

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

房屋确认近尾声，石膏板高增长可持续

公司24日晚公布13年一季度业绩，收入12.99亿元，同比增5.19%；归属上市公司净利润6720万元，同比增长46.14%。EPS为0.119元，同比增长46.91%。基本符合预期。

投资要点:

- **石膏板量增与利润率提升明显，一季度利润总体增长46%。**高增长得益于石膏板销量保持15-20%的增速，而纸煤价下行带来的利润率提升明显，毛利率从去年一季度的20.6%升至今年的25.2%，净利率由3.8%上升至5.3%。三项费用率15.4%略高于去年的14.3%，主要是销售费用率上升30%。盈利能力相对四季度有所下降主要在于一季度淡季销量相对较小有关，我们预计二季度毛利率将再回到30%以上。
- **主业石膏板实际利润增长高达91%，房屋业务收入确认减少拖累总体增速。**公司去年同期确认了近7900万元的赞比亚房屋项目收入，而今年一季度仅约700万元。如果扣除房屋业务影响，石膏板业务收入增速约12%，净利润近6800万元，增速约91%。另外，合并报表中少数股东权益同比增长73%，该数据可大致反映出子公司泰山石膏的利润增长。这同样说明石膏板业务今年利润增长远高于总体46%的增速，影响主要在于房屋业务。若公司今年上半年赞比亚项目全部确认，预计利润增长仍保持在40%以上。
- **资本支出略有放缓，财务风险不大。**公司一季度经营性现金流为-4859万元，主要源于年初实现信用政策影响，年终将会收回；同期存货周转率与应收账款周转率为0.8与3.9，略低于去年的0.9与4.49。一季度资本性支出为1.4亿元，同比减少87.5%，这与公司规模扩大后新投产产能放缓有关；负债率54.9%，财务风险不大。
- **石膏板成长性在13年仍将体现，价格成本稳定将保证利润率持续。**石膏板在墙体中逐步替代传统材料已成趋势，未来五年具备至少一倍的增长空间。今年经济弱复苏的背景下，公司石膏板有望继续保持15-20%的销量增长。今年煤价与护面纸价格难以明显上行，而石膏板价格部分地区有所提价，目前盈利能力持续的确定性高，公司利润将继续快速增长。
- **投资建议:**我们预计13-15年1.5、1.83与2.02元。公司短期高增长可期，长期成长性确定且可持续，继续强烈推荐。

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

6-12个月目标价: 23.00元

当前股价: 18.20元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2244.64
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	105
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	2.82%	4.30%	35.01%
建筑建材	5.49%	-1.74%	9.92%
沪深300	0.35%	-2.37%	8.63%



相关报告

一、公司经营情况

表 1 公司分季度收入构成分析

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
营业收入	9.87	15.39	17.99	16.44	12.35	17.69	19.09	17.72	12.99
+/-	38.82%	39.91%	43.00%	26.56%	25.13%	14.94%	6.11%	7.79%	5.18%
净利润	0.34	1.53	1.38	1.98	0.47	1.86	2.06	2.38	0.69
+/-	36.00%	21.43%	28.97%	24.53%	38.24%	21.57%	49.28%	20.20%	45.96%
房屋收入			1.60	1.57	0.79	0.85	0.50	0.48	0.07
房屋利润			0.18	0.18	0.11	0.12	0.06	0.06	0.01
石膏板收入	9.87	15.39	16.39	14.87	11.56	16.84	18.59	17.24	12.92
+/-	38.82%	39.91%	30.29%	14.46%	17.12%	9.40%	13.42%	15.95%	11.76%
石膏板利润	0.34	1.53	1.20	1.80	0.36	1.74	2.00	2.32	0.68
+/-	36.00%	21.43%	12.16%	13.41%	4.54%	13.49%	66.51%	28.79%	90.65%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

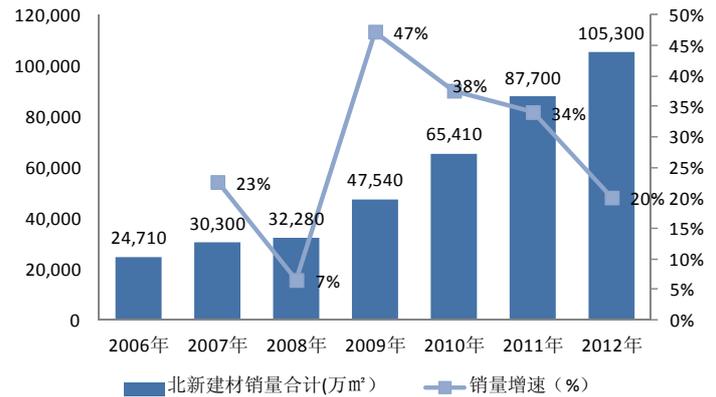
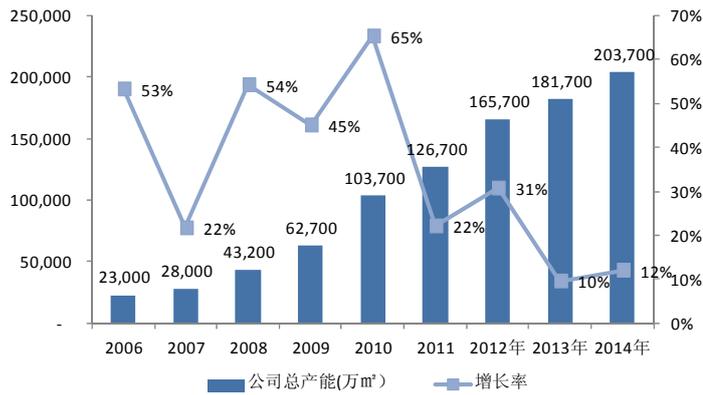
表 2 公司季度经营情况

	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
收入(亿元)	9.87	15.39	17.99	16.44	12.35	17.69	19.09	17.72	12.99
环比增速	-24.1%	56.0%	16.9%	-8.6%	-24.9%	43.2%	7.9%	-7.2%	-26.7%
毛利率	20.1%	22.9%	21.9%	25.1%	20.6%	25.5%	27.4%	30.8%	25.2%
费用率	14.3%	8.0%	9.5%	9.9%	14.3%	9.6%	10.5%	11.9%	15.4%
归属股东净利润(亿元)	0.34	1.53	1.38	1.98	0.47	1.86	2.06	2.38	0.69
环比增速	-78.8%	355.1%	-10.0%	44.0%	-76.4%	297.0%	10.7%	15.8%	-71.2%
净利率	3.4%	9.9%	7.7%	12.1%	3.8%	10.5%	10.8%	13.4%	5.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、公司产能情况

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

三、盈利预测

表 3 公司盈利预测

	2012	2013	2014	2015
泰山石膏	1.09	1.09	1.08	1.01
产能 (万平米)	99,700	121,700	140,700	140,700
产销率	90.3%	89.0%	93.0%	101.0%
销量 (万平米)	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
龙牌	0.35	0.38	0.37	0.40
产能 (万平米)	47,000	60,000	63,000	63,000
产销率	32.7%	30.0%	36.0%	40.0%
销量 (万平米)	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
石膏板业务				
总产能 (万平米)	146,700	181,700	203,700	203,700
总销量 (万平米)	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%

其它产品

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%
主营收入合计 (万元)	668,516	766,897	917,494	1,016,870
增速 (%)	12.0%	14.7%	19.6%	10.8%
主营成本合计 (万元)	491,003	556,743	667,965	743,141
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

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
流动资产	2550	3006	4263	5928	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	9418	10621	12440	14435	利润总额	1049	1336	1619	1793
流动负债	3887	3584	3798	4030	所得税	114	137	164	181
短期借款	1777	2000	2000	2000	净利润	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	归属母公司净利润	677	865	1051	1164
非流动负债	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					
负债合计	4957	4961	5324	5707					
少数股东权益	934	1268	1673	2121	主要财务比率				
股本	575	575	575	575	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	510	510	510	510	成长能力				
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%
负债和股东权益	9418	10621	12440	14435	归属于母公司净利润	29.5%	27.9%	21.4%	10.7%
					获利能力				
					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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					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
					估值比率				
					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

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

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

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