

**其他建材**

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

**北新建材**

**000786**

**强烈推荐**

**扩张加速, 20亿m<sup>2</sup>布局将提前完成**

公司18日晚公布了近期石膏板投资新增项目及调整项目, 共计12条石膏板生产线, 投资金额合计3.56亿元。这些项目投产后公司将提前完成“十二五”规划的20亿m<sup>2</sup>。

**投资要点:**

- **新扩张带来2.2亿m<sup>2</sup>的石膏板增量, “十二五”规划将于14年提前完成。**公司本次新增3条线共1.2亿m<sup>2</sup>, 同时将原有9条生产线的规模由3.2亿m<sup>2</sup>提高至4.2亿m<sup>2</sup>, 合计增量共有2.2亿m<sup>2</sup>。以约1年的建设周期推算, 这些生产线将于14年投产, 则总体明年产能将达到20.37亿m<sup>2</sup>。公司原来的“十二五”规划20亿m<sup>2</sup>将提前完成, 进度超预期。
- **新产能绝大部分来源于泰山石膏, 中低端市场仍为主要拓展空间。**本次3条新线中两条属于泰山石膏, 而涉及调整的9条原有线也皆为泰山石膏。泰山主要面向中低端, 规模上调说明中低端市场需求较好, 这也符合近年来公司通过抢占中小企业份额实现快速增长的做法。在明年所有生产线投产后, 不排除公司会进一步提高石膏板产能规划的可能。
- **新投资共3.56亿元, 资金压力不大。**3条新线共需3.56亿元, 而9条原有线规模提升并不需要新增投资。公司目前负债率52.6%, 账上现金有7亿元, 该投资相对来说资金压力不大。
- **投资建议:**3条新线在年报中已公布, 而9条原有线规模调整超过预期。由于泰山一直执行满产满销政策, 新产能在明年投产后将直接增加销量。我们上调14与15年EPS分为0.05元与0.01元。预计13-15年1.5、1.83与2.02元。目前对应13年估值仅11倍, 且上半年将实现强劲增长, 继续强烈推荐。

**6-12个月目标价:** 20.00元

当前股价: 16.73元

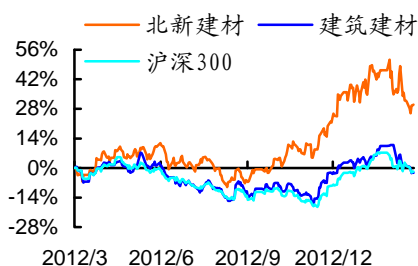
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2240.02
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	96
EPS	1.18
每股净资产(元)	6.13
资产负债率	52.6%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
北新建材	-11.11%	8.43%	36.24%
建筑建材	-14.08%	-2.48%	7.44%
沪深300	-8.58%	5.67%	11.96%



**相关报告**

**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	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6685	7669	9175	10169
收入同比(%)	12%	15%	20%	11%
归属母公司净利润	677	865	1051	1164
净利润同比(%)	29%	28%	21%	11%
毛利率(%)	26.6%	27.4%	27.2%	26.9%
ROE(%)	19.2%	19.7%	19.3%	17.6%
每股收益(元)	1.18	1.50	1.83	2.02
P/E	14.18	11.09	9.13	8.24
P/B	2.72	2.18	1.76	1.45
EV/EBITDA	10	7	6	6

资料来源: 中投证券研究所

## 一、公司产能情况

表 1 公司本次投资项目内容:

新建生产线	规模 (万m <sup>2</sup> )	投产日期	所属品牌
浙江海盐县	3000	2014 年	龙牌
山东威海	4000	2014 年	泰山
安徽宣城	5000	2014 年	泰山
<b>合计新增产能</b>	<b>12000</b>		

生产线调整	原规模 (万m <sup>2</sup> )	调整后规模 (万m <sup>2</sup> )	原定投产日期	所属品牌
河南偃师一期	3000	5000	2010 年	泰山
安徽铜陵	3000	5000	2010 年	泰山
贵州福泉	2000	3000	2011 年	泰山
四川什邡	3000	5000	2011 年	泰山
河南偃师二期	4000	5000	2012 年	泰山
江苏南通	4000	3000	2011 年	泰山
辽宁绥中	4000	5000	2012 年	泰山
湖北武穴	5000	6000	2012 年	泰山
安徽巢湖	4000	5000	2012 年	泰山
	32000	42000		
<b>合计新增产能</b>	<b>10000</b>			

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 1 公司石膏板产能规划

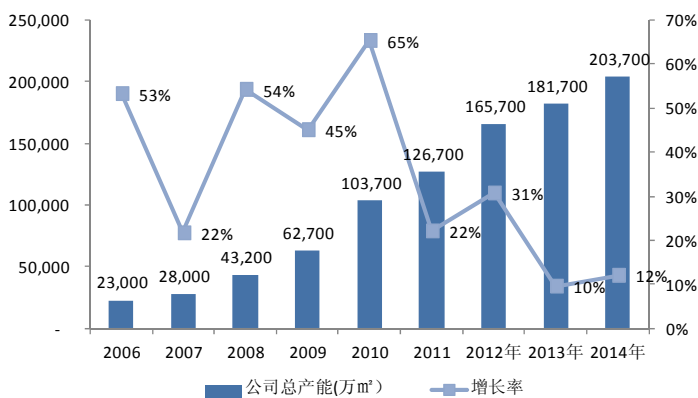
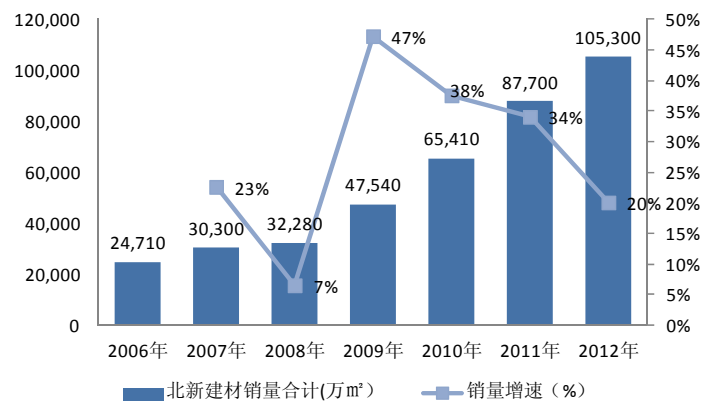


图 2 公司石膏板销量情况



资料来源: 中投证券研究所、公司公告

## 二、盈利预测

**表 2 公司盈利预测**

	2012	2013	2014	2015
<b>泰山石膏</b>	1.09	1.09	1.08	1.01
产能 (万平方米)	99,700	121,700	140,700	140,700
<b>产销率</b>	90.3%	89.0%	93.0%	101.0%
销量 (万平方米)	90,029	108,313	130,851	142,107
增速 (%)	21.3%	20.3%	20.8%	8.6%
价格 (元/平米)	4.96	4.95	4.95	4.96
收入 (万元)	446,544	536,149	647,712	704,851
<b>龙牌</b>	0.35	0.38	0.37	0.40
产能 (万平方米)	47,000	60,000	63,000	63,000
<b>产销率</b>	32.7%	30.0%	36.0%	40.0%
销量 (万平方米)	15,369	18,000	22,032	25,200
增速 (%)	14.0%	17.1%	22.4%	14.4%
价格 (元/平米)	7.16	7.15	7.15	7.17
收入 (万元)	110,042	128,700	157,529	180,684
<b>石膏板业务</b>				
总产能 (万平方米)	146,700	181,700	203,700	203,700
总销量 (万平方米)	105,398	126,313	152,883	167,307
增速 (%)	20.2%	19.8%	21.0%	9.4%
收入 (万元)	555,130	664,849	805,241	885,535
增速 (%)	17.5%	19.8%	21.1%	10.0%
成本 (万元)	404,967	472,043	578,163	642,013
增速 (%)	13.0%	16.6%	22.5%	11.0%
毛利率 (%)	27.1%	29.0%	28.2%	27.5%
<b>其它产品</b>				
收入 (万元)	113,386	102,048	112,252	131,335
增速 (%)	-9.0%	-10.0%	10.0%	17.0%
成本 (万元)	86,036	84,699	89,802	101,128
增速 (%)	-16.3%	-1.6%	6.0%	12.6%
毛利率 (%)	24.1%	17.0%	20.0%	23.0%
<b>主营收入合计 (万元)</b>	<b>668,516</b>	<b>766,897</b>	<b>917,494</b>	<b>1,016,870</b>
增速 (%)	12.0%	14.7%	19.6%	10.8%
<b>主营成本合计 (万元)</b>	<b>491,003</b>	<b>556,743</b>	<b>667,965</b>	<b>743,141</b>
增速 (%)	6.5%	13.4%	20.0%	11.3%
毛利率 (%)	26.6%	27.4%	27.2%	26.9%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3/6

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	2550	3006	4263	5928	<b>营业收入</b>	6685	7669	9175	10169
现金	660	1002	1860	3256	营业成本	4910	5567	6680	7431
应收账款	217	225	270	299	营业税金及附加	18	20	18	20
其它应收款	38	44	52	58	营业费用	252	276	321	356
预付账款	377	278	334	372	管理费用	355	406	481	533
存货	1215	1384	1660	1847	财务费用	150	130	127	105
其他	43	73	87	97	资产减值损失	8	8	9	10
<b>非流动资产</b>	6868	7615	8176	8507	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	219	212	212	212	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	4963	5530	6070	6444	<b>营业利润</b>	999	1261	1539	1713
无形资产	753	838	905	976	营业外收入	340	80	90	100
其他	933	1035	989	875	营业外支出	290	5	10	20
<b>资产总计</b>	9418	10621	12440	14435	<b>利润总额</b>	1049	1336	1619	1793
<b>流动负债</b>	3887	3584	3798	4030	所得税	114	137	164	181
短期借款	1777	2000	2000	2000	<b>净利润</b>	935	1199	1455	1612
应付账款	732	768	935	1115	少数股东损益	258	334	405	448
其他	1378	816	862	915	<b>归属母公司净利润</b>	677	865	1051	1164
<b>非流动负债</b>	1070	1376	1526	1677	EBITDA	1149	1663	1980	2172
长期借款	521	621	721	871	EPS (元)	1.18	1.50	1.83	2.02
其他	549	755	805	806					
<b>负债合计</b>	4957	4961	5324	5707					
少数股东权益	934	1268	1673	2121	<b>主要财务比率</b>				
股本	575	575	575	575	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
资本公积	510	510	510	510	<b>成长能力</b>				
留存收益	2442	3308	4358	5522	营业收入	12.0%	14.7%	19.6%	10.8%
归属母公司股东权益	3527	4393	5444	6607	营业利润	33.7%	26.2%	22.0%	11.3%
<b>负债和股东权益</b>	9418	10621	12440	14435	归属于母公司净利润	29.5%	27.9%	21.4%	10.7%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	26.6%	27.4%	27.2%	26.9%
					净利率	10.1%	11.3%	11.5%	11.4%
					ROE	19.2%	19.7%	19.3%	17.6%
					ROIC	15.8%	17.5%	19.1%	20.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	52.6%	46.7%	42.8%	39.5%
					净负债比率	49.18%	55.26%	52.99%	52.06%
					流动比率	0.66	0.84	1.12	1.47
					速动比率	0.34	0.45	0.68	1.01
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.75	0.77	0.80	0.76
					应收账款周转率	30	34	36	35
					应付账款周转率	7.20	7.42	7.84	7.25
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.18	1.50	1.83	2.02
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.97	2.13	3.12	3.54
					每股净资产(最新摊薄)	6.13	7.64	9.46	11.49
					<b>估值比率</b>				
					P/E	14.18	11.09	9.13	8.24
					P/B	2.72	2.18	1.76	1.45
					EV/EBITDA	10	7	6	6

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
2012-03-14	北新建材—利润率继续快速上升，13年上半年增长更为强劲
2012-10-29	北新建材—毛利率步入快速提升通道，未来持续增长仍可期
2012-09-26	北新建材—石膏板需求无忧，盈利回升预计将体现
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—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

## 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