

2013年5月22日

公司研究

评级：增持

研究所

证券分析师：范曾 S0350512040002  
0755-83702783 Fanz@ghzq.com.cn

## 业绩稳步增长，估值具备较强吸引力

## ——北新建材（000786）调研简报

## 事件：

北新建材（000786）调研：我们于2013年5月16日前往北新建材调研，与公司高管进行了深入交流。对公司经营状况，项目进展，公司未来发展趋势行了深度讨论。现形成调研简报如下：

参会人员：董秘史可平，证代张晓等

## 投资要点：

- **市场需求平稳，预计全年公司收入增速将维持在20%左右。** 受益于行业本身自然增长以及对于中小石膏板企业的整合，行业未来几年将维持10-15%的平均增速，而公司有望保持超出市场均值的增速。此外，公司产品层次主要由具备规模优势的泰山品牌（中低端）以及面对高端市场的龙牌组成，产品系列完善，满足各层次市场需求，保证公司业务稳定增长。同样受益于十年装修周期影响，市场需求有望放量，公司石膏板业务有望维持较高增速。
- **市场扩充完善，渠道下沉战略基本铺开。** 公司石膏板的销售主要以华东，华北地区为主。龙牌主要集中于1线城市；泰山品牌则主要面对2、3线城市，客户群主要以民用建筑为主。销售渠道上，公司今年将渗透至县、乡一级。渠道下沉将直接扩大公司销售范围，占领中小企业市场，对公司高端产品需求以及毛利不会产生影响。
- **新材料及龙骨结构成为未来新增亮点。** 公司未来将配套石膏板销售龙骨，这部分除了销量能与石膏板匹配以外，单体毛利率也相对较高；随着公司战略的逐步转移，龙骨业务对公司实际业绩的贡献有望增大。
- **盈利预测及评级** 预计公司2013-2015年收入79.72、93.76和109.35亿元，同比增长分别为19%、18%、17%，归属上市公司股东净利润为8.39、10.51和12.37亿元，同比增长24%、25%和18%；对应2013-2015年EPS为：1.46、1.83和2.15元/股。当前股价对应2013-15年PE为14倍、11倍和9倍。公司是国内石膏板龙头企业，具备较强规模及管理优势，盈利能力较强，近几年业绩有望保持相对高速增长，给予公司“增持”评级。

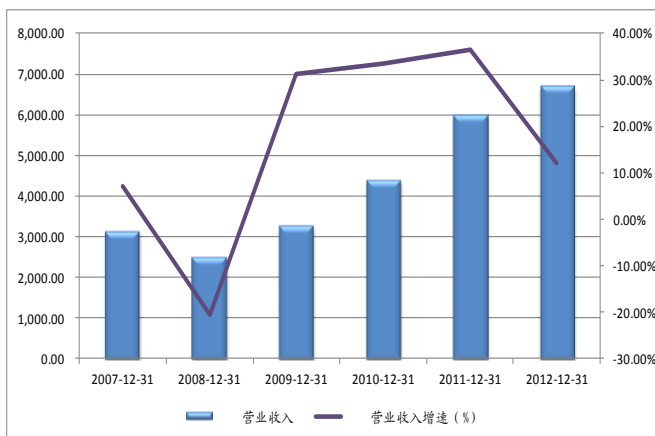
## 1、国内石膏板绝对龙头

北新建材是中国新型节能环保建材规模化生产和应用的引领者，创立于 1979 年，1997 年在深交所挂牌上市。公司目前拥有三大业务体系：

- 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。

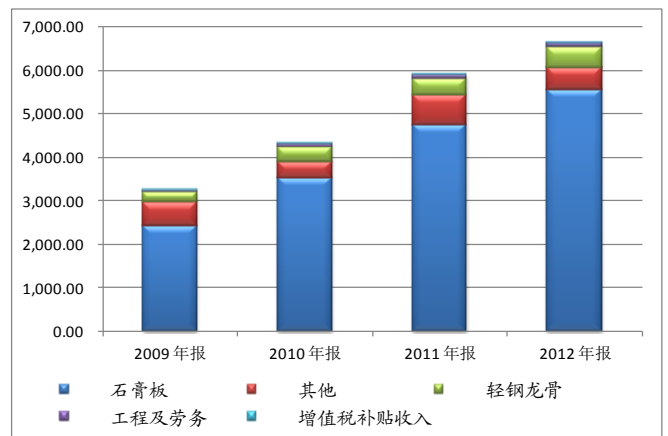
从财务数据来看，由于公司市场基数已经非常巨大，公司 2012 年的营业收入增速较前几年出现明显放缓迹象，但利润增速仍有所提升。石膏板作为公司最主要的产品在 2012 年主营业务收入中占比为 83.6%，同比增速 12%，在 2012 年主营业务毛利中占比为 85.3%。

图 1、主营业务收入及增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2、主营产品收入



资料来源：WIND、国海证券研究所

## 2、市场需求：增速维持平稳

虽然公司下游客户主要集中于房地产，但我们分析认为，房地产固定资产投资增速的下滑，以及新开工面积增速下滑情况，对公司业绩影响很有限。原因如下：

- 公司有望受益于石膏板行业的整合，且公司产品包括具备规模优势的泰山品牌（中低端）以及面对高端市场的龙牌组成，产品系列完善，满足各层次市场需求，公司业务有望持续增长。
- 房屋建筑领域：截止 2012 年末，中国房屋新开工面积：17.73 亿平米，增速下降至 -7.30%；施工面积：57.34 亿平米，增速 13.20%；竣工面积 9.94 亿平米，同比增速 7.3%。总体而言，由于竣工及施工面积的绝对数值较大，近两年每年均有接近 10 亿平米的竣工量，保证了石膏板传统业务的后续需求。

图 3、房地产固定资产投资

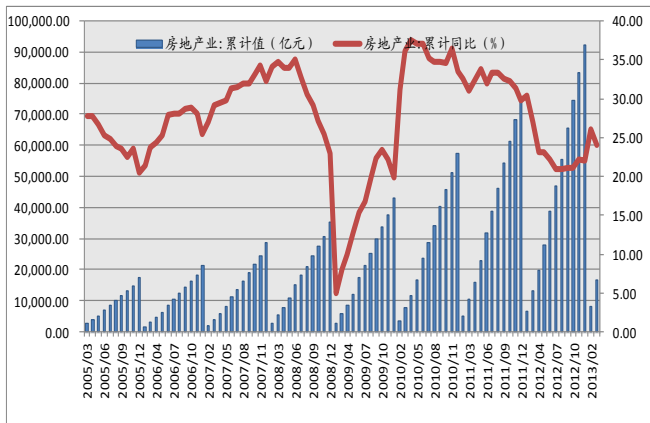


图 4、房屋施工面积

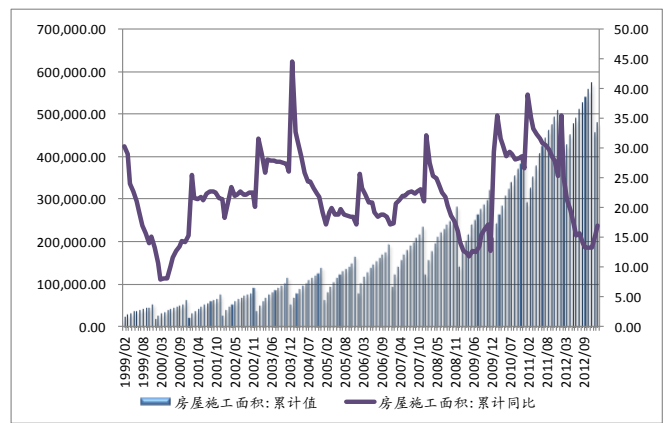


图 5、新开工面积及增速

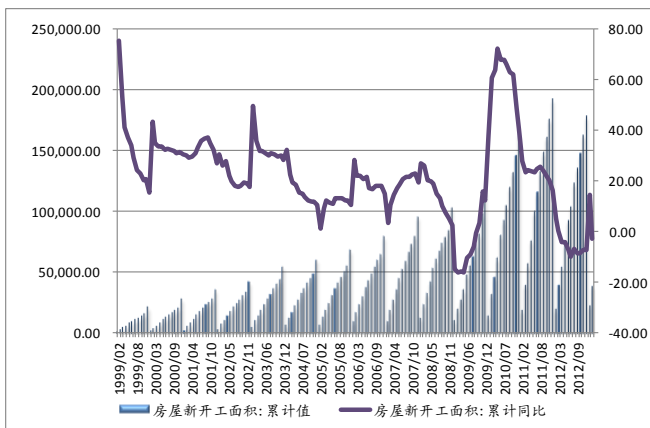
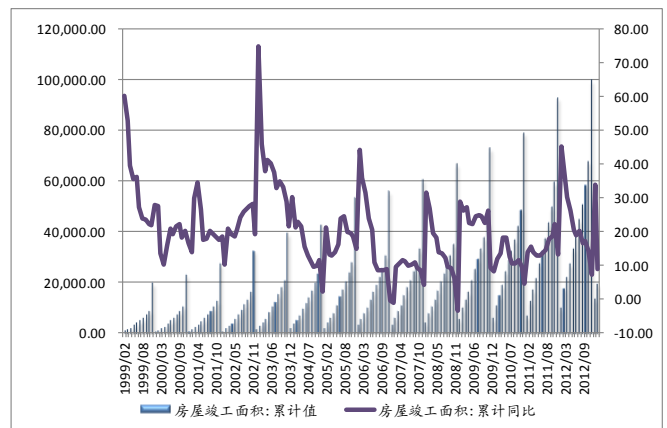


图 6、竣工面积及增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

➤ 中国商品房、商业建筑从 2003 年开始出现爆发式增长，目前正进入十年为周期的住宅二次装修高峰期，未来将陆续提供 400-500 亿平米的家装市场空间，这也将带动室内装修的新增需求。此外，二手房交易的活跃，也间接刺激石膏板市场需求。

因此我们有理由认为，未来几年，公司业务能够维持超越同行业的 20% 的平均增速。

## 2.1、石膏板业务：渠道下沉战略

从我们调研来看，龙牌的终端定位接近高端品牌，市场更多的是品牌影响力；而泰山石膏品牌系列众多，主要从规模优势入手，依靠低成本进入中低端市场，从而构筑起高中低档产品，满足各层次市场需求。

公司石膏板的销售主要以华东，华北地区为主。其中龙牌主要集中于 1 线城市，70% 客户为商业建筑、酒店、高端公共设施建筑。泰山市场则主要面对 2、3 线城市，客户群主要以民用建筑为主。销售渠道上，公司今年将渗透至县、乡一级。对于公司渠道下沉，是否会影响毛利率问题，我们认为，渠道下沉将直接扩大公司销售市场，抢占之前中小企业的市场份额，但任何地区，均存在对高、中、低档次石膏板的需求，对公司高端产品需求以及盈利能力不会产生显著影响。

从 2013 年 1 季度经营情况来看，石膏板销售情况良好。由于二季度房地产进入小旺季，需求有望进一步提升，预计龙牌和泰山石膏板收入增速有望达到 20%。由于施工季节性影响，我们判断公司全年石膏板销售收入将保持 20%左右增速。

## 2.2、产能大规模扩充放缓，高中低端产品线均衡发展

截至 2012 年底，北新建材在全国 20 个省市拥有石膏板生产线 50 余条，产能规模 15.99 亿平米，销售网点遍布全国 113 个经济发达的地级市及部分重点县级市，主导产品龙牌石膏板的国内市场占有率超过 50%。预计 2013 年在建生产线 7 条，其中泰山 4 条，龙牌 3 条，2013 年可投产的 4 条生产线产能合计 1.6 亿平米。2015 年公司规划将石膏板产能扩充至 20 亿平米。短期来看，公司的产能扩张还将会延续，但扩张规模和速度相对前几年规模相对放缓。各生产线情况及在建生产线情况如下表：

表 1、已投产的产能分布情况

泰山生产线（投产）万平米			龙牌主要生产线（投产）万平米		
序号	地点	产能	序号	地点	产能
1	山东泰安	2000	1	北京	4500
2	山东泰安	3000	2	山东枣庄	3000
3	山东泰安	1200	3	河北涿州	5000
4	江苏邳州	3000	4	浙江宁波	3000
5	河北秦皇岛	2500	5	江苏太仓一期	3000
6	山东潍坊	3000	6	广东肇庆	3000
7	江苏江阴	6000	7	辽宁铁岭	3000
8	山西潞城	5200	8	湖北武汉	3000
9	辽宁阜新	8000	9	四川广安	3000
10	湖南湘潭	3000	10	江苏太仓二期	3000
11	浙江温州	3000	11	江苏镇江	3000
12	河南洛阳	5000	12	河北顾城	3000
13	河北石家庄平山	3000	13	河南新乡	3000
14	河北衡水	3000	14	山东平邑	2000
15	内蒙包头	3000	15	安徽淮南	5000
16	重庆一期	2000		<b>产能合计</b>	<b>49500</b>
17	重庆二期	2000			
18	宁夏银川	3000			
19	江苏南通	3000			
20	湖北荆门	4000			
21	湖北荆门	6000			
22	广东惠州	3000			
23	贵州福泉	2000			
24	四川什邡	3000			
25	河南偃师	3000			
26	安徽铜陵	3000			
27	江西丰城	3000			
28	陕西省渭南市	1500			
29	陕西省渭南市	3000			
30	云南省易门县	2000			
31	云南省易门县	3000			
32	河南省偃师市	4000			
33	山东	6000			
	<b>产能合计</b>	<b>110400</b>			

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 2、在建产能

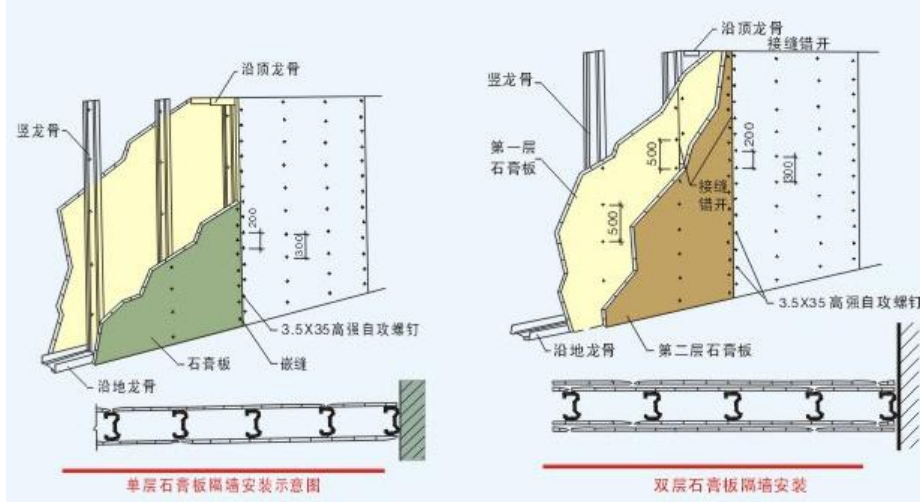
	所在地	产能 (万平方米)	进度	预计投产时间
北新	天津	5000	在建	2013 年
	福建泉州	3000	在建	2013 年
	浙江海盐	3000	拟建	2014 年
泰山	吉林省	4000	在建	2013 年
	福建省龙岩市	4000	在建	2013 年
	山东威海	4000	拟建	2014 年
	安徽宣城	5000	拟建	2014 年

资料来源：公司公告、国海证券研究所

### 2.3、矿物棉、龙骨市场将成为未来新的利润增长点：

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是公司三大发展体系之一。公司在高端龙骨结构方面，具备品质优势。在销售策略上，公司将逐渐在高端龙牌石膏板销售中实行配套销售龙骨策略。

图 7、石膏墙结构

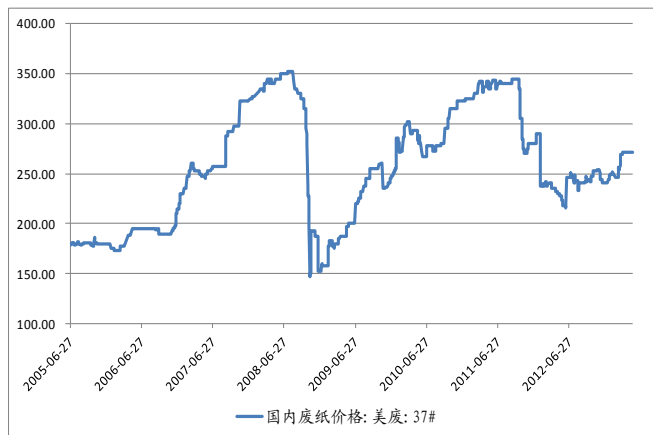


资料来源：国海证券研究所

公司 2012 年轻钢龙骨销售 4.73 亿元，按照 6400 元/吨计算，公司去年产量约为 7.3 万吨，约占公司总销售石膏板面积的 1.6%。由于龙骨结构在石膏板系统中，占据相当的份额，我们初步测算，按照每平方米石膏板对应 3-4 千克龙骨计算，公司仅龙牌（5.5 亿平米）石膏板理论上对应 100 亿的龙骨收入。但由于目前公司在龙骨配套销售方面还属于规划阶段，且生产龙骨的中小企业更加分散而杂乱，短时期内该项业务难以大幅贡献利润，但借助公司强大的销售渠道，以及品牌效应，预计龙骨业务有可能成为公司另一利润增长点。

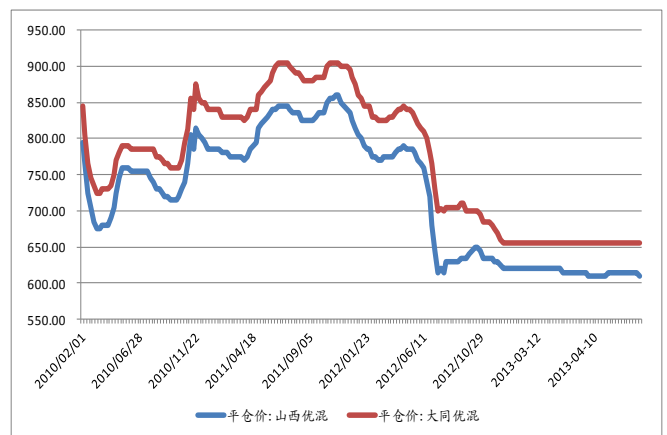
从生产石膏板的成本构成来看，脱硫石膏占成本的 15%，护面纸占 35-40%，煤炭占 15-20%。护面纸价格波动对毛利影响较大。公司占据了国内大部分优质石膏矿产区和脱硫石膏资源，对原材料控制力较强。护面纸价格自 3 月份后小幅回升，但预计年内不会出现较大变动。公司的规模优势以及精细化管理模式使得其成本方面远胜于同行业其他优质公司，预计年内石膏板产品毛利率将维持相对稳定。

图 8、美废 37 价格



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 9、煤炭价格



资料来源: WIND、国海证券研究所

### 3、盈利预测及评级

我们预计公司未来三年收入增速略有放缓,但总体保持稳定,新产品业务以及配套龙骨销售战略将拉动公司业绩增长。预计公司 2013-2015 年收入 79.72、93.76 和 109.35 亿元,同比增长分别为 19%、18%、17%,归属上市公司股东净利润为 8.39、10.51 和 12.37 亿元,同比增长 24%、25%和 18%。对应 2013-2015 年 EPS 为: 1.46、1.83 和 2.15 元/股。当前股价对应 2013-15 年 PE 为 14 倍、11 倍和 9 倍。公司是国内石膏板龙头企业,具备较强规模及管理优势,盈利能力较强,近几年业绩有望保持相对高速增长,给予公司“增持”评级。

### 4、风险提示

- 地产调控政策再度加码,严重影响房地产市场;
- 银行利率变化等导致公司财务指标大幅度变动;
- 原材料价格大幅波动。

表 3、北新建材盈利预测

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	15%	16%	18%	18%	EPS	1.18	1.46	1.83	2.15
毛利率	27%	27%	28%	28%	BVPS	6.13	6.69	7.39	8.22
期间费率	12%	11%	11%	10%	<b>估值</b>				
销售净利率	10%	11%	11%	11%	P/E	17.74	14.31	11.42	9.70
<b>成长能力</b>					P/B	3.40	3.12	2.82	2.54
收入增长率	12%	19%	18%	17%	P/S	1.80	1.51	1.28	1.10
利润增长率	29%	24%	25%	18%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表(百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
总资产周转率	0.71	0.78	0.83	0.88	营业收入	6685	7972	9376	10935
应收账款周转率	22.44	22.44	22.44	22.44	营业成本	4910	5836	6791	7916
存货周转率	4.04	4.04	4.04	4.04	营业税金及附加	18	21	25	29
<b>偿债能力</b>					销售费用	252	299	351	411
资产负债率	53%	50%	47%	45%	管理费用	355	422	495	579
流动比	0.66	0.93	1.22	1.53	财务费用	150	145	135	125
速动比	0.34	0.57	0.82	1.09	其他费用/(-收入)	(2)	0	0	0
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	营业利润	999	1249	1578	1876
现金及现金等价物	660	1545	2569	3761	营业外净收支	50	50	50	40
应收款项	298	355	418	487	利润总额	1049	1299	1628	1916
存货净额	1215	1449	1687	1966	所得税费用	114	140	176	207
其他流动资产	377	450	529	617	净利润	935	1159	1453	1709
<b>流动资产合计</b>	<b>2550</b>	<b>3799</b>	<b>5203</b>	<b>6832</b>	少数股东损益	258	320	401	472
固定资产	4963	4517	4115	3704	归属于母公司净利润	677	839	1051	1237
在建工程	818	868	918	918	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
无形资产及其他	753	753	678	603	经营活动现金流	1134	1475	1830	2027
长期股权投资	219	219	219	219	净利润	935	1159	1453	1709
<b>资产总计</b>	<b>9418</b>	<b>10271</b>	<b>11247</b>	<b>12390</b>	少数股东权益	258	320	401	472
短期借款	1777	1777	1777	1777	折旧摊销	243	572	527	479
应付款项	898	1071	1247	1453	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	87	125	121	112	营运资金变动	(302)	(576)	(551)	(634)
其他流动负债	1125	1125	1125	1125	投资活动现金流	(1213)	396	352	412
<b>流动负债合计</b>	<b>3887</b>	<b>4099</b>	<b>4270</b>	<b>4467</b>	资本支出	(867)	396	352	412
长期借款及应付债券	521	521	521	521	长期投资	(6)	0	0	0
其他长期负债	549	549	549	549	其他	(340)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>1070</b>	<b>1070</b>	<b>1070</b>	<b>1070</b>	筹资活动现金流	964	(518)	(649)	(763)
<b>负债合计</b>	<b>4957</b>	<b>5169</b>	<b>5340</b>	<b>5537</b>	债务融资	373	0	0	0
股本	575	575	575	575	权益融资	26	0	0	0
股东权益	4461	5103	5907	6852	其它	565	(518)	(649)	(763)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9418</b>	<b>10271</b>	<b>11247</b>	<b>12389</b>	现金净增加额	885	1353	1533	1675

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

范曾，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。



## 机构销售部人员联系方式

**北京区：**北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
梁铮	010-88756833-817	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白丹	010-88576898-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

**上海区：**上海市浦东新区世纪大道 787 号 4 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
赵洁	021-68591565	18917703196	zhaoj04@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5513761	15978141626	yany@ghzq.com.cn

**广深区：**深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhaoj04@ghzq.com.cn
李慧	0755-83704850	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
李芬	0755-83700919	13570866113	lif@ghzq.com.cn