

北新建材 (000786.SZ)

其它非金属行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

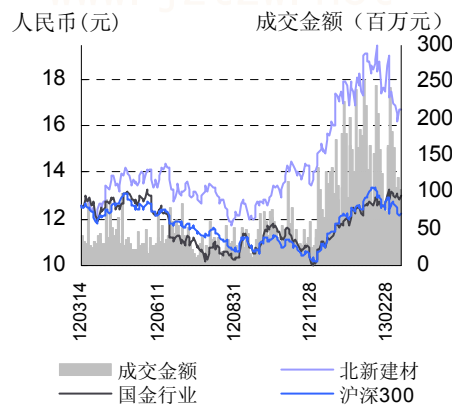
市价(人民币): 16.70元

## 北新建材 2012 年业绩的点评

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	575.09
总市值(百万元)	96.05
年内股价最高最低(元)	19.46/11.70
沪深 300 指数	2534.27
深证成指	9087.25



## 相关报告

1. 《北新建材 2012 年 3 季度业绩点评》, 2012.10.29
2. 《周期性特征不明显的周期品》, 2012.8.19

黄诗涛 分析师 SAC 执业编号: S1130512080004  
(8621)61357457  
huangst@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)61038234  
hegw@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.909	1.177	1.402	1.702	2.001
每股净资产(元)	5.24	6.13	7.23	7.97	9.67
每股经营性现金流(元)	1.93	1.97	2.29	3.17	3.62
市盈率(倍)	12.02	14.86	11.90	9.80	8.34
行业优化市盈率(倍)	20.11	34.21	37.36	37.36	37.36
净利润增长率(%)	25.43%	29.48%	19.11%	21.41%	17.58%
净资产收益率(%)	17.33%	19.19%	19.37%	21.35%	20.69%
总股本(百万股)	575.15	575.15	575.15	575.15	575.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 北新建材于 3 月 14 日公布年报: 全年实现收入 66.9 亿, 同比增长 12%; 归属于母公司的净利润为 6.8 亿, 同比增长 29.5%; 以期末股本计算的 EPS 为 1.18 元/股。
- 利润分配: 公司拟以 2012 年末股本为基数, 每 10 股派 3.177 元(含税)。

## 经营分析

- 量增价稳, 毛利率提升: 随着渠道下沉和产能释放, 石膏板销售保持了快速增长。全年共销售 10.53 亿平方米, 同比增长 20.1%。石膏板业务收入为 55.5 亿, 同比增长 17.5%。受益于煤价的下跌, 石膏板业务毛利率同比提高 2.9 个百分点, 为 27.1%。
- 期间费用率略有上升: 期间费用率为 11.3%, 同比上升约 1.3 个百分点, 其中销售费用率上升 0.6 个百分点, 财务费用率上升 0.5 个百分点, 主要原因是市场拓展和物流费用以及借款利率上升。
- 着力培育新的增长点: 公司规划 2015 年石膏板达到 20 亿平方米产能的规模, 同时, 公司着力培育新的利润增长点, 力争 3 年内成为亚洲最大的矿棉板生产企业, 在石膏板产业的基础上发展成为中国最大的工厂化房屋和部品制造商。

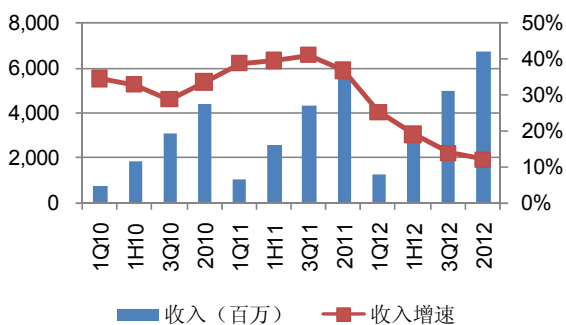
## 投资建议

- 在市占率已经接近 50% 以及后续产能规划放缓的情况下, 公司未来的成长更多依赖行业本身的增长, 我们认为石膏板产品显著区别于其他建筑一次新开工相关的建材产品比如塑料管道等, 有很大一块增长来自于二次装修, 以及市场渠道不断下沉带来的增量(比如三四线城市)。
- 在目前仍以一次新开工为主的需求格局下, 房地产销售主导了公司价值的变化方向, 而美废和煤炭价格走势对于 EPS 的短期影响较大。我们预计上半年仍可看到业绩的同比高增长, 而估值的走向需要进一步观察房地产新“国五条”带来的影响。从长期来看, 作为制造企业, 公司的竞争力无容置疑, 开拓矿棉板和工厂化房屋的新盈利点或将造就新的成功。
- 预计 2013~2015 年 EPS 分别为 1.40、1.70、2.00 元/股, 给予“增持”评级。

### 量增价稳，毛利率提升

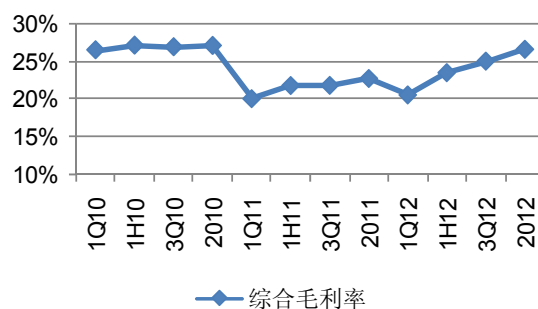
- 随着渠道下沉和产能释放，石膏板销售保持了快速增长。全年共销售 10.53 亿平米，同比增长 20.1%。石膏板业务收入为 55.5 亿，同比增长 17.5%。受益于煤价的下跌，石膏板业务毛利率同比提高 2.9 个百分点，为 27.1%。
- 4 季度单季度实现收入 17.7 亿，同比增长 7.8%，增速环比回升 1.7 个百分点。4 季度单季度毛利率为 30.8%，环比上升 3.4 个百分点。

图表1. 收入及增速



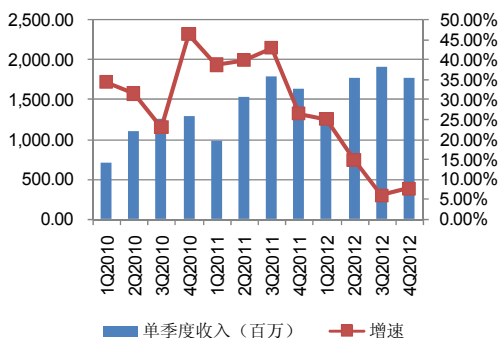
来源：公司公告、国金证券研究所

图表2. 综合毛利率



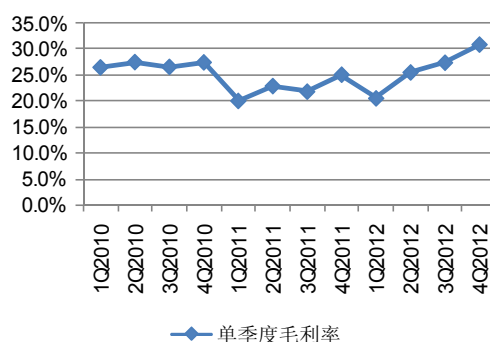
来源：公司公告、国金证券研究所

图表3. 单季度收入及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表4. 单季度毛利率

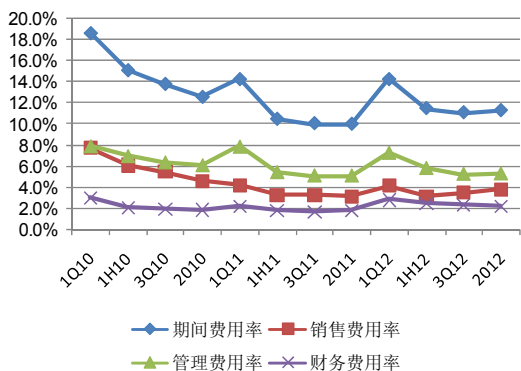


来源：公司公告、国金证券研究所

### 期间费用率略有上升

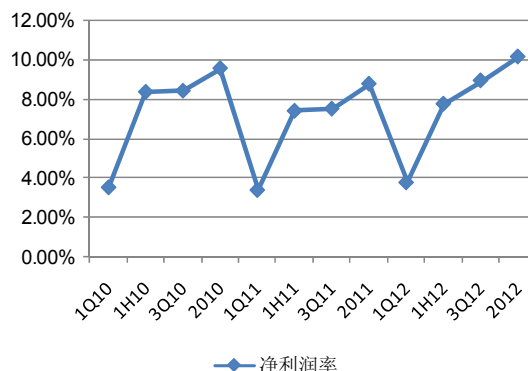
- 期间费用率为 11.3%，同比上升约 1.3 个百分点，其中销售费用率上升 0.6 个百分点，财务费用率上升 0.5 个百分点，主要原因是市场拓展和物流费用以及借款利率上升。

图表5. 期间费用率



来源：公司公告、国金证券研究所

图表6. 净利润率

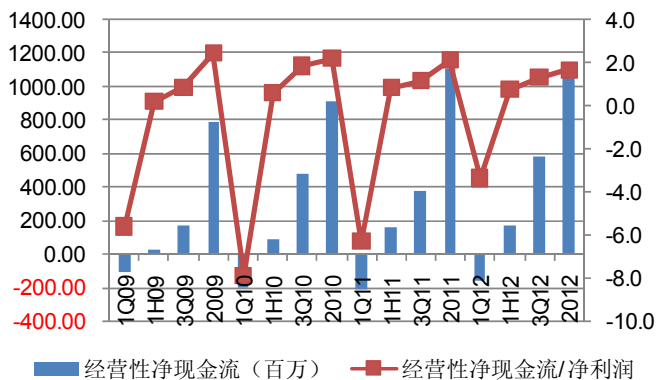


来源：公司公告、国金证券研究所

### 现金流状况依旧强劲

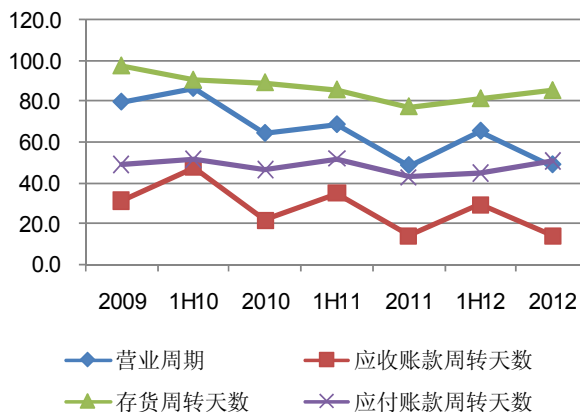
- 经营性净现金流为 11.3 亿，营业周期为 49 天，同比基本持平。分结构看，存货周转略有下降，同时应付帐款周期拉长。

图表7. 经营性净现金流



来源：公司公告、国金证券研究所

图表8. 周转率指标

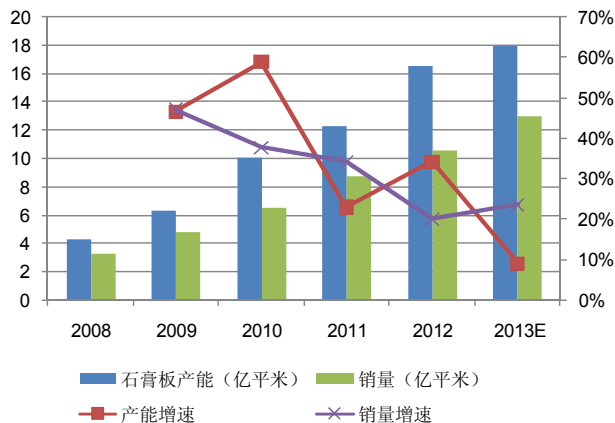


来源：公司公告、国金证券研究所

### 着力培育新的增长点

- 2012 年公司市占率或接近 50%，公司规划 2015 年达到 20 亿平米产能的规模，随着产能快速扩张，公司的规模效应和市场地位将得到进一步强化。
- 同时，公司着力培育新的利润增长点：力争 3 年内成为亚洲最大的矿棉板生产企业，在石膏板产业的基础上发展成为中国最大的工厂化房屋和部品制造商。

图表9. 产能及销量预测



来源：公司公告、国金证券研究所

### 投资建议

- 在市占率已经接近 50% 以及后续产能规划放缓的情况下，公司未来的成长更多依赖行业本身的增长，我们认为石膏板产品显著区别于其他建筑一次新开工相关的建材产品比如塑料管道等，有很大一块增长来自于二次装修，以及市场渠道不断下沉带来的增量（比如三四线城市）。
- 在目前仍以一次新开工为主的需求格局下，房地产销售主导了公司价值的变化方向，而美废和煤炭价格走势对于 EPS 的短期影响较大。我们预计上半年仍可看到业绩的同比高增长，而估值的走向需要进一步观察房地产新“国五条”带来的影响。从长期来看，作为制造企业，公司的竞争力毋庸置疑，开拓矿棉板和工业化房屋的新盈利点或将造就新的成功。

■ 预计 2013~2015 年 EPS 分别为 1.40、1.70、2.00 元/股，给予“增持”评级。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,275</b>	<b>4,369</b>	<b>5,969</b>	<b>6,974</b>	<b>8,339</b>	<b>9,823</b>	货币资金	651	819	792	800	900	1,000
增长率		33.4%	36.6%	16.8%	19.6%	17.8%	应收款项	314	216	251	309	369	435
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,263</b>	<b>-3,187</b>	<b>-4,611</b>	<b>-5,262</b>	<b>-6,313</b>	<b>-7,452</b>	存货	681	875	1,080	1,153	1,384	1,633
%销售收入	69.1%	72.9%	77.2%	75.5%	75.7%	75.9%	其他流动资产	391	243	220	265	318	375
<b>毛利</b>	<b>1,012</b>	<b>1,182</b>	<b>1,358</b>	<b>1,711</b>	<b>2,026</b>	<b>2,371</b>	流动资产	2,038	2,153	2,344	2,527	2,970	3,443
%销售收入	30.9%	27.1%	22.8%	24.5%	24.3%	24.1%	%总资产	34.0%	29.3%	27.5%	27.8%	29.1%	32.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-9</b>	<b>-5</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>-20</b>	长期投资	212	209	213	214	213	213
%销售收入	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	3,298	4,259	5,197	5,707	6,464	6,392
<b>营业费用</b>	<b>-191</b>	<b>-202</b>	<b>-188</b>	<b>-223</b>	<b>-267</b>	<b>-314</b>	%总资产	55.0%	57.9%	61.0%	62.8%	63.4%	60.7%
%销售收入	5.8%	4.6%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	无形资产	406	692	722	640	554	482
<b>管理费用</b>	<b>-193</b>	<b>-266</b>	<b>-304</b>	<b>-363</b>	<b>-434</b>	<b>-511</b>	非流动资产	3,956	5,204	6,171	6,563	7,233	7,090
%销售收入	5.9%	6.1%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%	%总资产	66.0%	70.7%	72.5%	72.2%	70.9%	67.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>619</b>	<b>709</b>	<b>857</b>	<b>1,112</b>	<b>1,309</b>	<b>1,526</b>	<b>资产总计</b>	<b>5,994</b>	<b>7,357</b>	<b>8,515</b>	<b>9,090</b>	<b>10,203</b>	<b>10,532</b>
%销售收入	18.9%	16.2%	14.3%	15.9%	15.7%	15.5%	短期借款	1,458	2,121	1,591	2,464	2,428	1,397
<b>财务费用</b>	<b>-72</b>	<b>-81</b>	<b>-105</b>	<b>-146</b>	<b>-178</b>	<b>-190</b>	应付款项	699	859	1,286	1,449	1,738	2,052
%销售收入	2.2%	1.9%	1.8%	2.1%	2.1%	1.9%	其他流动负债	661	41	624	225	236	247
<b>资产减值损失</b>	<b>-19</b>	<b>-11</b>	<b>-9</b>	<b>-18</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>	流动负债	2,818	3,021	3,500	4,139	4,402	3,696
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	358	422	509	509	509	510
<b>投资收益</b>	<b>3</b>	<b>-3</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	其他长期负债	84	694	763	0	0	0
%税前利润	0.6%	n.a	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	<b>负债</b>	<b>3,260</b>	<b>4,137</b>	<b>4,772</b>	<b>4,647</b>	<b>4,911</b>	<b>4,206</b>
<b>营业利润</b>	<b>532</b>	<b>613</b>	<b>747</b>	<b>949</b>	<b>1,116</b>	<b>1,321</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,239</b>	<b>2,590</b>	<b>3,016</b>	<b>3,516</b>	<b>4,146</b>	<b>4,940</b>
营业利润率	16.2%	14.0%	12.5%	13.6%	13.4%	13.4%	少数股东权益	494	630	727	927	1,147	1,387
<b>营业外收支</b>	<b>12</b>	<b>40</b>	<b>88</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,994</b>	<b>7,357</b>	<b>8,515</b>	<b>9,090</b>	<b>10,203</b>	<b>10,532</b>
<b>税前利润</b>	<b>543</b>	<b>653</b>	<b>836</b>	<b>969</b>	<b>1,136</b>	<b>1,341</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	16.6%	14.9%	14.0%	13.9%	13.6%	13.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>所得税</b>	<b>-80</b>	<b>-42</b>	<b>-84</b>	<b>-97</b>	<b>-114</b>	<b>-134</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.7%	6.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.560	0.724	0.909	1.169	1.395	1.681
<b>净利润</b>	<b>463</b>	<b>611</b>	<b>752</b>	<b>873</b>	<b>1,022</b>	<b>1,207</b>	每股净资产	3.893	4.503	5.243	6.113	7.208	8.589
少数股东损益	142	194	229	200	220	240	每股经营现金净流	1.366	1.586	1.935	1.342	2.592	2.955
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>322</b>	<b>417</b>	<b>523</b>	<b>673</b>	<b>802</b>	<b>967</b>	每股股利	0.120	0.165	0.290	0.300	0.300	0.300
净利率	9.8%	9.5%	8.8%	9.6%	9.6%	9.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	14.37%	16.09%	17.33%	19.13%	19.36%	19.57%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	5.37%	5.66%	6.14%	7.40%	7.86%	9.18%
<b>净利润</b>	<b>463</b>	<b>611</b>	<b>752</b>	<b>873</b>	<b>1,022</b>	<b>1,207</b>	投入资本收益率	11.59%	11.52%	13.18%	13.49%	14.31%	16.68%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>169</b>	<b>192</b>	<b>212</b>	<b>338</b>	<b>355</b>	<b>372</b>	主营业务收入增长率	31.20%	33.41%	36.62%	16.83%	19.58%	17.79%
非经营收益	78	96	110	162	173	187	EBIT增长率	163.79%	14.60%	20.77%	29.77%	17.74%	16.61%
营运资金变动	86	14	40	-600	-61	-66	净利润增长率	33.77%	29.48%	25.43%	28.67%	19.32%	20.47%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>796</b>	<b>914</b>	<b>1,113</b>	<b>772</b>	<b>1,491</b>	<b>1,699</b>	总资产增长率	19.72%	22.75%	15.74%	6.75%	12.25%	3.22%
资本开支	-644	-1,206	-1,270	-715	-989	-190	<b>资产管理能力</b>						
投资	-111	-23	-48	-1	0	0	应收账款周转天数	31.3	21.6	14.2	15.0	15.0	15.0
其他	31	564	330	3	3	3	存货周转天数	97.3	89.1	77.4	80.0	80.0	80.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-724</b>	<b>-665</b>	<b>-988</b>	<b>-714</b>	<b>-987</b>	<b>-188</b>	应付账款周转天数	49.1	46.5	43.1	45.0	45.0	45.0
股权募资	27	0	2	0	0	0	固定资产周转天数	310.2	275.3	224.2	222.9	210.8	187.4
债权募资	241	127	157	112	-36	-1,030	<b>偿债能力</b>						
其他	-139	-206	-311	-163	-368	-382	净负债/股东权益	42.62%	53.52%	34.93%	48.90%	38.49%	14.33%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>130</b>	<b>-79</b>	<b>-152</b>	<b>-50</b>	<b>-404</b>	<b>-1,412</b>	EBIT利息保障倍数	8.6	8.7	8.2	7.6	7.3	8.1
<b>现金净流量</b>	<b>201</b>	<b>169</b>	<b>-26</b>	<b>8</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	资产负债率	54.39%	56.23%	56.05%	51.13%	48.13%	39.93%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	5	6	7	26
增持	0	0	1	1	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.06	1.08	1.21

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-19	增持	12.83	N/A
2 2012-10-29	增持	13.29	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)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,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“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金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,国金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,国金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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net