

**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**

**未来两年成长性将回升，估值修复带来投资机会**

作为我们持续重点跟踪且在近两年看好的标的，我们认为北新建材未来成长性将回升，股价在经历近一年持续震荡后，目前具备明显的投资价值。

**投资要点:**

- ▶ **地产投资增速略有下滑不影响石膏板销售稳定增长。**虽然前10月国内地产投资累计增速19.2%较上半年的20.3%略有下滑，但作为后端装饰用的石膏板面临的不仅有新建房屋，还有二次装修，因而需求历年来相对较为稳定。今年前三季度公司销量同比增约13%，四季度以来增速继续保持。成本上虽然近期煤价有所上涨，但纸价11月略有下跌，成本变化不大，我们预计14年利润率继续高位运行的概率较大。
- ▶ **近两年内部投资支出放缓引起重视，扩张加快有望推动成长性至少回归到15-20%。**公司销量增速由过去的20%以上明显下降至今年的13%，最重要的原因并非行业需求大幅下降，而是子公司泰山近两年的投资有所放缓，这从12年与13年前三季度资本性支出分别下降10.1%与16%可看出来，由此带来的销售放缓已引起重视。而从今年三季度披露的投资计划来看，明年开始新线建设数量将会增加，有望推动未来销售增速的回升。我们认为13年量的成长性有可能为近几年的低点，明后年将逐步提升。
- ▶ **新增长点值得期待，有望加速成长性提高。**在石膏板需求略有放缓的过程中，轻钢龙骨与房屋业务是值得关注的成长点。龙骨目前仅为龙牌石膏板所有，而泰山石膏板并未介入，但目前也已有每年20-25%的增长。若全配套，意味着该产品空间可超百亿元，观察点在于泰山何时进入。而房屋业务空间较为广阔，国内推广过程中受益于灾后重建及新农村建设，成长性也将逐步体现。
- ▶ **市场过于悲观的态度未来有望得到修正，成长性的低估值标的投资机会显著，维持“强烈推荐”评级。**今年以来周期股特别是地产相关产业链个股股价与基本面明显偏离，市场多对未来总体经济增长与地产调控持较为悲观的态度。相反地，我们认为国内经济保持平稳的概率较大，而且北新虽然与地产相关，但偏产业链后端的应用加上二次装修，使得需求波动得到明显平滑。在不考虑其它增长点的前提下，中期年均15-20%的增速确定性高；随着龙骨与房屋业务的逐步开拓，成长性将进一步抬升。三中全会后市场情绪得到修复，这类成长型的低估值标的投资价值突出，估值修复值得期待。预计13-15年EPS为1.48、1.79与2.0元，目前价格可逐步介入，继续强烈推荐。

**风险提示:** 经济出现大幅下滑，石膏板需求明显放缓。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6685	7433	8656	10250
收入同比(%)	12%	11%	16%	18%
归属母公司净利润	677	852	1028	1153
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	14.63	11.61	9.63	8.59
P/B	2.81	2.26	1.83	1.51
EV/EBITDA	11	7	6	6

资料来源: 中投证券研究所

**6-12个月目标价:** 23.00元

当前股价: 17.35元

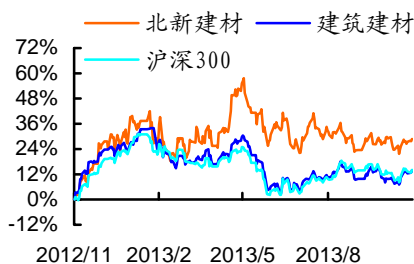
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2201.07
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	100
EPS	0.99
每股净资产(元)	6.80
资产负债率	52.9%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
北新建材	2.15%	-4.28%	-15.04%
建筑建材	3.16%	2.02%	-10.97%
沪深300	1.94%	3.14%	-7.12%



**相关报告**

**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	148,700	148,700
产销率	90.3%	82.0%	77.0%	89.0%
销量 (万平米)	88,950	99,794	114,499	132,343
增速 (%)	19.8%	12.2%	14.7%	15.6%
价格 (元/平米)	4.94	4.95	4.95	4.96
收入 (万元)	456,165	493,980	566,770	656,421
<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	211,700	211,700
总销量 (万平米)	105,330	119,594	138,673	161,953
增速 (%)	20.1%	13.5%	16.0%	16.8%
收入 (万元)	555,130	635,550	739,614	868,725
增速 (%)	17.5%	14.5%	16.4%	17.5%
成本 (万元)	404,967	440,436	514,771	622,876
增速 (%)	13.0%	8.8%	16.9%	21.0%
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>865,643</b>	<b>1,025,001</b>
增速 (%)	12.0%	11.2%	16.5%	18.4%
<b>主营成本合计 (万元)</b>				
	<b>491,003</b>	<b>522,840</b>	<b>611,183</b>	<b>740,083</b>
增速 (%)	6.5%	6.5%	16.9%	21.1%
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	4217	6021	<b>营业收入</b>	6685	7433	8656	10250
现金	660	1091	2007	3355	营业成本	4910	5228	6112	7401
应收账款	217	219	254	301	营业税金及附加	18	19	17	21
其它应收款	38	42	49	58	营业费用	252	282	311	349
预付账款	377	261	306	370	管理费用	355	461	519	615
存货	1215	1299	1519	1839	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	1564	1753
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	12394	14529	<b>利润总额</b>	1049	1380	1644	1833
<b>流动负债</b>	3887	3522	3689	4026	所得税	114	141	166	185
短期借款	1777	2000	2000	2000	<b>净利润</b>	935	1239	1478	1648
应付账款	732	722	856	1110	少数股东损益	258	386	450	495
其他	1378	801	834	915	<b>归属母公司净利润</b>	677	852	1028	1153
<b>非流动负债</b>	1070	1376	1526	1677	EBITDA	1149	1706	2002	2209
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	5215	5703					
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	4322	5475	营业收入	12.0%	11.2%	16.5%	18.4%
归属母公司股东权益	3527	4380	5407	6560	营业利润	33.7%	30.6%	19.9%	12.1%
<b>负债和股东权益</b>	9418	10598	12394	14529	归属于母公司净利润	29.5%	25.9%	20.6%	12.2%
					<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%	39.3%
					净负债比率	49.18	55.96%	54.09	52.10%
					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	14.63	11.61	9.63	8.59
					P/B	2.81	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
2013-10-28	北新建材—石膏板扩张提速，明年成长性将提升
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—在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,股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上  
**推荐:** 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 涨幅 10%~20%之间  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数变动在±10%以内  
**回避:** 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现相对沪深 300 指数持平  
**看淡:** 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现弱于沪深 300 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