



买入 **25% ↑**
目标价格: 人民币 21.83

000786.CH

价格: 人民币 17.46

目标价格基础: 15倍13年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(0)	4	3	28
相对新华富时 A50 指数	5	8	8	30

发行股数(百万)	575
流通股(%)	48
流通股市值(人民币 百万)	10,065
3个月日均交易额(人民币 百万)	66
净负债比率(%) (2013E)	35
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	52

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年4月17日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑及基建

李攀, CFA*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

*董馨谣为本报告重要贡献者

北新建材

稳健发展的石膏板行业龙头, 估值具备吸引力

北新建材近几年在全国进行石膏板产业布局, 产能发展迅速, 业绩也得到高速增长。公司的净资产收益率稳步提升, 近几年年均上升1.8个百分点, 达到2012年的20.7%, 公司资产负债率水平较为稳定。作为石膏板行业龙头企业, 北新建材在销售网络、生产技术、资源掌控等方面都具有较强优势, 而我国石膏板建材应用的推广程度仍有较大成长空间, 未来城镇化和新农村建设都将对石膏板等新型建材的需求有较强拉动作用。公司在保持石膏板主业发展的同时, 计划培育新的业绩增长点: 矿棉板和新型房屋业务, 计划在未来三年发展成亚洲最大的矿棉板企业。公司具有较强的成长和盈利能力, 而且估值较为便宜, 我们首次覆盖给予买入评级, 目标价格为21.83元。

支撑评级的要点

- 公司2012年底石膏板产业规模达到16.5亿平方米(包括试生产), 成为全球最大石膏板产业集团, 计划在2015年完成20亿平方米的石膏板产能布局。公司旗下龙牌和泰山石膏板分别覆盖高端和中低端需求, 2012年销量达到10.53亿平方米, 石膏板市场占有率达到49.6%。
- 公司拥有遍布全国的经销商销售网络, 这种模式能够充分利用当地的网络关系。公司只对一级经销商进行管理, 目前北新和泰山总的一级经销商在全国共有几千家。
- 北新建材拥有国家级企业技术中心, 技术创新能力强。通过研发降低生产单耗、提升产品质量, 在同类企业中成本优势显著。石膏板成本占比较高的美废和煤炭价格主要是随行就市, 目前看今年成本端上涨压力不大。
- 石膏板需求主要包括新增建筑装饰和存量建筑改造两方面, 目前我国人均石膏板使用面积仅1.57平方米, 对于石膏板的应用远低于美国、加拿大等国家, 随着人们消费观念的转变石膏板的使用也将更加广泛。预计2015年我国纸面石膏板需求将达到30亿平方米, 年复合增长率12.25%。

评级面临的主要风险

- 房地产调控政策超预期的风险。

估值

- 考虑到公司在全国范围的产能布局目标即将完成, 我对公司2013-2015年的每股盈利预测为1.455、1.711、1.968元, 给予目标价21.83元, 对应2013年15倍市盈率, 首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	5,969	6,685	7,909	9,205	10,423
变动(%)	37	12	18	16	13
净利润(人民币 百万)	523	677	837	984	1,132
全面摊薄每股收益(人民币)	0.606	1.177	1.455	1.711	1.968
变动(%)	88.1	94.2	23.7	17.6	15.0
市场预期每股收益(人民币)			1.474	1.760	2.030
核心每股收益(人民币)	0.523	1.112	1.374	1.620	1.866
变动(%)	73.3	112.9	23.6	17.9	15.2
全面摊薄市盈率(倍)	28.9	14.9	12.0	10.2	8.9
核心市盈率(倍)	33.5	15.7	12.7	10.8	9.4
每股现金流量(人民币)	1.29	1.97	2.27	2.56	2.89
价格/每股现金流量(倍)	13.6	8.9	7.7	6.8	6.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.0	9.0	7.9	7.0	6.4
每股股息(人民币)	0.193	0.318	0.437	0.513	0.590
股息率(%)	1.1	1.8	2.5	2.9	3.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

公司简介.....	3
石膏板产能全球第一，竞争优势显著.....	6
营销模式具备竞争力，规模效应增强盈利能力.....	10
产品符合循环经济要求，受益政策支持.....	12
石膏板行业仍处发展时期，市场潜力较大.....	13
未来矿棉板和新型房屋将成为新的增长点.....	16
利润率稳中有升，应收账款周转率不断提高.....	17
盈利预测与可比公司估值.....	19
研究报告中所提及的有关上市公司.....	22

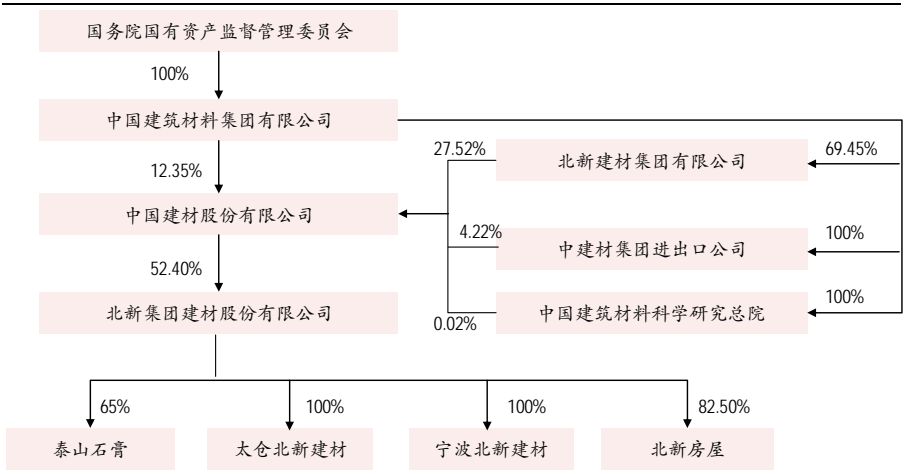
公司简介

概况

北新建材主要从事新型建材的研发、制造和经营，是国务院国资委直属中央企业中国建材集团旗下的 A 股上市公司。公司生产的龙牌系列产品包括轻质墙体材料系列、保温吸声材料系列、卫浴产品系列等十大系列产品。全国 70% 以上的知名建筑采用了龙牌系列产品，如北京人民大会堂、香格里拉饭店、上海东方明珠、金茂大厦等，市场占有率多年以来一直处于国内领先地位。

公司的主要产品包括石膏板、龙骨等，目前在全国 20 多个省市拥有全资和控股的大型石膏板生产线 54 条，石膏板产业规模达到 16.5 亿平方米，是全球最大的石膏板产业集团。公司于 1997 年在深交所挂牌上市，实际控制人是中国建筑材料集团有限公司。

图表 1. 公司实际股权控制及主要子公司情况



资料来源：公司公告

图表 2. 公司主要发展历程

1979 年 8 月 29 日	在北京德外西三旗一平方公里土地上建立了北京新型建筑材料试验厂。
1980 年 11 月 12 日	确定商标为龙牌。
1982 年	全套引进了我国第一条年产 2,000 万平方米石膏板生产线，实现了石膏板的规模化生产。
1995 年	改制更名为“北新建材（集团）有限公司”，成为中国新型建筑材料集团公司出资的国有独资公司。
1997 年	在北京自主设计和建造了国内第一条具有自主知识产权的年产 2,000 万平方米石膏板生产线，首次实现了石膏板的生产线“中国制造”。
1997 年 6 月 6 日	由北新建材（集团）有限公司独家发起设立的北新集团建材股份有限公司在深圳证券交易所上市，是国内上市最早的新型建材企业之一。
2005 年 3 月 28 日	北新建材成功增资控股山东泰和集团。
2010 年 4 月	北新建材石膏板产业规模达 10 亿平方米，成为亚洲最大的石膏板产业集团。
2012 年 9 月	北新建材石膏板产业规模达 16.5 亿平方米，成为世界第一的石膏板产业集团。

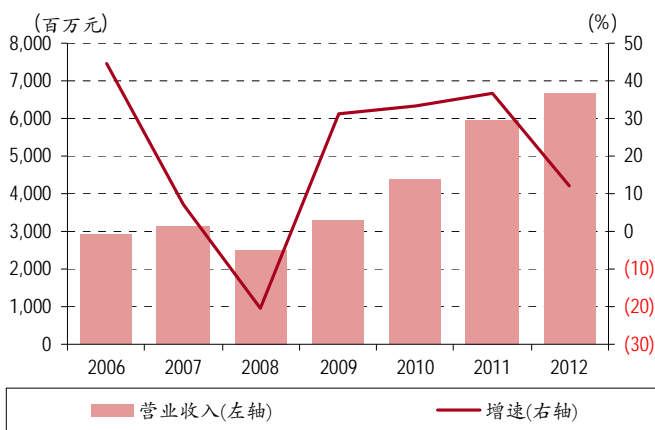
资料来源：公司资料

业务概述

北新建材目前拥有三大业务体系，分别是：墙体及吊顶系统（由石膏板、龙骨、矿棉板、岩棉及配套产品构成的墙体及吊顶系统解决方案）；住宅部品及建筑节能系统（由门窗、暖气片、龙牌漆、静音管等住宅部品构成的建筑节能环保系统）；新型房屋及建筑外围护系统（轻钢结构新型房屋、木结构新型房屋及金邦板、金邦瓦建筑装饰外围护系统）。

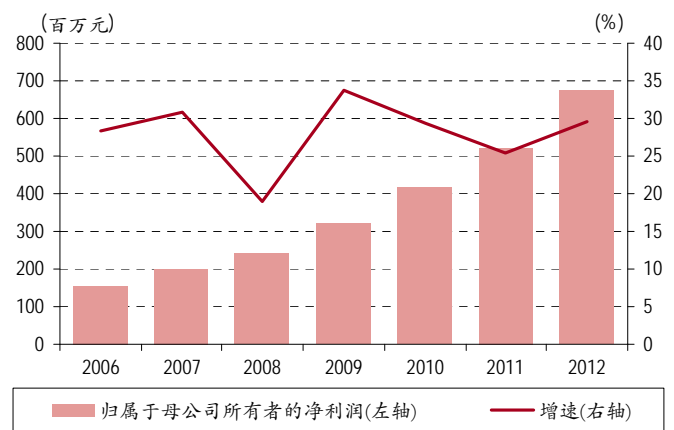
从财务数据来看，公司 2012 年的营业收入增速较前几年出现明显放缓，但业绩增速仍有所提升。石膏板作为公司最主要的产品在 2012 年主营业务收入中占比为 83.6%，在 2012 年主营业务毛利中占比为 85.3%。其他龙骨等产品在主营业务收入和毛利中的占比分别都低于 10%。

图表 3. 公司历年营业收入情况



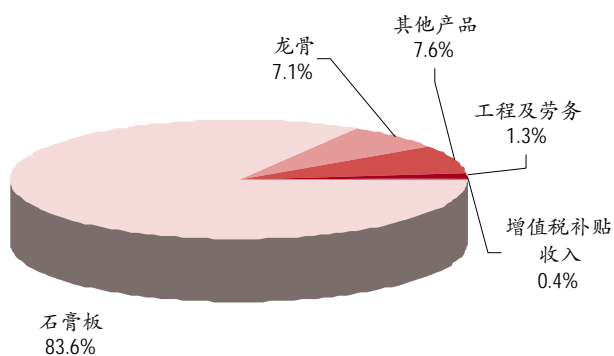
资料来源：公司数据

图表 4. 公司历年净利润情况



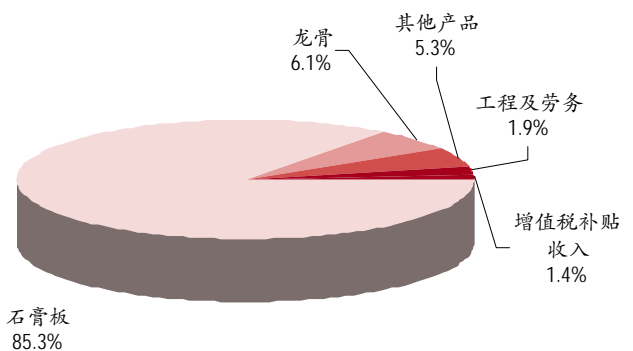
资料来源：公司数据

图表 5. 2012 年主营业务收入按产品分布



资料来源：公司数据

图表 6. 2012 年主营业务毛利按产品分布



资料来源：公司数据

公司的石膏板产品包括纸面石膏板和功能石膏板。纸面石膏板是以石膏为基材，掺入少量添加剂及增强纤维，两面用纸作护面而成的轻质板材。功能石膏板则是以特质高强度纸面石膏板为基材，经特殊工艺流程按照不同要求而开发的产品。纸面石膏板与轻钢龙骨、岩棉板等产品配套使用，具有轻质抗震、保温隔热、防火、隔音、占地面积少、综合造价低等优点，主要用于非承重的隔墙和吊顶，也可以用于工程中的外墙保温、墙面装饰、旧房改造、吸声、降噪等。北新建材在石膏板行业稳居龙头地位，2012年，公司的品牌价值评估达到169亿，位居中国最具价值品牌500强的第83位，亚洲500强的第193位。“龙牌”、“泰山”、“北新”均被认定为中国驰名商标，是新型建材行业唯一拥有三件中国驰名商标的企业。近年来也获得了“中国石膏板行业第一品牌”、“全国质量效益型先进企业”、“全国质量信誉AAA级企业”等多项荣誉。奥运会、世博会等全国地标建筑和国家重点项目绝大部分都采用北新建材的产品。

图表 7.石膏板建材与传统建材相比所具有的优势

(1)抗震性好:	石膏板隔墙属于轻质材料，用纸面石膏板做隔墙，重量仅为同等厚度砖墙的1/15、砌块墙体的1/10，能够有效减轻结构的静荷载，加上其轻钢龙骨骨架为柔性设计，能满足建筑物防震设计的要求。
(2)保温隔热:	由于石膏板的多孔结构，其导热系数为0.16W/(M·K)，与灰砂砖砌块(1.1W/(M·K))相比，其隔热性能具有显著的优势。
(3)防火性能好:	石膏板主要成分为CaSO ₄ ·2H ₂ O(二水硫酸钙)，其分子结构中含有20%的结晶水。这些水必须吸收足够的热量，才能转化为蒸汽蒸发。当板面温度上升至100°C以上时，石膏板芯材(二水硫酸钙)脱水成为无水石膏(硫酸钙)，同时吸收大量热量，进一步延缓背面温度的上升。因此，纸面石膏板具有良好的防火阻燃性能。
(4)隔音性能好:	因为轻钢龙骨和石膏板构筑的墙体存在墙内空腔，声能通过空腔时在空腔内来回反弹震动，消耗能量，大大提高了系统的隔声性能。
(5)装饰功能好:	纸面石膏板表面平整，板与板之间通过接缝处理形成无缝表面，表面可直接进行装饰。
(6)可施工性好:	干法作业，方便快捷。仅需裁制刀便可随意对纸面石膏板进行裁切，施工非常方便，用它做装饰，可以摆脱传统的湿法作业，极大的提高施工效率。
(7)舒适的居住功能:	纸面石膏板板芯存在着大量微孔结构，且孔隙率较大，孔结构分布适当，所以具有较高的透气性能。当室内湿度较高时，可吸湿，而当空气干燥时，又可放出一部分水分，因而对室内湿度起到一定的调节作用即具有独特的“呼吸”性能，使居住舒适。
(8)绿色环保:	纸面石膏板采用天然石膏及纸面作为原材料，决不含对人体有害的石棉。
(9)节省空间:	采用纸面石膏板作墙体，墙体厚度最小可达74mm，且可保证墙体的隔音、防火性能。

资料来源：公司网站

石膏板产能全球第一，竞争优势显著

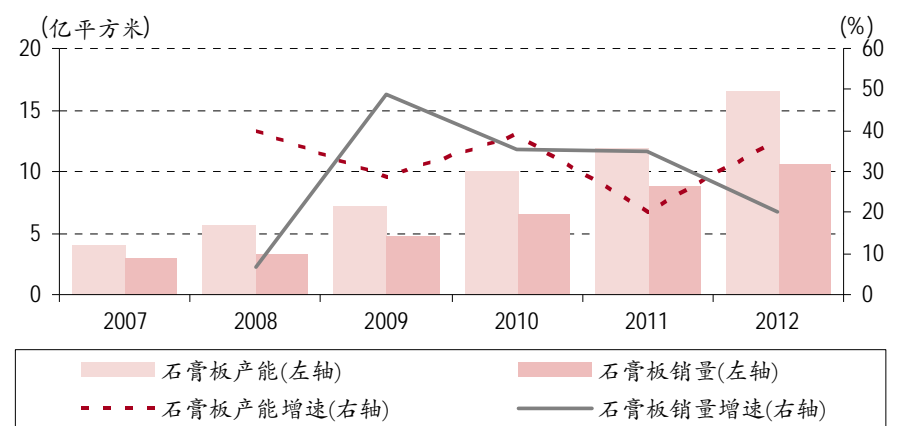
全球最大石膏板产业集团

北新建材在 1997 年上市时只有北京基地的两条石膏板生产线，年产能 4,500 万平米。2004 年公司开始改变发展模式，决定了在全国进行石膏板产业布局的目标。公司在 2005 年收购了山东泰和（泰山石膏），在客户定位方面优势互补。2007 年开始，北新建材联合泰山石膏大规模启动石膏板项目的全国性布局 and 项目建设。目前在全国 20 多个省市拥有全资和控股的大型石膏板生产线 54 条，石膏板产业规模达到 16.5 亿平米（包括试生产），成为全球最大的石膏板产业集团。公司规划的到 2015 年完成全国 20 亿平米石膏板产业布局的目标也有望提前完成。

目前，我国石膏板的生产企业主要分为三大类，第一类是生产高档产品，生产装备、技术研发、产品质量都具有国际水平的大型公司；第二类是生产中档产品的中型企业；第三类是生产低档产品，生产装备、环境保护、产品质量都难以达到国家有关标准的小企业。北新建材在收购泰山石膏之后成功的覆盖了第一类和第二类的市场。龙牌主要针对高端市场，竞争者主要是三家外资板（拉法基、可耐福、圣戈班杰科），高端市场相对比较稳定，企业议价能力较强。泰山石膏也拥有很多品牌，主要是在中低端市场竞争，虽然中低端竞争比较激烈，但泰山首先具有规模效应，其次采购成本较低，总体竞争优势非常明显。

公司近年来不断加大市场拓展力度，市场占有率不断提升，2011 年公司的石膏板销量约 8.8 亿平米，市场占有率 42%。2012 年公司销量增长 20% 达到 10.5 亿平米，2012 年全国石膏板产量为 21.2 亿平米，北新建材的市场占有率达到 49.6%。从产能利用率来看，泰山一般是满产满销，龙牌的产能利用率在 50% 左右。

图表 8. 公司历年石膏板产能和销量情况



资料来源：公司数据

图表9.公司石膏板产能分布



资料来源：公司资料

图表 10.公司已投产石膏板产能分区域布局表 (包括试生产)

	北新		泰山		合计	
	生产线 (条)	产能 (万平米/年)	生产线 (条)	产能 (万平米/年)	生产线 (条)	产能 (万平米/年)
北京	2	4,500			2	4,500
天津					0	0
河北	2	8,000	3	8,500	5	16,500
山西			2	5,200	2	5,200
内蒙古			1	3,000	1	3,000
华北地区	4	12,500	6	16,700	10	29,200
辽宁	1	3,000	2	8,000	3	11,000
吉林					0	0
黑龙江					0	0
东北地区	1	3,000	2	8,000	3	11,000
上海					0	0
江苏	3	9,000	4	13,000	7	22,000
浙江	1	3,000	1	3,000	2	6,000
安徽	1	5,000	2	7,000	3	12,000
福建					0	0
江西			1	3,000	1	3,000
山东	2	5,000	5	15,500	7	20,500
华东地区	7	22,000	13	41,500	20	63,500
河南	1	3,000	3	12,000	4	15,000
湖北	1	3,000	3	10,000	4	13,000
湖南			1	3,000	1	3,000
广东	1	3,000	1	3,000	2	6,000
广西					0	0
海南					0	0
中南地区	3	9,000	8	28,000	11	37,000
重庆			2	4,000	2	4,000
四川	1	3,000	1	3,000	2	6,000
贵州			1	2,000	1	2,000
云南			2	5,000	2	5,000
西藏					0	0
西南地区	1	3,000	6	14,000	7	17,000
陕西			2	4,500	2	4,500
甘肃					0	0
青海					0	0
宁夏			1	3,000	1	3,000
新疆					0	0
西北地区	0	0	3	7,500	3	7,500
全国	16	49,500	38	115,700	54	165,200

资料来源: 公司资料

图表 11.公司计划投产石膏板生产线

	所在地	产能 (万平米/年)	进度	预计投产时间
北新	天津	5,000	在建	2013 年
	福建泉州	3,000	在建	2013 年
	浙江海盐	3,000	通过董事会审议	2014 年
泰山	吉林省	4,000	在建	2013 年
	福建省龙岩市	4,000	在建	2013 年
	山东威海	4,000	通过董事会审议	2014 年
	安徽宣城	5,000	通过董事会审议	2014 年

资料来源: 公司资料

签约电厂提前抢占脱硫石膏资源

经济的快速发展带来了我国电力需求的不断增长，大量火电厂燃煤消耗量占全国煤炭消费总量的50%左右，燃煤产生的大量二氧化硫属有害污染气体。随着环保政策的逐步完善，国家不断加大对环境污染的治理力度。为了减少二氧化硫的排放，火力发电企业必须建设配套的排烟脱硫设备，因此产生了大量的脱硫石膏。北新建材通过自主研究掌握了采用电厂脱硫废弃物脱硫石膏生产纸面石膏板的全套技术。

公司在全国除了西北地区外基本都有石膏板生产线，目前生产石膏板的原材料全部采用脱硫石膏。在全国展开的石膏板产业布局也是为了能够提前占据较为靠近脱硫石膏资源的地理位置。而且由于石膏板价格较低，所以一般运输半径约为150-200公里，区域化特征较为明显，这样全国布局也便于快速占领市场。目前电厂脱硫石膏主要用于石膏板生产，公司跟电厂签订采购协议，目前脱硫石膏供应较为充足，而其他小企业由于技术不足等原因则较少采用脱硫石膏。

营销模式具备竞争力，规模效应增强盈利能力

经销商营销模式充分利用当地网络关系

北新建材的销售体系主要是采用经销商模式，约90%以上是由各地的经销商来完成销售，很少采用大客户模式。一般的订单都是经销商拿，在比较重要的大型项目投标、服务及业务洽谈中，公司也会直接参与业务谈判、服务承诺、方案制定等，但具体供货仍然是委托经销商执行。这种营销模式有利于公司在全国市场覆盖率的提升，带动企业的市场开拓，调动社会资源扩大销售规模。

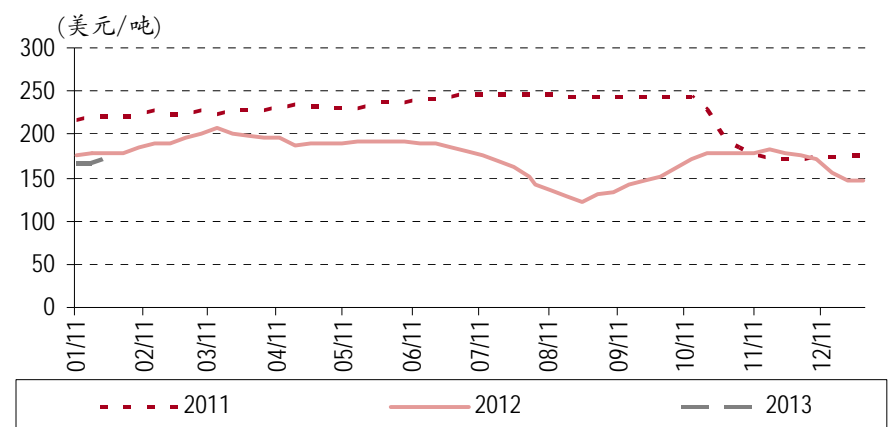
对于经销商的管理方面，公司根据区域的需求情况来决定覆盖某一地区的经销商数量，通常大的区域2-3家，小的区域1家经销商。公司只控制一级经销商，给经销商设定一个指导性的销量任务，并针对完成情况进行奖惩。目前北新和泰山总的一级经销商在全国共有几千家。

在定价方面，公司会给经销商指导价，但没有设置上下限，不会过多干预经销商的终端价，公司的市场部主要是监控经销的秩序。由于公司在全国的布局较为广泛，经销商一般库存较少。

技术创新与营销模式造就成本优势，提升盈利能力

从生产石膏板的成本构成来看，脱硫石膏占成本的15%，护面纸占35-40%，煤炭占15-20%。煤炭采用市场煤，由于单条生产线用量较小，加之距离又较远，所以煤炭的成本完全和市场同步。公司年产20万吨护面纸的生产线已经投产，生产一平米石膏板消耗约0.4公斤护面纸，所以实际仅能大约满足泰山一半的需要。生产护面纸与直接采购的价格差距不大所以生产护面纸主要是作为在采购护面纸时与其他纸厂议价的筹码。美废是生产护面纸的主要原材料，美废的价格波动会通过护面纸价格传导影响到石膏板成本，所以影响会略有滞后。公司采用的经销商营销模式也便于公司将成本端的上涨压力进行转嫁，所以煤价和纸价导致的成本波动对于公司的影响相对也会减弱。去年下半年以来煤价不断下跌，今年仍延续了下行趋势，目前看今年成本端上涨压力较小。

图表 12. 美废 3# 价格走势



资料来源：万得

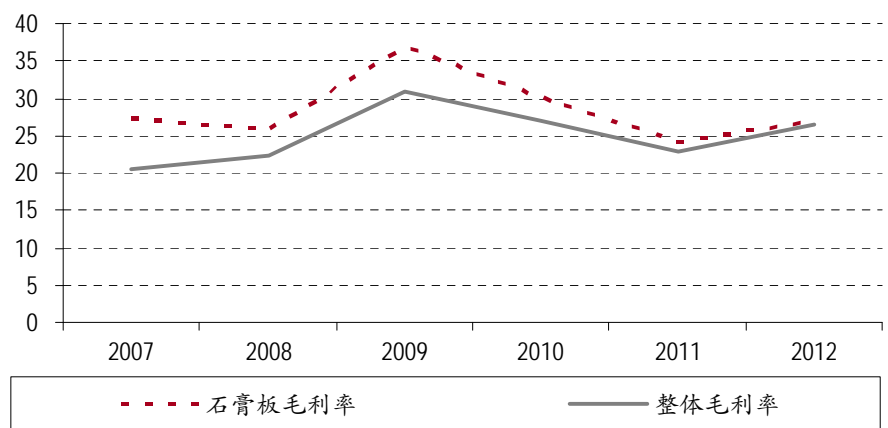
图表 13. 秦皇岛煤炭价格走势



资料来源: 万得

另一方面, 北新建材通过针对石膏板生产线的设计创新, 实现了工艺布置简约、投资成本低、综合能耗低、运行成本低、产品质量高、技术含量高的综合效果, 也起到了控制成本提升盈利的作用, 使得公司相较于其他竞争对手具有较强的成本优势。从公司石膏板板块毛利率和整体毛利率来看, 近几年公司毛利率一直保持在 20% 以上的较高水平, 而且虽然 2011 年有所下降, 但 12 年又重新出现了明显的回升。

图表 14. 石膏板毛利率走势



资料来源: 公司公告

产品符合循环经济要求，受益政策支持

建筑耗能在我国能源消耗中占比较大，约占我国国民经济总能耗的一半。随着人们对环境保护和节能减排的重视，国家也不断出台政策促进推广新型墙体材料，推广绿色建筑和资源综合利用等。

国家发展改革委编制的《“十二五”墙体材料革新指导意见》中指出：“鼓励新型墙体材料向轻质化、高强度、复合化发展，重点推进节能保温、高强度防火、利废环保的多功能复合一体化新型墙体材料生产应用。大力发展以煤矸石、粉煤灰、脱硫石膏等为主要原料的新型墙体材料产品。”

工业和信息化部制定的《建材工业“十二五”发展规划》中指出：“结合绿色建筑、建筑节能、旧城改造、安居工程、新农村建设、防灾减灾及灾后重建等专项工作，以节能门窗、节能墙体、节能屋面系统为重点，生产并推广使用……轻质节能墙体材料、环保型装饰装修材料等绿色建筑材料及制品，以及新型抗震节能集成房屋。”

住建部今年1月16日发布《加强绿色建筑评价标识管理和备案工作的通知》，要求各地以推广绿色建筑为重要抓手，制定相应的激励政策与措施，大力引导和推动绿色建筑发展。

北新建材通过自身不断的技术创新发展循环经济，以工业废弃物为主料，从原料到生产，到使用实现了全过程绿色。公司掌握了采用电厂废弃物脱硫石膏为主要原料生产石膏板、采用钢厂高炉冶炼废弃物高炉矿渣为主要原料生产矿棉板的核心技术、节能省地型房屋系统成套设计和建造技术。

以采用脱硫石膏生产纸面石膏板为例，一条年产3,000万平方米的石膏板生产线每年可以消纳30万吨的脱硫石膏，相当于减少400万吨含硫量为1.5%的煤所排放的二氧化硫。若按公司目前16.5亿平米的石膏板产能规模来计算，每年可消纳脱硫石膏近1,650万吨，占我国脱硫石膏总量的约三分之一，折合减排二氧化硫620万吨，减少碳排放300万吨。同时采用石膏板轻质墙体系统替代传统实心粘土砖也可以有效减少烧制粘土砖带来的耕地破坏。

公司的主要产品石膏板建材绿色环保，符合循环经济低开采、高利用、低排放的特征，未来能够持续得到政策方面的支持。

图表 15. 石膏板建材作为绿色建材的特点

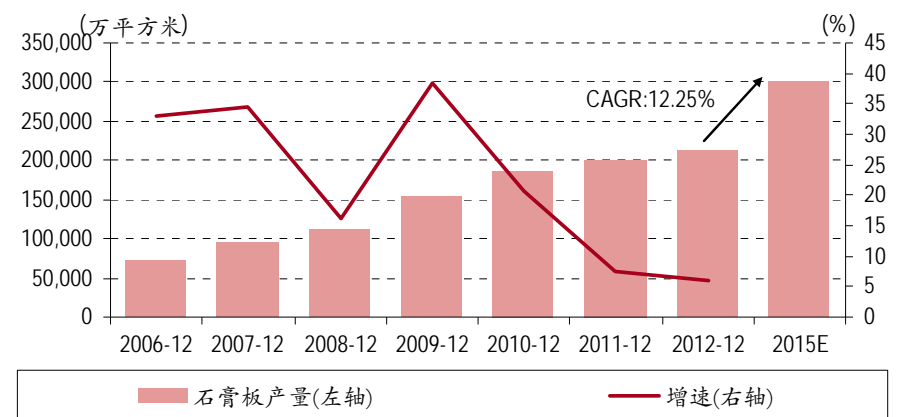
生产能耗低:	石膏板在生产过程中耗能小于传统建材石灰、水泥;
节省原材料:	与120毫米的实心黏土砖隔墙相比,纸面石膏板每平方米的重量是其1/10~1/9,耗材量较少,节省自然资源;
废物利用:	纸面石膏板生产可利用工业副产品二水石膏如排烟脱硫石膏,减少资源浪费,保护环境;
可回收再利用:	纸面石膏板废弃后可以回收打烂再加入石膏板板芯浆料中做缓凝剂,循环利用;
节能效果明显:	石膏板隔墙系统在使用中保温隔热性能优良。

资料来源:公司资料

石膏板行业仍处发展时期，市场潜力较大

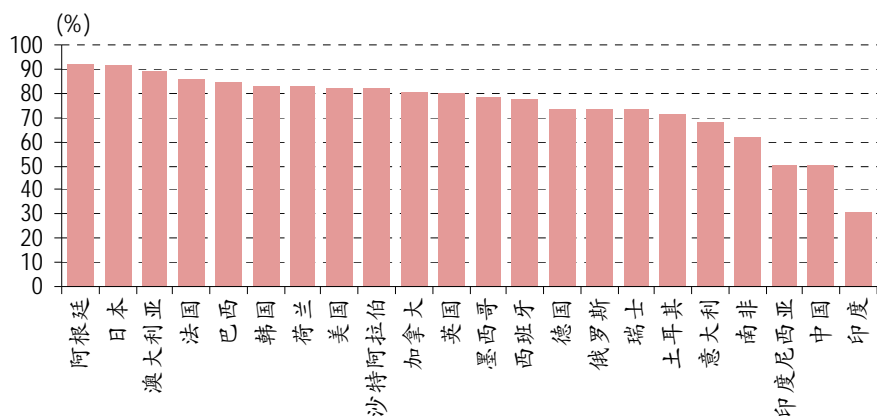
石膏板需求主要包括新增和存量两方面，一方面在于新建房屋，近年来新增竣工面积保持较快增长，对石膏板的需求也稳步增长；另一方面，石膏板也大量用于存量住房的改造，每年都有大量旧建筑的更新改造需求，对于新建需求的波动也起到了平滑的作用，使石膏板的发展更为稳定。同时随着经济的发展和水平的提高，石膏板等新型环保建材的使用率呈现逐渐提高的趋势。不过，目前我国对于石膏板的应用远低于美国、加拿大等国家，我国人均石膏板使用面积仅 1.57 平方米，和发达国家相比仍有较大差距和发展空间。根据工业和信息化部制定的《新型建筑材料工业“十二五”发展规划》中的预测，2015 年纸面石膏板需求将达到 30 亿平方米。目前石膏板在我国使用率不高主要是人们消费观念的问题，节能环保意识仍有待提高。北新建材也在不断加强这方面的推广，比如在全国多个省市举行的北新建材“龙之行”系列推广活动，主要就是宣传介绍绿色建材、绿色建筑，增强大家对于新型节能环保建材的了解，促进客户形成绿色价值观。随着国民经济条件好转，消费者观念也会逐步扭转，未来石膏板将会获得人们更加广泛的接受。

图表 16. 石膏板市场容量



资料来源：公司公告

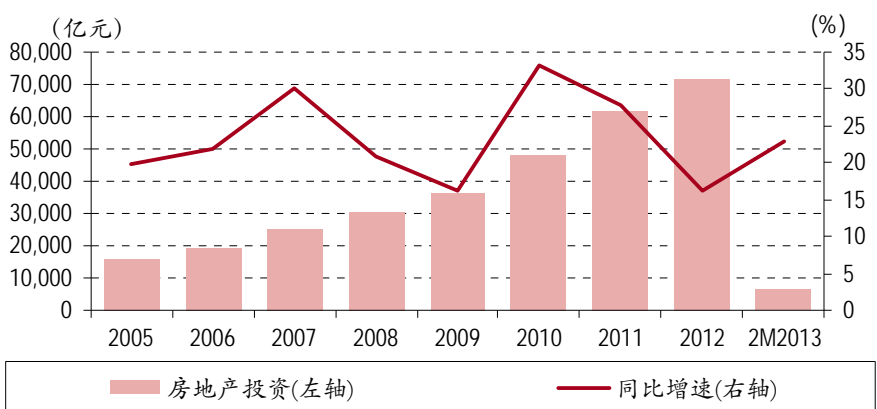
截至 2012 年末，我国城镇人口比重达到 52.6%，相较于 2000 年的 36.2%，十二年间共提升了 16.4 个百分点，平均每年增长 1.37 个百分点，我国的城镇化发展较为迅速，但与其他发达国家平均在 80-85% 的城镇化率相比差距仍然较大。而且如果按照户籍人口来计算，我国 2012 年底真实的城镇化率仅有 35.3%，城镇化的提升空间非常大，未来城镇化和新农村建设等将能够继续拉动石膏板行业的需求。

图表 17. 各国 2011 年末城市化率比较


资料来源：万得

在行业应用方面，石膏板主要的应用一方面是公共建筑装修，包括办公楼、商业用房、酒店等，另一方面是住宅装修。其中公装的应用占比高于家装，特别是在高端石膏板的应用中，公装占比约为 60-70%。

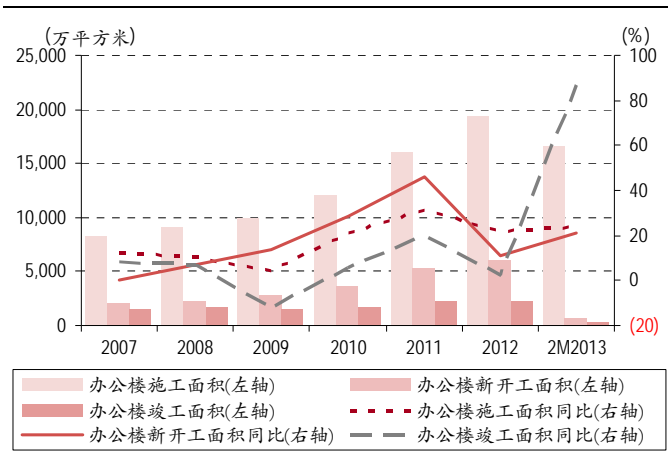
2013 年前 2 个月全国房地产开发投资完成额为 0.67 万亿，累计同比增速为 22.80%。近年来房地产投资保持较快增长，2012 年由于宏观调控等因素影响，房地产投资增速下滑较为明显，13 年初数据有所回升，未来房地产可能从以前的高速发展走向理性稳定的发展，对于石膏板的需求也将稳步增加。

图表 18. 房地产投资及同比增速


资料来源：万得

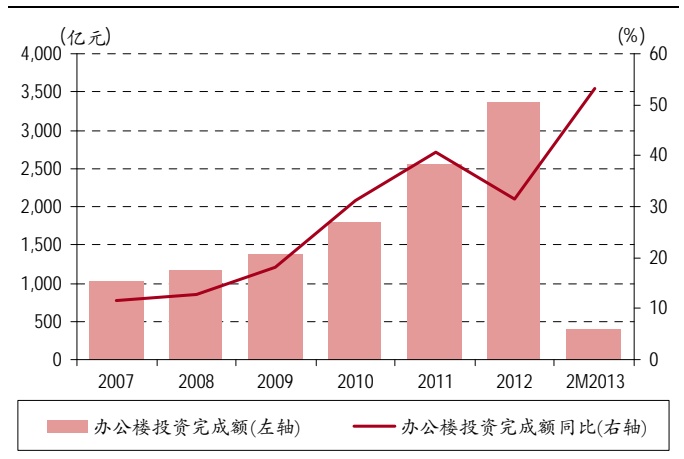
2013 年截至 2 月底，办公楼新开工、施工及竣工面积增速分别为 21.3%、23.7% 及 86.8%。商业营业用房新开工、施工及竣工面积增速分别为 -1.6%、19.3% 及 37.6%。受宏观环境影响，商业楼宇新开工增速相比 2010、2011 年的较高水平已经有所下降，但总体来看目前办公楼和商业用房的施工和竣工面积均保持着较为稳定的增长。截至 2012 年底，我国四星级和五星级饭店数分别为 2201、654 家，相比上年分别增加 1.3%、6.3%，星级酒店的整体规模较为稳定，增速相对较小。

图表 19. 办公楼新开工、施工及竣工面积增速



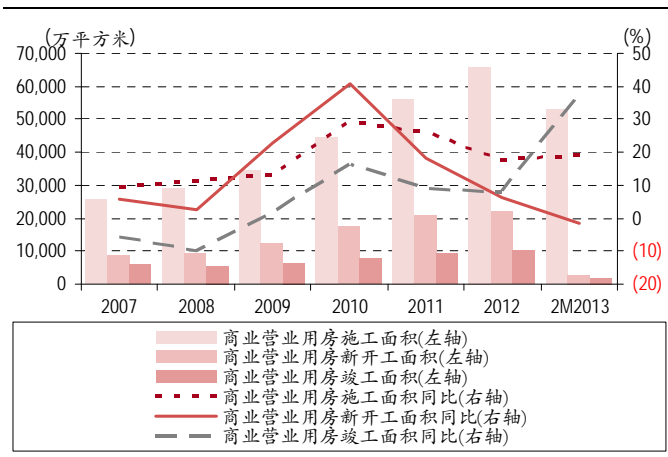
资料来源: 万得

图表 20. 办公楼投资完成额及增速



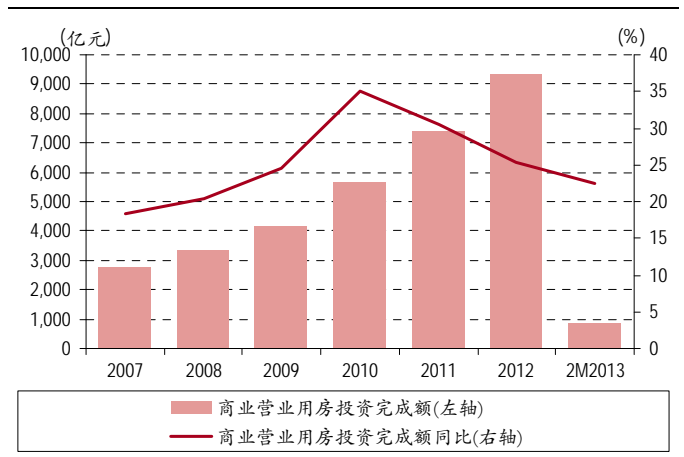
资料来源: 万得

图表 21. 商业营业用房新开工、施工及竣工面积增速



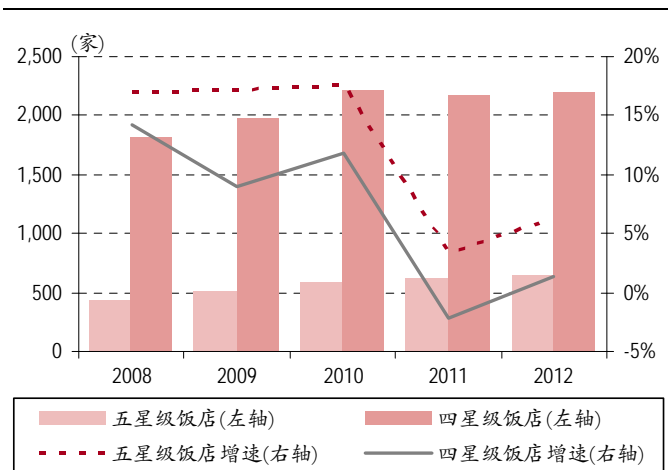
资料来源: 万得

图表 22. 商业营业用房投资完成额及增速



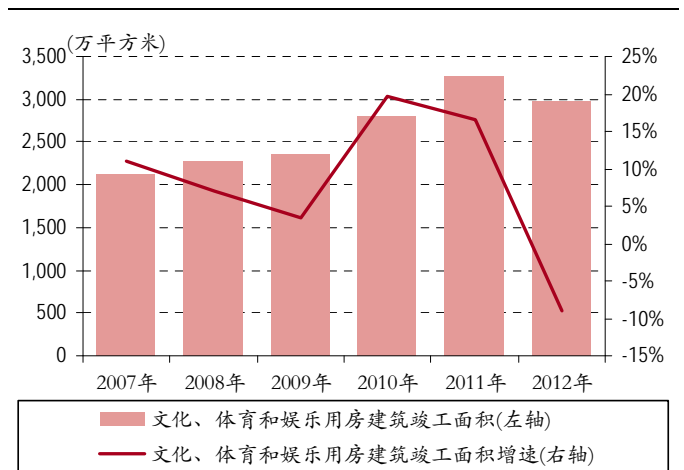
资料来源: 万得

图表 23. 国内四星及五星级饭店增长



资料来源: 万得

图表 24. 文化、体育及娱乐用房竣工面积增长



资料来源: 万得

未来矿棉板和新型房屋将成为新的增长点

北新建材目前最主要的产品是石膏板建材，在主营收入和毛利润中的占比都在 85%左右，目前 20 亿平米的石膏板全国布局已经接近尾声，未来公司继续保持在石膏板业务板块的重心之外将会发展新的业绩增长点。北新建材计划把矿棉板作为公司的第二个核心拳头产品，用三年的时间发展成为亚洲最大的矿棉板企业。而且在做好新型建材主业的基础上，公司还将会积极推广和发展新型房屋业务。

矿棉吸声板是一种主要应用在吊顶装饰的新型绿色建材，是以矿棉为主要原料加工而成的新型建材，具有降噪、隔音、防火、吸声、防潮、装饰、隔热等特性。北新建材生产的龙牌矿棉吸声板年生产能力 1,600 万平方米，是目前世界最大的矿棉吸声板生产线之一。公司生产的矿棉板不含石棉、甲醛等有害物质，产品中可再生材料含量约 80-85%，可以完全回收，符合循环经济特点。公司的制造技术处于国际领先水平，产品的各项指标也优于国内其他品牌，而且结合公司其他建筑材料产品能够更好的满足不同客户的需求，未来的应用范围较为广阔。苏州北新矿棉板有限公司是北新建材的全资子公司，TBO 矿棉板年产量 1,200 万平方米（按 12mm 计），每年有近 1,000 万平方米的矿棉吸声板销往亚洲、欧洲和非洲的主要国家和地区。

北新房屋有限公司是北新建材控股 82.5% 的子公司，主要从事工业化房屋生产业务。公司利用自己在材料生产和配套方面的优势建设了工厂化房屋生产线，推出了能够满足多种客户需求的新型轻质住宅体系，符合人们对节能环保等住宅功能性以及居住舒适性的要求。北新房屋在 2011 年 3 月获得了 6.6 亿赞比亚房屋建设合同，目前该项目已经基本完成。2012 年公司成功签订了北京市密云县石城镇密关路桃花地新农村改造项目，承担密云县石城镇当地多栋新农村房屋的设计、材料供应、工程施工及后续服务。北新房屋还相继启动了澳洲等市场的项目谈判，与北新建材国际业务合作，具备自身出口能力。

图表 25. 北新建材新型轻质住宅体系的特点

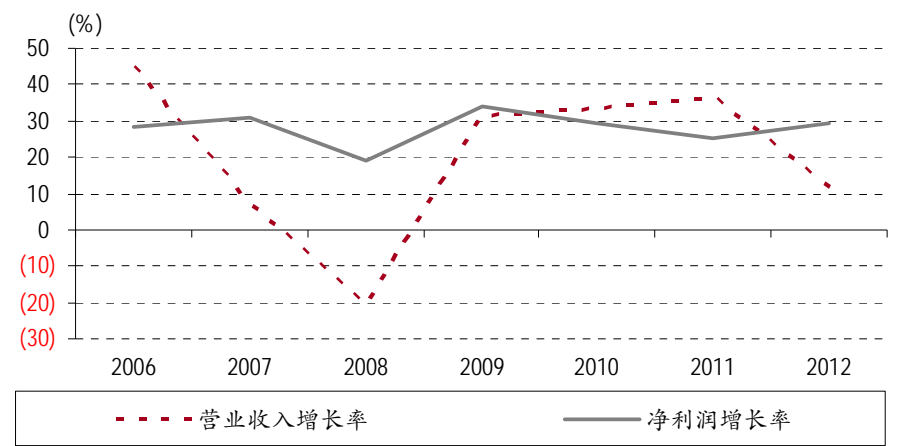
90%可回收利用	在施工现场代替了粘土砖，可方便拆卸和回收；
施工便利	现场拼装组合式工艺，无湿作业，受气候影响小。
综合效益好	可以提高劳动生产率和现场文明施工水平，减少施工噪音和粉尘污染；
保温性好	整体保温性能显著、降低能源消耗，满足国家 65% 节能标准；
用材环保	用材全部采用环保材料，无施工垃圾和施工噪音污染，新型轻质围护材料，不助燃，不霉变，不出蛀；
使用安全系数高	新型轻质材料具有很好的抗震功能；
经济性高	工业化生产和现场装配式施工比传统结构形式工期缩短一半时间，降低了人工和机械费用。

资料来源：公司资料

利润率稳中有升，应收账款周转率不断提高

北新建材在全国范围内实行的石膏板产业布局以及营销网络的铺开带来了近几年公司营业收入持续的高速增长，2009至2011年公司收入增速保持在30%以上。由于宏观经济增长的放缓以及国家对于房地产行业较为严格的调控，公司的收入增速受到一些影响，2012年公司收入增速下滑至12.0%，但是公司的净利润同比增速仍然有所提升，达到29.5%。

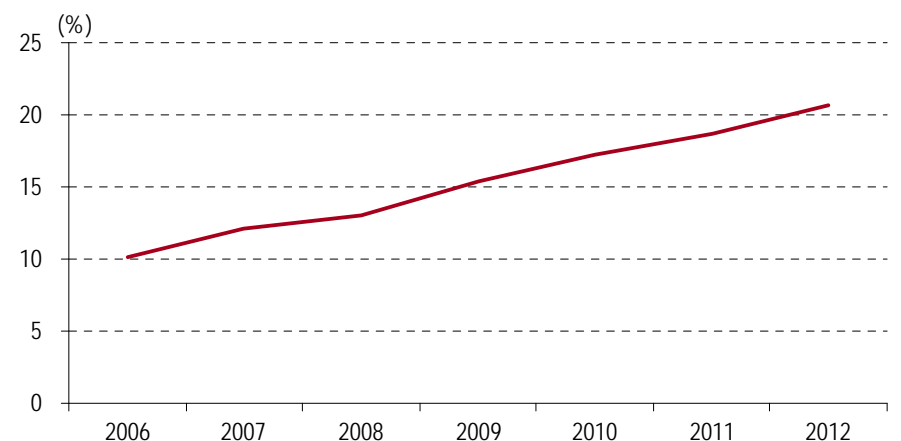
图表 26. 公司营业收入和净利润增速



资料来源：公司公告

北新建材的ROE持续高速增长，从2006年的10.1%上升到2012年的20.7%，六年内共提升了10.6个百分点，反映了公司盈利能力的不断提升，未来业绩仍有较强保障。

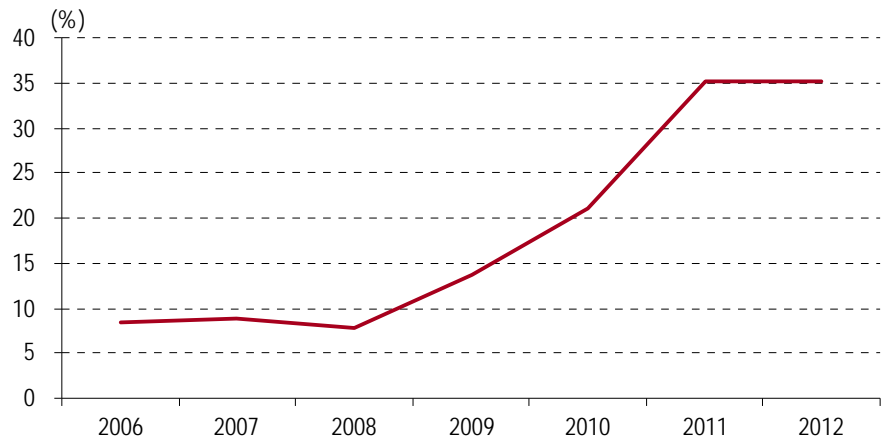
图表 27. ROE 持续高速增长



资料来源：公司公告

公司的应收账款周转率从2009年开始逐年大幅提升，2011年应收账款周转率达到35.1，体现了公司对于下游谈判能力的提高，公司的资金使用效率有较大提升。2012年继续保持这方面的优势，应收账款周转率微增至35.2。

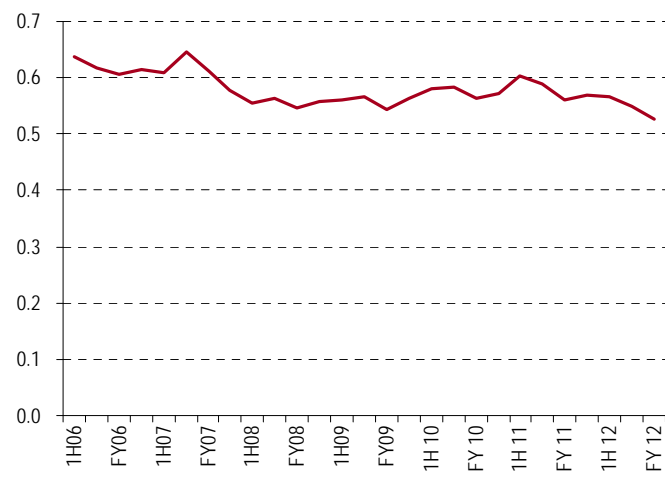
图表 28. 应收账款周转率快速提高



资料来源：公司公告

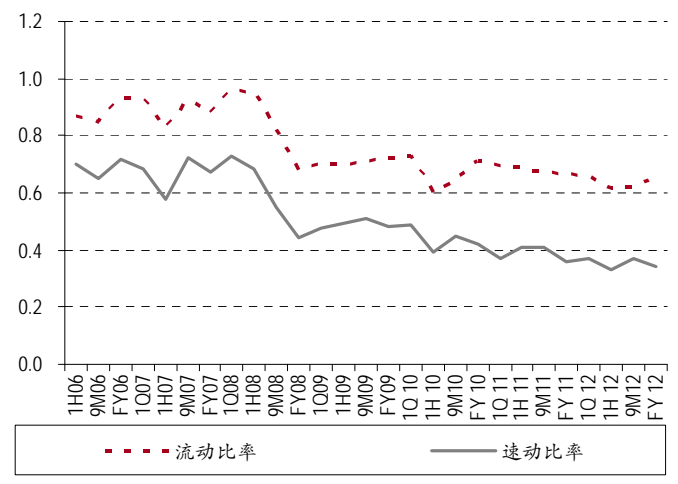
北新建材近几年由于新的生产线建设导致资本开支较高，负债率略有上升，但仍保持在合理水平。2012 年末的资产负债率为 53%，较上年同期下降了 3 个百分点。公司的流动比率和速动比率同比略有下降，但近几年整体来看仍较为平稳。北新建材在银行的贷款授信情况良好，预计财务费用增速不会有明显变化。

图表 29. 资产负债率回落



资料来源：公司数据

图表 30. 流动比率和速动比率略有下降

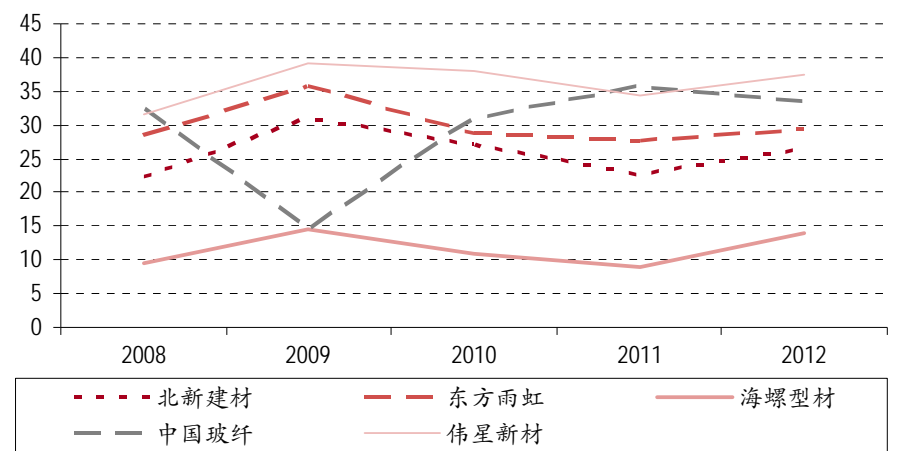


资料来源：公司数据

盈利预测与可比公司估值

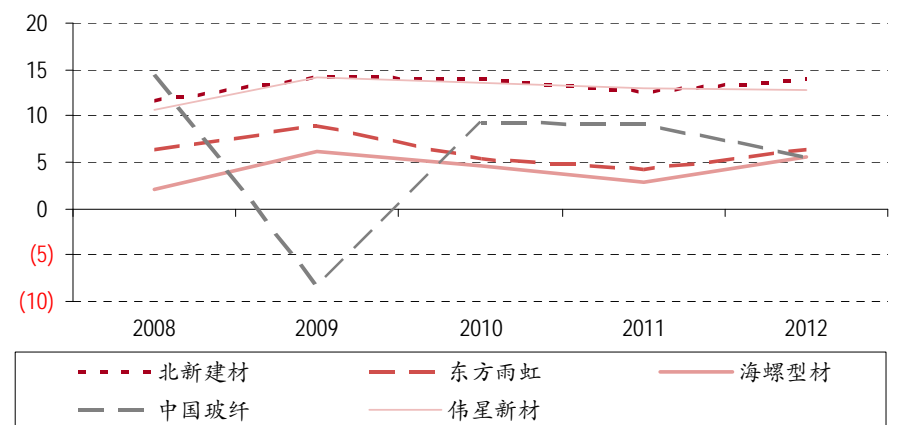
我们选择同属于建筑节能材料行业的中国玻纤、东方雨虹、海螺型材和伟星新材作为北新建材的可比公司，中国玻纤是我国玻璃纤维纤维行业的龙头企业，东方雨虹是中国防水行业的龙头企业，海螺型材主要生产塑料型材、板材、门窗等新型化学建材，伟星新材是国内最早、规模最大的塑料管道生产企业。从利润率指标情况来看，北新建材的毛利率在可比公司中处于中等水平，而且较为稳定。公司的销售净利率稳定在11%-15%之间，明显高于大部分可比公司，2012年公司的毛利率和销售净利率水平均有所上升，一方面受益于成本下降，另一方面也显示了公司的市场掌控能力和盈利能力的提升。

图表 31. 毛利率比较



资料来源：公司数据

图表 32. 销售净利率比较



资料来源：公司数据

考虑到公司 20 亿平米石膏板产业布局接近尾声，未来产能增速将有所放缓，我们预计公司未来三年收入增速略有放缓，预计公司 2013-2015 年收入 79.1、92.1 和 104.2 亿元，同比增长分别为 18%、16%、13%，归属上市公司股东净利润为 8.4、9.8 和 11.3 亿元，同比增长 24%、18% 和 15%。

可比公司 2013 年平均市盈率为 17.1 倍，我们认为公司是石膏板行业的龙头企业，盈利能力较强，公司的 ROE 水平远远高于同业，市净率水平合理，近几年业绩持续高速增长。可以给予 2013 年 15 倍市盈率的估值，对应目标价 21.83 元，首次覆盖给予 **买入** 评级。

图表 33.北新建材与可比公司估值

公司名称	股票代码	股价	每股收益(元)			市盈率(倍)			市净率(倍)			ROE(%)		
			2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
中国玻纤	600176.CH	9.30	0.31	0.47	0.52	30	20	18	2.2	2.0	1.9	7.7	10.7	10.9
东方雨虹	002271.CH	15.90	0.55	0.76	1.05	29	21	15	4.4	3.7	3.1	16.2	18.1	20.8
海螺型材	000619.CH	8.70	0.56	0.65	0.72	16	13	12	1.4	1.3	1.3	9.6	9.1	9.0
伟星新材	002372.CH	15.71	0.93	1.12	1.33	17	14	12	2.2	2.1	2.0	13.5	15.7	17.5
可比公司平均						22.7	17.1	14.2	2.6	2.3	2.1	11.8	13.4	14.6
北新建材	000786.CH	17.46	1.18	1.46	1.71	15	12	10	2.8	2.4	2.0	20.7	21.7	21.6

资料来源：公司数据

图表 34.盈利预测假设

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
石膏板销量(百万平方米)	323	480	650	877	1,053	1,221	1,405	1,559
增速(%)	6.6	48.6	35.4	34.9	20.1	16	15	11
石膏板产能(百万平方米)	560	720	1,000	1,200	1,650	1,810	1,930	2,000
增速(%)	40	28.6	38.9	20	37.5	9.7	6.6	3.6
石膏板均价(元/平方米)	5.38	5.04	5.4	5.39	5.27	5.4	5.46	5.51
增速(%)	17.8	(6.4)	7.1	(0.2)	(2.1)	2.5	1	1
石膏板平均成本(元/平方米)	4	3.18	3.77	4.09	3.85	3.92	3.96	4
增速(%)	20.6	(20.5)	18.7	8.3	(5.9)	2	1	1
石膏板收入(百万元)	1,737	2,417	3,507	4,723	5,551	6,600	7,666	8,595
石膏板毛利率(%)	25.7	36.9	30.1	24.1	27.1	27.4	27.4	27.4
龙骨收入(百万元)	206	233	335	396	473	563	673	807
龙骨毛利率(%)	17.9	20.6	19.3	18.6	22.9	24	23.8	23.5
其他产品收入(百万元)	345	537	398	698	507	568	659	778
其他产品毛利率(%)	(7.3)	8.9	9.5	16.1	18.3	19	20	20
工程及劳务收入(百万元)	5	32	69	77	86	95	106	118
工程及劳务毛利率(%)	(16.0)	8.5	7.2	(0.5)	38.4	35	35	35
增值税补贴收入(百万元)	88	11	11	18	25	35	50	70
增值税补贴毛利率(%)	100	100	100	100	100	100	100	100
装修装饰收入(百万元)	18	0	0	0	0	0	0	0
装修装饰毛利率(%)	7.6	52.8	NM	NM	NM	0	0	0
其他收入(百万元)	98	44	50	57	42	46	51	56
其他毛利率(%)	10.2	23.1	16.7	26.4	32.3	32	32	32
总体收入(百万元)	2,496	3,275	4,369	5,969	6,685	7,909	9,205	10,423
总体毛利率(%)	22.3	30.9	27.1	22.8	26.6	27	27.1	27.1

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	5,969	6,685	7,909	9,205	10,423
销售成本	(4,611)	(4,910)	(5,773)	(6,709)	(7,593)
经营费用	(299)	(381)	(490)	(612)	(718)
息税折旧前利润	1,059	1,394	1,646	1,885	2,111
折旧及摊销	(203)	(243)	(254)	(264)	(273)
经营利润(息税前利润)	857	1,151	1,392	1,621	1,838
净利息收入/(费用)	(105)	(150)	(151)	(159)	(155)
其他收益/(损失)	84	48	59	66	74
税前利润	836	1,049	1,299	1,527	1,757
所得税	(84)	(114)	(143)	(168)	(193)
少数股东权益	(229)	(258)	(319)	(376)	(432)
净利润	523	677	837	984	1,132
核心净利润	451	640	790	932	1,073
每股收益(人民币)	0.606	1.177	1.455	1.711	1.968
核心每股收益(人民币)	0.523	1.112	1.374	1.620	1.866
每股股息(人民币)	0.193	0.318	0.437	0.513	0.590
收入增长(%)	37	12	18	16	13
息税前利润增长(%)	21	34	21	16	13
息税折旧前利润增长(%)	19	32	18	15	12
每股收益增长(%)	88	94	24	18	15
核心每股收益增长(%)	73	113	24	18	15

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	836	1,049	1,299	1,527	1,757
折旧与摊销	203	243	254	264	273
净利息费用	105	150	151	159	155
运营资本变动	48	(214)	(258)	(308)	(330)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(79)	(93)	(142)	(168)	(195)
经营活动产生的现金流	1,113	1,134	1,305	1,474	1,660
购买固定资产净值	(1,277)	(1,148)	(1,060)	(1,010)	(960)
投资减少/增加	7	3	0	0	0
其他投资现金流	282	(69)	(15)	(17)	(19)
投资活动产生的现金流	(988)	(1,213)	(1,075)	(1,027)	(979)
净增权益	2	26	0	0	0
净增债务	157	339	305	363	(57)
支付股息	(95)	(167)	(183)	(251)	(295)
其他融资现金流	(216)	(251)	(149)	(157)	(153)
融资活动产生的现金流	(152)	(53)	(27)	(45)	(505)
现金变动	(27)	(132)	203	402	177
期初现金	819	792	660	863	1,265
公司自由现金流	125	(79)	236	456	694
权益自由现金流	173	107	384	651	470

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	792	660	863	1,265	1,442
应收帐款	251	298	352	410	464
库存	1,080	1,215	1,429	1,660	1,879
其他流动资产	220	377	444	516	584
流动资产总计	2,344	2,550	3,088	3,851	4,369
固定资产	5,197	5,781	6,540	7,240	7,882
无形资产	718	777	816	855	894
其他长期资产	256	310	332	356	383
长期资产总计	6,171	6,868	7,688	8,451	9,158
总资产	8,515	9,418	10,776	12,302	13,527
应付帐款	905	985	999	1,005	987
短期债务	1,591	1,917	2,192	2,425	2,358
其他流动负债	1,005	985	1,051	1,101	1,135
流动负债总计	3,500	3,887	4,242	4,531	4,479
长期借款	509	521	551	681	691
其他长期负债	763	549	548	547	545
股本	575	575	575	575	575
储备	2,441	2,952	3,606	4,339	5,176
股东权益	3,016	3,527	4,182	4,914	5,751
少数股东权益	727	934	1,253	1,629	2,061
总负债及权益	8,515	9,418	10,776	12,302	13,527
每股帐面价值(人民币)	3.50	6.13	7.27	8.54	10.00
每股有形资产(人民币)	2.66	4.78	5.85	7.06	8.45
每股净负债/(现金)(人民币)	1.52	3.09	3.27	3.20	2.79

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.7	20.8	20.8	20.5	20.3
息税前利润率(%)	14.3	17.2	17.6	17.6	17.6
税前利润率(%)	14.0	15.7	16.4	16.6	16.9
净利率(%)	8.8	10.1	10.6	10.7	10.9
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.8	1.0
利息覆盖率(倍)	7.6	7.3	8.8	9.7	11.0
净权益负债率(%)	34.9	39.9	34.6	28.1	20.6
速动比率(倍)	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
估值					
市盈率(倍)	28.9	14.9	12.0	10.2	8.9
核心业务市盈率(倍)	33.5	15.7	12.7	10.8	9.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	41.8	19.6	15.9	13.5	11.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	5.0	2.9	2.4	2.0	1.8
价格/现金流(倍)	13.6	8.9	7.7	6.8	6.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.0	9.0	7.9	7.0	6.4
周转率					
存货周转天数	77.4	85.3	83.6	84.0	85.1
应收帐款周转天数	14.3	15.0	15.0	15.1	15.3
应付帐款周转天数	50.9	51.6	45.8	39.7	34.9
回报率					
股息支付率(%)	31.9	27.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	18.6	20.7	21.7	21.6	21.2
资产收益率(%)	9.7	11.4	12.3	12.5	12.7
已运用资本收益率(%)	14.9	18.2	18.5	18.3	18.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

中国玻纤 (600176.SS/人民币 9.30, 谨慎买入)

东方雨虹 (002271.SZ/人民币 15.90, 未有评级)

海螺型材 (000619.SZ/人民币 8.70, 未有评级)

伟星新材 (002372.SZ/人民币 15.71, 买入)

以 2013 年 4 月 17 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371