



4 季度成本稳定和隐形壁垒下产能释放带动业绩增长

2013 年 10 月 31 日

强烈推荐/维持

北新建材

财报点评

——北新建材（000786）2013 年 3 季报点评

赵军胜 建筑建材行业分析师

执业证书编号：S1480512070003

010-6655 4088

zhaojs@dxzq.net.cn

事件：

2013 年前三季度公司实现营业收入 53.69 亿元，同比增长 9.29%；营业利润为 8.98 亿元，同比增长 35.38%；利润总额为 9.28 亿元，同比增长 35.45%；归属于上市公司股东的净利润为 5.67 亿元，同比增长 29.37%；实现每股收益为 0.99 元。其中第三季度营业收入 20.97 亿元，同比增长 9.82%；营业利润为 4.05 亿元，同比增长 27.94%；利润总额为 4.06 亿元，同比增长 25.85%；归属于上市公司股东的净利润为 2.57 亿元，同比增长 24.84%；实现每股收益为 0.45 元。

公司分季度财务指标评论：

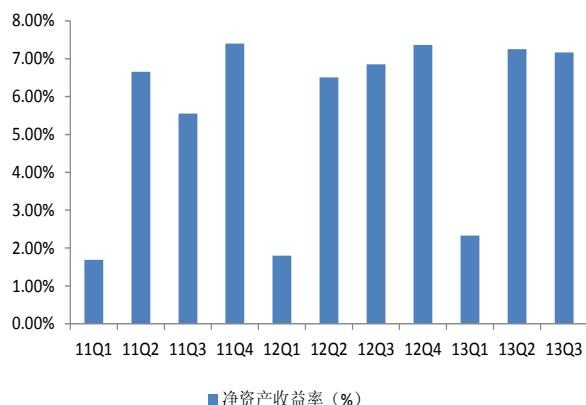
指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3
营业收入（百万元）	1644.31	1235.06	1769.18	1908.96	1771.96	1299.11	1973.80	2096.48
增长率（%）	26.54%	25.19%	14.96%	6.09%	7.76%	5.19%	11.57%	9.82%
毛利率（%）	25.11%	20.62%	25.53%	27.37%	30.82%	25.17%	30.98%	30.00%
期间费用率（%）	9.86%	14.28%	9.57%	10.48%	11.87%	15.40%	11.81%	10.45%
营业利润率（%）	15.11%	6.08%	15.36%	16.56%	18.96%	9.55%	18.69%	19.29%
净利润（百万元）	276.98	68.67	254.84	282.89	328.66	106.43	334.43	356.39
增长率（%）	20.67%	24.64%	14.35%	43.64%	18.66%	54.98%	31.23%	25.98%
每股盈利（季度，元）	0.345	0.081	0.323	0.358	0.414	0.119	0.420	0.447
资产负债率（%）	56.05%	57.02%	56.63%	54.98%	52.63%	54.91%	56.16%	52.91%
净资产收益率（%）	7.40%	1.80%	6.51%	6.85%	7.37%	2.33%	7.25%	7.16%
总资产收益率（%）	3.25%	0.77%	2.82%	3.08%	3.49%	1.05%	3.18%	3.37%

- **基数和销售结构变化使得业绩增速回落。**公司前三季度营业收入增速较 2 季度下降主要原因是新线投产导致公司产品结构出现变化，价格略有微降，以及北新房屋去年收入基数较大。总体上公司销量保持一个稳定的增速，第三季度销量为 3.43 亿平方米。
- **第四季度毛利率稳定和产能继续释放。**公司 2013 年第 3 季度毛利率为 30%，同比提高 2.67 个百分点，仍保持较好水平，预计 4 季度报毛利率保持稳定的概率大。4 季度是传统的旺季，公司将有 2 条 5000 平方米的生产线投产，随着产能的释放公司收入增长将得到提升，4 季度石膏板收入增速将保持 20% 的增长。
- **产能带动市场扩张，受益行业隐形壁垒。**公司计划 2013 年底前，甘肃和河南两条生产线共计 8000 平方米产能将动工建设，预计 2015 年投产，公司 2015 年 20 亿平方米的战略目标，已成定数。当前公司市占率的忍受底线是 50%，但最低也要达到 60%。当前行业新产能的扩张需要在 1000 平方米以上才行，同

时燃料不让再烧煤，烧天然气的成本将会很高。央企背景下，拿地和在电厂附近选址成为其他公司扩张的无形壁垒，公司以产能带动市场的扩张。

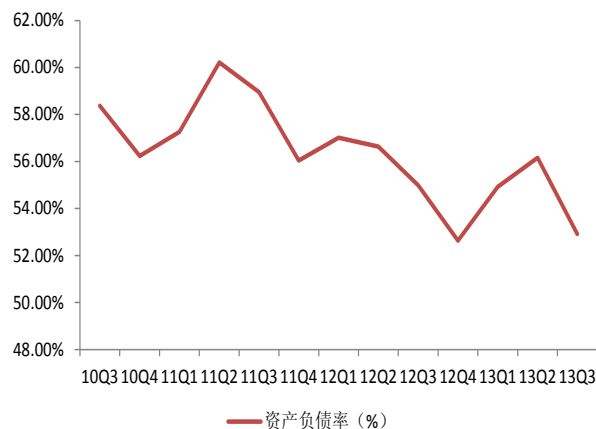
- **新型房屋和龙骨成为未来业绩新的增长点。**公司新型房屋业务处于推广期，2000 年公司就是住宅产业化基地，新型房屋政策将受益于国家住宅产业化政策的概率大。公司新型房屋的原材料均为自己的产品，防火、抗震、保暖，建设周期短，在江浙试点口碑好，未来面向新农村建设。龙骨业务年销量可达 30%，毛利率也高达 30%，同时作为和立面板配套的产品，对于一些企业很难形成单独的上规模业务，公司在此业务上没有竞争对手，成为未来产业链条延伸，成为业绩增长的一个潜在业务。
- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2013 年到 2015 年的每股收益为 1.50 元、1.79 元和 2.08 元，以收盘价 17.47 元计算，对应的动态 PE 为 12 倍、10 倍和 8 倍，考虑到公司产能扩张下带动市占率的提升、公司业绩的稳定增长和其它业务产品的潜在增长，维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**原材料上涨超预期风险。

图 1：单季度净资产收益率



资料来源：wind, 东兴证券

图 2：资产负债率



资料来源：wind, 东兴证券

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	2343.7	2550.1	3296.1	3661.2	4187.7	营业收入	5969.1	6685.1	7387.1	8853.4	10254.1
货币资金	792.14	659.76	960.32	1150.9	1333.0	营业成本	4610.7	4910.0	5218.9	6285.9	7306.0
应收账款	163.39	216.89	254.40	304.90	353.13	营业税金及附加	9.60	17.82	16.25	19.48	22.56
其他应收款	29.85	37.77	41.74	50.03	57.94	营业费用	188.40	251.62	296.96	355.91	412.21
预付款项	220.21	377.42	377.42	377.42	377.42	管理费用	303.83	354.68	461.69	553.34	640.88
存货	1080.1	1215.0	1615.7	1722.1	2001.6	财务费用	105.03	149.81	105.22	86.29	50.26
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	8.58	8.25	6.00	6.00	6.00
非流动资产合计	6171.0	6868.2	7679.3	8568.6	9464.5	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	213.13	218.81	220.00	220.00	220.00	投资净收益	4.41	5.98	5.00	5.00	5.00
固定资产	3653.8	4963.2	6479.2	7560.6	8590.3	营业利润	747.32	998.92	1286.9	1551.4	1821.1
无形资产	694.58	753.23	677.91	602.58	527.26	营业外收入	443.98	340.04	420.00	420.00	420.00
其他非流动资产	13.91	10.57	10.00	10.00	10.00	营业外支出	355.50	290.20	300.00	300.00	300.00
资产总计	8514.7	9418.3	10975	12229	13652	利润总额	835.81	1048.7	1406.9	1671.4	1941.1
流动负债合计	3500.4	3886.9	4093.4	3730.0	3307.2	所得税	83.93	113.70	196.98	234.01	271.76
短期借款	1416.8	1777.3	1726.6	1129.5	480.98	净利润	751.87	935.06	1210.0	1437.4	1669.3
应付账款	632.66	731.57	843.62	1016.0	1180.9	少数股东损益	229.21	258.29	344.85	409.68	475.77
预收款项	51.76	86.52	96.13	107.64	120.97	归属母公司净利润	522.66	676.77	865.16	1027.8	1193.6
一年内到期的非流	174.00	139.50	180.00	180.00	180.00	EBITDA	1055.2	1391.4	1798.1	2111.8	2420.6
非流动负债合计	1271.6	1070.0	1121.7	1208.0	1291.0	BPS(元)	0.91	1.18	1.50	1.79	2.08
长期借款	508.50	521.10	534.10	547.10	560.10	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	4772.1	4956.9	5215.1	4938.0	4598.2	成长能力					
少数股东权益	726.86	933.87	1278.7	1688.4	2164.1	营业收入增长	36.62%	12.00%	10.50%	19.85%	15.82%
实收资本(或股本)	575.15	575.15	575.15	575.15	575.15	营业利润增长	21.92%	33.67%	28.84%	20.55%	17.38%
资本公积	508.43	510.16	510.16	510.16	510.16	归属于母公司净利润	25.43%	29.48%	27.84%	18.80%	16.13%
未分配利润	1549.0	2058.9	2880.8	3857.2	4991.2	获利能力					
归属母公司股东权	3015.7	3527.4	4392.6	5420.4	6614.0	毛利率(%)	22.76%	26.55%	29.35%	29.00%	28.75%
负债和所有者权益	8514.7	9418.3	10975	12229	13652	净利率(%)	8.76%	10.12%	11.71%	11.61%	11.64%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	8.83%	9.93%	11.11%	11.93%	
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	17.33%	19.19%	19.70%	18.96%	18.05%
经营活动现金流	1432.4	1086.2	1492.8	2058.0	2151.2	偿债能力					
净利润	751.87	935.06	1210.0	0.29	1437.4	资产负债率(%)	56.05%	52.63%	47.90%	40.99%	34.38%
折旧摊销	202.92	242.76	8.64	(0.96)	474.11	流动比率	0.67	0.66	0.81	0.98	1.27
财务费用	(105.03)	(149.81)	(105.22)	(86.29)	(50.26)	速动比率	0.36	0.34	0.41	0.52	0.66
应付帐款的变化	176.79	98.91	112.04	172.47	164.89	营运能力					
预收帐款的变化	10.06	34.76	9.60	11.51	13.33	总资产周转率	0.75	0.75	0.72	0.76	0.79
投资活动现金流	(898.38)	(687.57)	(1128.0)	(1270.4)	(1353.3)	应收账款周转率	35.09	35.16	31.35	31.66	31.17
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	8.47	7.20	6.63	6.76	6.65
长期股权投资减少	3.82	5.67	1.19	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	4.41	5.98	5.00	5.00	5.00	每股收益(最新摊薄)	0.91	1.18	1.50	1.79	2.08
筹资活动现金流	83.31	(531.03)	(64.25)	(597.03)	(615.79)	每股净现金流(最新)	(0.05)	(0.23)	0.52	0.33	0.32
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊)	5.24	6.13	7.64	9.42	11.50
长期借款增加	87.00	12.60	13.00	13.00	13.00	估值比率					
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	19.22	14.84	11.61	9.78	8.42
资本公积增加	(2.05)	1.73	0.00	0.00	0.00	P/B	3.33	2.85	2.29	1.85	1.52
现金净增加额	617.41	(132.37)	300.56	190.62	182.08	EV/EBITDA	10.76	8.50	6.41	5.09	4.10

分析师简介

赵军胜

中央财经大学产业经济学硕士，2008 年进入证券行业，多年行业研究经验，2011 年加盟东兴证券，从事建筑建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。