.02
净利润	610.98	751.87	848.39	1,104.67	1,275.24
折旧摊销	181.05	203.48	223.26	268.68	310.16
财务费用	87.58	108.28	96.35	96.36	96.38
投资损失	-262.67	3.47	-4.41	-5.00	-5.00
营运资金变动	-4.00	45.65	-84.33	-234.67	-161.00
其它	33.15	7.82	17.14	19.40	20.24
投资活动现金流	-664.92	-987.67	-735.51	-1,050.85	-715.20
资本支出	-1,206.25	-1,269.82	-740.50	-1,055.84	-720.19
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
短期借款	0.00	2.25	0.00	0.00	0.00
长期借款	126.52	156.62	0.00	0.00	0.00
其他	205.85	310.69	153.78	153.78	153.78
现金净增加额	168.04	-27.04	206.44	44.73	666.93

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。

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
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@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；本报告所表述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理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。