

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

石膏板扩张提速, 明年成长性将提升

公司 28 日晚公布 13 年三季报, 前三季度收入增 9.29% 至 53.69 亿元, 净利润增 29.37% 于 5.67 亿元, EPS 为 0.986 元。第三季度收入增 9.82% 至 20.96 亿元, 净利润增 24.8% 至 2.57 亿元。基本符合预期。同时公告泰山将再投资 8000 万平米脱硫石膏板生产线。

投资要点:

- **石膏板销量增速平稳, 利润率高位维持, 全年有望增长 25% 左右。** 今年以来石膏板销量增长稳定, 三季度同比增速保持 13% 左右。整体收入仅增 9.3% 主要是赞比亚房屋项目去年三季度确认了约 5000 万收入而今年基本为 0。石膏板的需求下半年好于上半年, 而纸价略有上升煤价明显下降因此成本变动不大。前三季度毛利率与净利率 29.2% 与 10.6%, 高于上半年的 28.7% 与 9.5%。虽然 Q3 单季毛利率 30% 环比降 1 个百分点, 但预计 Q4 销量较大, 利润率将高位维持。我们预计全年利润有望增长 25% 左右。
- **石膏板扩张提速, 明年成长性将恢复至 15% 以上。** 作为新型墙体材料, 石膏板在国内仍具备良好的增长空间。作为龙头企业, 公司近两年扩张速度有所放缓导致今年销量增长仅 13%。本次泰山石膏再投资 8000 万平米的产能将于 14 年投产, 投资速度有加快迹象。公司明年底总产能将达到 21.2 亿平米, 同比增速将恢复至 15% 以上, 规模已超过公司原来的 20 亿平米的十二五规划。中期来看, 我们依然认为公司石膏板可维持 15-20% 的年均增速, 市场对其成长性的担忧有望逐步解除。
- **轻钢龙骨与房屋业务有望成新增长点, 关注泰山是否投资龙骨。** 公司目前龙骨为高端龙牌所有, 若泰山石膏也能够配套龙骨, 意味着产品空间将超百亿元。上半年仅龙牌龙骨便实现 20-25% 的增长, 若泰山进军龙骨市场, 基于其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, 明显提升成长性。而房屋业务在赞比亚项目后开始在国内的灾后重建及新农村建设中推广, 中长期有望逐步增长。
- **周转率略有下降, 现金流充沛。** 三季度末存货与应收账款周转率为 2.97 与 13.57, 低于去年同期的 3.49 与 14.9, 与规模扩张相关。资产负债率 52.9 基本与去年的 52.6 一致。经营性现金流 8.4 亿元, 同比增长 43.7%, 且远高于资本支出 5.8 亿元, 现金流非常充沛, 经营情况良好。
- **投资建议:** 石膏板作为新型建材保持年均 15-20% 的增长确定性高, 而在全球通胀起来之前公司成本端难有明显上涨, 即盈利能力也较为稳定。目前石膏板扩张速度已有加快迹象, 未来关注轻钢龙骨与房屋业务的开拓情况。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 11.5 倍, 明显低估, 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。

6-12 个月目标价: 23.00 元

当前股价: 17.18 元

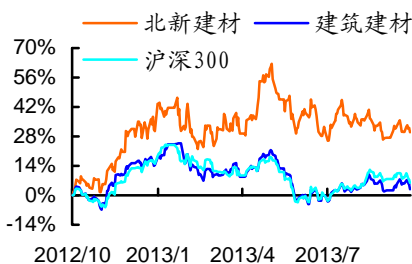
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2132.96
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	98
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	-0.06%	-1.96%	-1.62%
建筑建材	-2.02%	3.06%	-6.83%
沪深 300	-2.49%	5.85%	-4.02%



相关报告

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	14.60	11.59	9.61	8.57

一、经营情况

图 1 公司年度经营情况

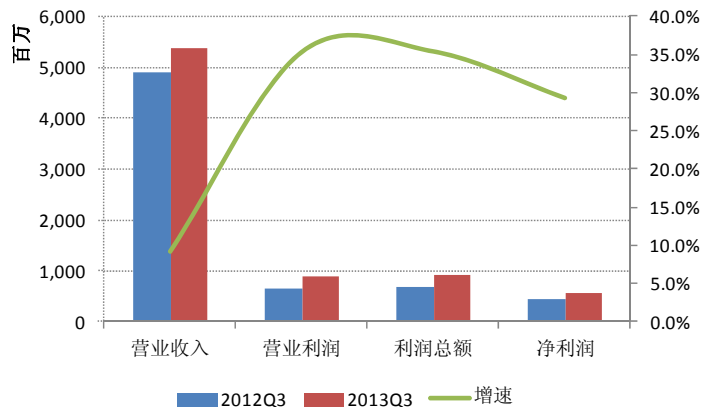
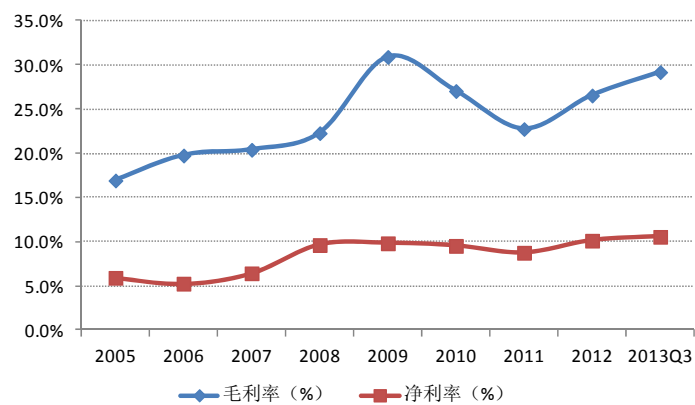


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司分季度收入构成分析

	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
营业收入	17.99	16.44	12.35	17.69	19.09	17.72	12.99	19.74	20.96
+/-	43.00%	26.56%	25.13%	14.94%	6.11%	7.79%	5.18%	11.59%	9.80%
归属净利润	1.38	1.98	0.47	1.86	2.06	2.38	0.69	2.417	2.569
+/-	28.97%	24.53%	38.24%	21.50%	49.28%	20.20%	45.96%	30.03%	24.84%
房屋收入	1.60	1.57	0.79	0.85	0.50	0.48	0.07	0.16	0.00
房屋利润	0.18	0.18	0.11	0.12	0.06	0.06	0.01	0.02	0.00
石膏板收入	16.39	14.87	11.56	16.84	18.59	17.24	12.92	19.58	20.96
+/-	30.29%	14.46%	17.12%	9.40%	13.42%	15.95%	11.76%	16.29%	12.75%
石膏板利润(含营 业外)	1.20	1.80	0.36	1.74	2.00	2.32	0.68	2.40	2.57
+/-	12.16%	13.41%	4.54%	13.42%	66.51%	28.79%	90.65%	38.19%	28.56%

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

	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3
收入(亿元)	15.39	17.99	16.44	12.35	17.69	19.09	17.72	12.99	19.74	20.96
环比增速	56.0%	16.9%	-8.6%	-24.9%	43.2%	7.9%	-7.2%	-26.7%	51.9%	6.2%
毛利率	22.9%	21.9%	25.1%	20.6%	25.5%	27.4%	30.8%	25.2%	31.0%	30.0%
费用率	8.0%	9.5%	9.9%	14.3%	9.6%	10.5%	11.9%	15.4%	11.8%	10.5%
归属股东净利 润(亿元)	1.53	1.38	1.98	0.47	1.86	2.06	2.38	0.69	2.42	2.57
同比增速	21%	29%	25%	39%	21%	49%	20%	47%	30%	25%
环比增速	355.1%	-10.0%	44.0%	-76.4%	297.0%	10.7%	15.8%	-71.2%	252.2%	6.3%
净利率	9.9%	7.7%	12.1%	3.8%	10.5%	10.8%	13.4%	5.3%	12.2%	12.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 公司运营情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013Q3
营运能力									
存货周转率(次)		5.7	5.1	3.8	3.8	4.1	4.7	4.3	3.0
应收账款周转率(次)		8.4	8.9	7.9	13.6	21.1	35.1	35.2	13.6
资金状况									
资产负债率(%)	59.0	60.5	61.1	54.5	54.4	56.2	56.0	52.6	52.9
经营活动现金流(亿元)	1.1	2.7	1.4	3.0	7.9	9.1	11.1	11.3	8.4
增长率(%)		145.7	-46.3	113.1	157.9	16.2	22.0	1.9	43.7
资本性支出									
资本性支出(亿元)	4.4	2.7	4.4	6.6	6.5	12.1	12.8	11.5	5.8
增长率(%)		(38.2)	62.4	48.4	(0.3)	84.9	5.6	(10.1)	(16.0)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、产能情况

图 3 公司石膏板产能情况

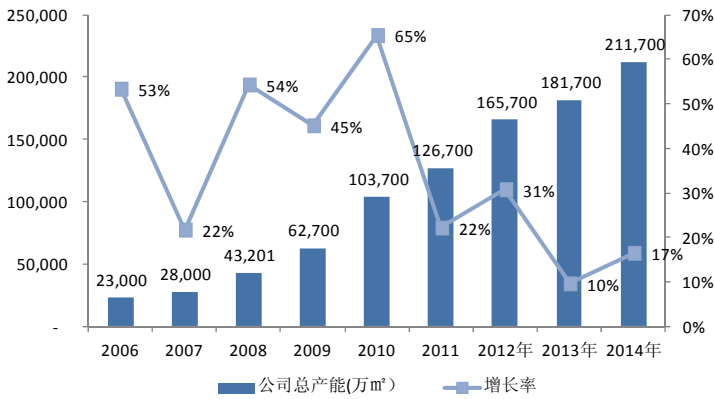
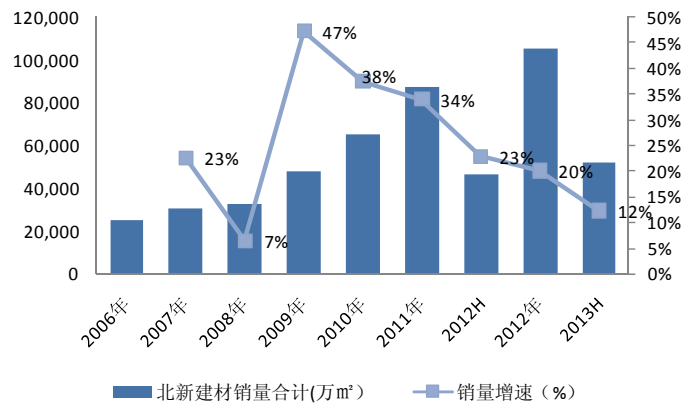


图 4 公司石膏板销量情况



资料来源：中投证券研究所、公司公告

五、盈利预测

表 4 公司盈利预测

	2012	2013E	2014E	2015E
泰山石膏				
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

龙牌

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
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)	105,330	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%
其它产品				
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%
主营收入合计 (万元)	668,516	743,267	866,492	1,024,579
增速 (%)	12.0%	11.2%	16.6%	18.2%
主营成本合计 (万元)	491,003	522,840	611,774	739,780
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
流动资产	2550	2983	4220	6021	营业收入	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
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	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
资产总计	9418	10598	12396	14529	利润总额	1049	1380	1646	1832
流动负债	3887	3522	3691	4025	所得税	114	141	166	185
短期借款	1777	2000	2000	2000	净利润	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	归属母公司净利润	677	852	1029	1152
非流动负债	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					
负债合计	4957	4898	5217	5702					
少数股东权益	934	1320	1771	2266	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	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%
负债和股东权益	9418	10598	12396	14529	归属于母公司净利润	29.5%	25.9%	20.7%	12.0%
					获利能力				
					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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					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
					估值比率				
					P/E	14.60	11.59	9.61	8.57
					P/B	2.80	2.26	1.83	1.51
					EV/EBITDA	11	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	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