

**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

**6-12个月目标价:** 23.00元

当前股价: 16.61元

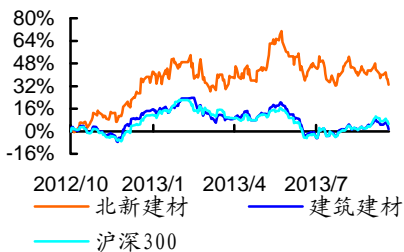
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2155.81
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	96
EPS	0.54
每股净资产(元)	6.36
资产负债率	56.2%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
北新建材	-8.33%	-3.77%	-2.21%
建筑建材	-1.21%	4.62%	-8.11%
沪深300	2.09%	9.97%	-7.40%



**相关报告**

北新建材

000786

强烈推荐

**盈利高增长将持续，关注轻钢龙骨扩张决策**

我们于近期调研了公司，与管理层就行业情况与公司经营进行了交流。

**投资要点:**

- **石膏板销量增速回升，利润率存在上行可能，预计前三季度利润增长近30%。**公司上半年石膏板销量增长13%，主要因近两年产能扩张有所放缓。今年三季度需求较好，销量增速略高于上半年，预计全年可接近15%。成本上，纸价平稳而煤价继续下跌，再加上龙牌产能利用率继续提升，估计毛利率将在二季度31%的基础上继续提升。我们预计Q3公司净利润有望增长25%左右，前三季度有望增长30%。
- **公司石膏板增速有望回归15-20%，轻钢龙骨与房屋有望成为新增长点。**由于大量用于二次装修，石膏板的需求增速稳定，今年以来全行业需求增长35%。而公司在持续高增长后近两年产能扩张略有放缓，导致上半年销量增速仅13%；我们预计未来公司扩张增长有望回归15-20%的正常水平，因此对于其成长性不必过分悲观。中期来看，轻钢龙骨与房屋业务有望成为新的增长点。
- **轻钢龙骨若全配套发展空间超百亿元，关注泰山是否进军龙骨市场。**公司12年龙骨4.73亿元仅为龙牌龙骨，泰山石膏并未配备。龙骨因可与石膏板共享销售渠道而具备拓展的先天优势。从1m<sup>2</sup>石膏板约用2kg龙骨看(5元/kg)，若实现全配套，公司龙骨规模将超百亿元，为石膏板的2倍以上，不过这主要取决于子公司泰山石膏是否进入。仅依靠龙牌龙骨配套率的提升，预计龙骨每年增长20%-25%；若中低端龙骨明年开始扩张，基于泰山优秀的管理能力带来的强竞争力，有望复制泰山石膏板之前的迅猛发展，明显提升公司成长性。
- **房屋业务稳定拓展，新农村建设或成契机。**新型房屋因建设与使用的性能而在国外大量使用，在国内的拓展正在进行。自赞比亚项目后，公司开始在灾后重建及新农村建设中推广，效果较好。我们认为随着品牌度的提升与国内对新型房屋使用习惯的认可，房屋中长期有望成为新增长点且空间较大，但时间可能慢于龙骨。
- **投资建议:**石膏板在墙体中逐步替代传统材料已成趋势，且国内二次装修占比逐步提升将保证石膏板年均15-20%的空间，公司成长性确定且可持续。而轻钢龙骨与房屋有望逐步成为公司新的增长亮点。我们预计13-15年EPS为1.48、1.79与2.0元，近期受市场对地产板块影响股价跌至11倍，明显低估，继续强烈推荐。

**风险提示:**石膏板成本上升导致盈利下滑，龙骨拓展慢于预期。

**主要财务指标**

单位:百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6685	7433	8665	10246
收入同比(%)	12%	11%	17%	18%
归属母公司净利润	677	852	1029	1152
净利润同比(%)	29%	26%	21%	12%
毛利率(%)	26.6%	29.7%	29.4%	27.8%
ROE(%)	19.2%	19.5%	19.0%	17.6%
每股收益(元)	1.18	1.48	1.79	2.00
P/E	14.11	11.20	9.28	8.28
P/B	2.71	2.18	1.77	1.46
EV/EBITDA	10	7	6	5

资料来源:中投证券研究所

表 1 公司盈利预测

	2012	2013E	2014E	2015E
<b>泰山石膏</b>				
产能（万平米）	99,700	121,700	140,700	140,700
产销率	90.3%	82.0%	81.5%	94.0%
销量（万平米）	88,950	99,794	114,671	132,258
增速（%）	19.8%	12.2%	14.9%	15.3%
价格（元/平米）	4.94	4.95	4.95	4.96
收入（万元）	456,165	493,980	567,619	656,000
<b>龙牌</b>				
产能（万平米）	47,000	60,000	63,000	63,000
产销率	32.7%	33.0%	39.5%	47.0%
销量（万平米）	16,380	19,800	24,174	29,610
增速（%）	21.5%	20.9%	22.1%	22.5%
价格（元/平米）	7.09	7.15	7.15	7.17
收入（万元）	98,965	141,570	172,844	212,304
<b>石膏板业务</b>				
总产能（万平米）	146,700	181,700	203,700	203,700
总销量（万平米）	105,330	119,594	138,845	161,868
增速（%）	20.1%	13.5%	16.1%	16.6%
收入（万元）	555,130	635,550	740,463	868,303
增速（%）	17.5%	14.5%	16.5%	17.3%
成本（万元）	404,967	440,436	515,362	622,574
增速（%）	13.0%	8.8%	17.0%	20.8%
毛利率（%）	27.1%	30.7%	30.4%	28.3%
<b>其它产品</b>				
收入（万元）	113,386	107,717	126,029	156,276
增速（%）	-9.0%	-5.0%	17.0%	24.0%
成本（万元）	86,036	82,403	96,412	117,207
增速（%）	-16.3%	-4.2%	17.0%	21.6%
毛利率（%）	24.1%	23.5%	23.5%	25.0%
<b>主营收入合计（万元）</b>				
	<b>668,516</b>	<b>743,267</b>	<b>866,492</b>	<b>1,024,579</b>
增速（%）	12.0%	11.2%	16.6%	18.2%
<b>主营成本合计（万元）</b>				
	<b>491,003</b>	<b>522,840</b>	<b>611,774</b>	<b>739,780</b>
增速（%）	6.5%	6.5%	17.0%	20.9%
毛利率（%）	26.6%	29.7%	29.4%	27.8%

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
<b>流动资产</b>	2550	2983	4220	6021	<b>营业收入</b>	6685	7433	8665	10246
现金	660	1091	2007	3356	营业成本	4910	5228	6118	7398
应收账款	217	219	255	301	营业税金及附加	18	19	17	20
其它应收款	38	42	49	58	营业费用	252	282	311	348
预付账款	377	261	306	370	管理费用	355	461	520	615
存货	1215	1299	1520	1838	财务费用	150	129	124	102
其他	43	71	82	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	1305	1566	1752
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	10598	12396	14529	<b>利润总额</b>	1049	1380	1646	1832
<b>流动负债</b>	3887	3522	3691	4025	所得税	114	141	166	185
短期借款	1777	2000	2000	2000	<b>净利润</b>	935	1239	1480	1647
应付账款	732	722	856	1110	少数股东损益	258	386	451	495
其他	1378	801	834	915	<b>归属母公司净利润</b>	677	852	1029	1152
<b>非流动负债</b>	1070	1376	1526	1677	EBITDA	1149	1706	2004	2208
长期借款	521	621	721	871	EPS (元)	1.18	1.48	1.79	2.00
其他	549	755	805	806					
<b>负债合计</b>	4957	4898	5217	5702					
少数股东权益	934	1320	1771	2266	<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	3294	4323	5476	营业收入	12.0%	11.2%	16.6%	18.2%
归属母公司股东权益	3527	4380	5408	6561	营业利润	33.7%	30.6%	20.0%	11.9%
<b>负债和股东权益</b>	9418	10598	12396	14529	归属于母公司净利润	29.5%	25.9%	20.7%	12.0%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	26.6%	29.7%	29.4%	27.8%
					净利率	10.1%	11.5%	11.9%	11.2%
					ROE	19.2%	19.5%	19.0%	17.6%
					ROIC	15.8%	18.2%	19.6%	20.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	52.6%	46.2%	42.1%	39.2%
					净负债比率	49.18	55.96%	54.08	52.11%
					流动比率	0.66	0.85	1.14	1.50
					速动比率	0.34	0.48	0.73	1.04
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.75	0.74	0.75	0.76
					应收账款周转率	30	34	36	36
					应付账款周转率	7.20	7.20	7.75	7.53
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.18	1.48	1.79	2.00
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.97	2.29	3.21	3.45
					每股净资产(最新摊薄)	6.13	7.62	9.40	11.41
					<b>估值比率</b>				
					P/E	14.11	11.20	9.28	8.28
					P/B	2.71	2.18	1.77	1.46
					EV/EBITDA	10	7	6	5

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
2013-8-29	北新建材—盈利创下新高，成长可持续
2013-03-14	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,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