

北新建材 (000786.SZ)

其它非金属行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

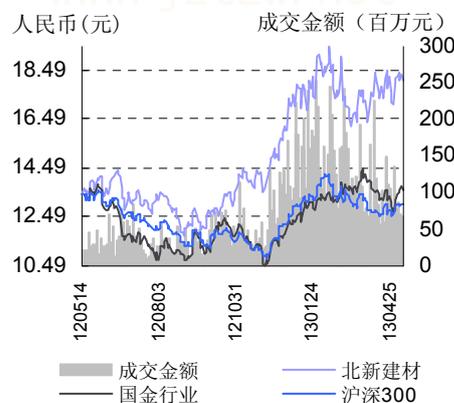
市价(人民币): 18.40元

持续增长可期

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)	105.83
年内股价最高最低(元)	19.46/11.70
沪深 300 指数	2493.34
深证成指	8809.08



相关报告

1. 《北新建材 2012 年业绩的点评》, 2013.3.15
2. 《北新建材 2012 年 3 季度业绩点评》, 2012.10.29
3. 《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	1.520	1.835	2.141
每股净资产(元)	5.24	6.13	7.35	8.89	10.73
每股经营性现金流(元)	1.93	1.97	2.40	3.32	3.74
市盈率(倍)	12.02	14.86	11.97	9.92	8.50
行业优化市盈率(倍)	20.11	34.21	36.92	36.92	36.92
净利润增长率(%)	25.43%	29.48%	29.17%	20.76%	16.65%
净资产收益率(%)	17.33%	19.19%	20.67%	20.65%	19.95%
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

投资逻辑

- 长期增长空间有保证: 首先, 随着消费理念的改变、建筑人力成本的上升, 石膏板的渗透率将继续上升, 未来几年市场容量有望保持 10~15% 左右的复合增速, 而公司依靠成本、销售网络的优势能够实现超越行业的增长。其次, 公司逐步向石膏板相关领域, 如龙骨、矿棉板, 以及新型房屋领域扩张。
- 石膏板产能释放速度或超出此前规划, 目前在建产能达 2.8 亿平米。预计 2013 年底公司产能将超过 18 亿平米, 2014 年达到 20 亿平米的目标。鉴于 2012 年末投产的大量产能将在 2013 年产生实际供给, 以及目前较高的产能利用率。预计 2013 年销量将达到 13.5 亿平米, 同比增长 28%。
- 成本费用仍有下降空间, 但下降速度趋缓, 预计 2013 年毛利率持平。一方面, 依靠工艺研发, 煤耗纸耗仍能有小幅下降; 且经济弱复苏的背景下, 煤价纸价上行空间不大。另一方面, 在公司的努力下, 龙牌的经营效率(产能利用率、费用率)都可能得到进一步提升。
- 其他相关业务提供较大增长空间: 公司已布局矿棉板、龙骨、新型房屋等新领域, 矿棉板 2012 年市场容量约 1.1 亿平米(十亿元), 而轻钢龙骨或能达到石膏板同等级别的百亿市场容量。

投资建议

- 在石膏板市占率达到 50% 之后, 公司着力开拓新的领域, 从矿棉板到轻钢龙骨以及新型房屋, 收入的增长空间得到较大拓展。凭借优秀的制造管理和已有庞大的客户群及销售网络, 我们期待公司在新的领域获取新的成功。
- 短期来看, 公司业绩主要取决于石膏板业务。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估值的变化方向, 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。
- 预计 2013~2015 年 EPS 分别为 1.52、1.84、2.14 元/股, 给予“增持”评级。

风险

- 需求大幅下滑, 成本大幅上升。

石膏板可保持长期稳定增长

- 过去十年，石膏板行业年复合增速达 26.3%。未来十年城镇化将继续，而且随着消费观念的改变、建筑人力成本的上升，石膏板的渗透率还将继续上升，而且，二次装修的重复消费市场不断变大。到 2020 年前，整体市场容量有望保持 10~15%左右的复合增速。

图表1. 石膏板产量及增速



来源：公开资料、国金证券研究所

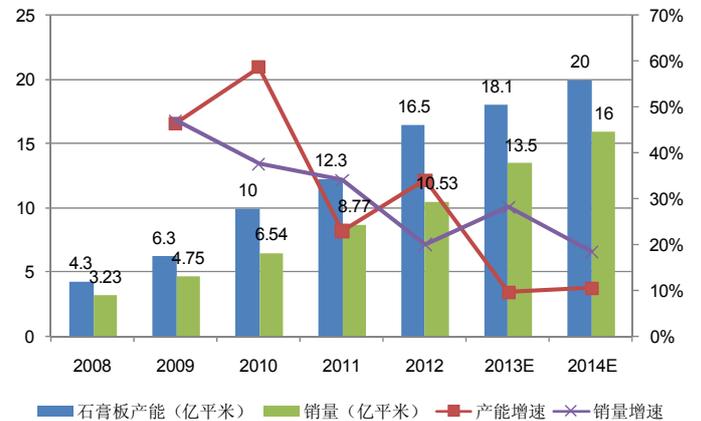
2013 年产能超 18 亿

- 我们认为，公司依靠产能、成本、销售网络的优势仍可以实现了超越行业的增速。2012 年底公司产能达到 16.5 亿平米。目前在建产能达 2.8 亿平米，预计 2014 年底前都将投产。预计 2013 年将投产超过 1.6 亿平米，产能超过 18.1 亿平米。

图表2. 在建产能

	地区	产能 (万平方米)	龙骨 (吨)	预计投产时间
龙牌	天津	5,000	5,000	2013年
	福建泉州	3,000	3,000	2013年
	浙江海盐	3,000	5,000	2014年
泰山	吉林四平	4,000		2013年
	福建龙岩	4,000		2013年
	山东威海	4,000		2014年
	安徽宣城	5,000		2014年

图表3. 石膏板产能、销量测算



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jtztzw.net

图表4. 石膏板产量及增速

北新建材 全球最大石膏板产业集团

石膏板16.5亿m²产业布局总图

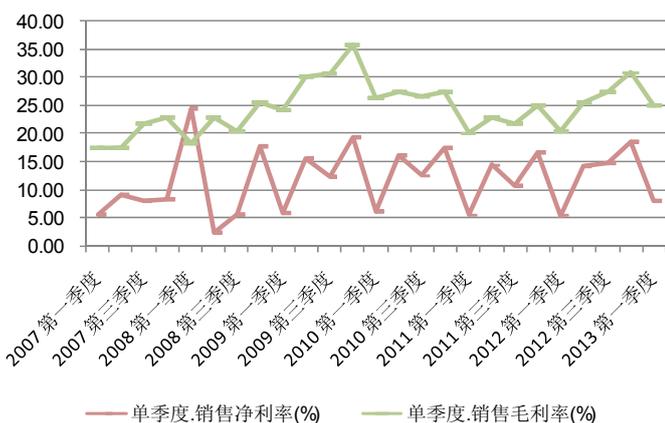


来源：公司网站、国金证券研究所

成本费用仍有下降空间

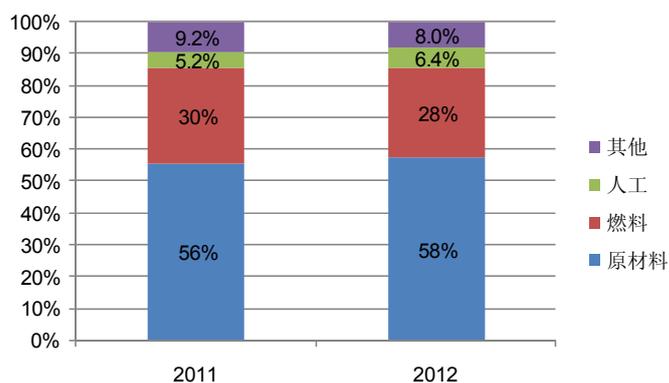
- 美废、煤炭分别占石膏板成本的 20%、30%左右。依靠公司的持续研发，煤耗纸耗仍能小幅下降；且在经济弱复苏的背景下，煤价纸价上行空间不大，上半年煤炭、美废价格大概率仍是同比下跌的态势。
- 另一方面，在公司的努力下，龙牌的经营效率（产能利用率、费用率）可能得到进一步提升。

图表5. 单季度毛利率走势



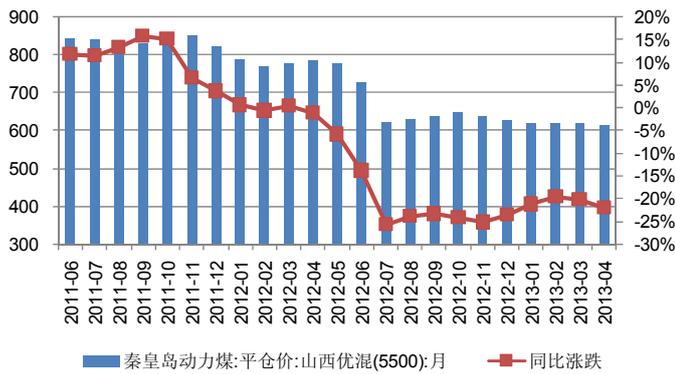
来源：公司公告、国金证券研究所

图表6. 成本占比



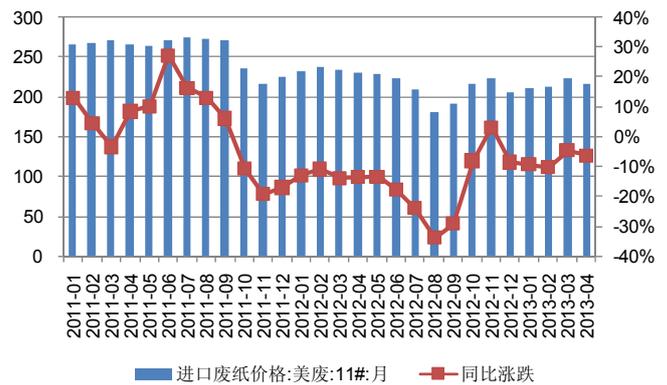
来源：公司公告、国金证券研究所

图表7. 煤炭价格走势



来源：中国煤炭信息网、国金证券研究所

图表8. 美废价格走势



来源：纸业联讯、国金证券研究所

新业务拓展空间大

- 矿棉板和轻钢龙骨是公司目前重点发展的新业务。凭借石膏板的庞大销量和成熟渠道，我们认为这两个业务的前景较为可观。
- 公司计划用三年时间发展成为亚洲最大的矿棉板企业。目前公司产能为1200万平米，预计未来几年产能将实现数倍增长。
 - 矿棉板主要用于办公楼吊顶，目前市场容量大约为1.1亿平米，十几亿元。主要供应商为阿姆斯壮、星牌和龙牌，3家大约占到25%左右的份额。
- 目前公司龙骨产能或接近7万吨，预计未来几年公司龙骨产能也将实现数倍增长。
 - 按常规轻钢龙骨双面石膏板隔墙的构造，每平方米隔墙使用轻钢龙骨3公斤左右，按6000元/吨计算，折合人民币约18元/平米。石膏板大部分应用于隔墙，轻钢龙骨市场容量或接近100亿，与石膏板同等量级。2012年公司龙骨业务收入为4.7亿元，可拓展空间较大。

投资建议

- 在石膏板市占率达到50%之后，公司着力开拓新的领域，从矿棉板到轻钢龙骨以及新型房屋，收入的增长空间得到大大提高。凭借优秀的制造管理和已有庞大的客户群及销售网络，我们期待公司在新的领域获取新的成功。
- 短期来看，公司业绩主要取决于石膏板业务。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估值的变化方向，而产能、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。
- 预计2013~2015年EPS分别为1.52、1.84、2.14元/股，“增持”。

风险提示：

- 需求大幅下滑，成本大幅上升。

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	4,369	5,969	6,685	8,144	10,002	12,026	货币资金	819	792	660	800	900	1,000
增长率		36.6%	12.0%	21.8%	22.8%	20.2%	应收款项	216	251	298	377	463	557
主营业务成本	-3,187	-4,611	-4,910	-5,984	-7,405	-8,991	存货	875	1,080	1,215	1,312	1,623	1,971
%销售收入	72.9%	77.2%	73.4%	73.5%	74.0%	74.8%	其他流动资产	243	220	377	301	372	452
毛利	1,182	1,358	1,775	2,159	2,597	3,035	流动资产	2,153	2,344	2,550	2,790	3,358	3,979
%销售收入	27.1%	22.8%	26.6%	26.5%	26.0%	25.2%	%总资产	29.3%	27.5%	27.1%	27.4%	29.6%	33.9%
营业税金及附加	-5	-10	-18	-16	-20	-24	长期投资	209	213	266	267	266	266
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	4,259	5,197	5,781	6,498	7,179	7,031
营业费用	-202	-188	-252	-285	-350	-421	%总资产	57.9%	61.0%	61.4%	63.7%	63.2%	59.9%
%销售收入	4.6%	3.2%	3.8%	3.5%	3.5%	3.5%	无形资产	692	722	784	642	548	470
管理费用	-266	-304	-355	-423	-520	-625	非流动资产	5,204	6,171	6,868	7,409	7,995	7,769
%销售收入	6.1%	5.1%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%	%总资产	70.7%	72.5%	72.9%	72.6%	70.4%	66.1%
息税前利润 (EBIT)	709	857	1,151	1,435	1,707	1,965	资产总计	7,357	8,515	9,418	10,199	11,354	11,748
%销售收入	16.2%	14.3%	17.2%	17.6%	17.1%	16.3%	短期借款	2,121	1,591	1,917	2,328	1,835	317
财务费用	-81	-105	-150	-173	-173	-194	应付款项	859	1,286	1,357	1,654	2,045	2,481
%销售收入	1.9%	1.8%	2.2%	2.1%	1.7%	1.6%	其他流动负债	41	624	613	232	247	262
资产减值损失	-11	-9	-8	-9	-19	-21	流动负债	3,021	3,500	3,887	4,215	4,126	3,061
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	422	509	521	521	521	522
投资收益	-3	4	6	3	3	3	其他长期负债	694	763	549	0	0	0
%税前利润	n.a	0.5%	0.6%	0.2%	0.2%	0.1%	负债	4,137	4,772	4,957	4,736	4,647	3,583
营业利润	613	747	999	1,255	1,518	1,753	普通股股东权益	2,590	3,016	3,527	4,229	5,112	6,171
营业利润率	14.0%	12.5%	14.9%	15.4%	15.2%	14.6%	少数股东权益	630	727	934	1,234	1,594	1,994
营业外收支	40	88	50	50	55	60	负债股东权益合计	7,357	8,515	9,418	10,199	11,354	11,748
税前利润	653	836	1,049	1,305	1,573	1,813	比率分析						
利润率	14.9%	14.0%	15.7%	16.0%	15.7%	15.1%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-42	-84	-114	-130	-157	-181	每股指标						
所得税率	6.4%	10.0%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.724	0.909	1.177	1.520	1.835	2.141
净利润	611	752	935	1,174	1,416	1,631	每股净资产	4.503	5.243	6.133	7.353	8.889	10.730
少数股东损益	194	229	258	300	360	400	每股经营现金净流	1.586	1.935	1.971	2.405	3.318	3.738
归属于母公司的净利润	417	523	677	874	1,056	1,231	每股股利	0.165	0.290	0.000	0.300	0.300	0.300
净利率	9.5%	8.8%	10.1%	10.7%	10.6%	10.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	16.09%	17.33%	19.19%	20.67%	20.65%	19.95%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	5.66%	6.14%	7.19%	8.57%	9.30%	10.48%
净利润	611	752	935	1,174	1,416	1,631	投入资本收益率	11.52%	13.18%	14.87%	15.53%	16.96%	19.64%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	192	212	252	415	442	457	主营业务收入增长率	33.41%	36.62%	12.00%	21.82%	22.82%	20.23%
非经营收益	96	110	165	159	133	151	EBIT增长率	14.60%	20.77%	34.38%	24.64%	19.00%	15.10%
营运资金变动	14	40	-218	-364	-82	-90	净利润增长率	29.48%	25.43%	29.48%	29.17%	20.76%	16.65%
经营活动现金净流	914	1,113	1,134	1,383	1,908	2,150	总资产增长率	22.75%	15.74%	10.61%	8.29%	11.32%	3.47%
资本开支	-1,206	-1,270	-1,144	-921	-954	-150	资产管理能力						
投资	-23	-48	0	-1	0	0	应收账款周转天数	21.6	14.2	14.3	15.0	15.0	15.0
其他	564	330	-69	3	3	3	存货周转天数	89.1	77.4	85.3	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-665	-988	-1,213	-920	-952	-148	应付账款周转天数	46.5	43.1	50.7	45.0	45.0	45.0
股权募资	0	2	26	0	0	0	固定资产周转天数	275.3	224.2	271.2	245.7	217.6	185.6
债权募资	127	157	339	-135	-494	-1,516	偿债能力						
其他	-206	-311	-418	-188	-363	-386	净负债/股东权益	53.52%	34.93%	39.86%	37.52%	21.71%	-1.97%
筹资活动现金净流	-79	-152	-53	-323	-857	-1,903	EBIT利息保障倍数	8.7	8.2	7.7	8.3	9.9	10.1
现金净流量	169	-26	-132	140	100	100	资产负债率	56.23%	56.05%	52.63%	46.44%	40.93%	30.50%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	9	15	20	26
增持	0	1	7	7	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.10	1.25	1.25	1.29

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
3 2013-03-15	增持	16.73	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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	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