

## 证券研究报告

### 公司研究——事项点评

#### 北新建材（000786.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2013.11.22

#### 关键鑫 行业分析师

执业编号：S1500512050001

联系电话：+86 10 63081092

邮箱：guanjianxin@cindasc.com

#### 徐林锋 研究助理

联系电话：+86 10 63080935

邮箱：xulinfeng@cindasc.com

#### 相关研究

《行业龙头，价值依旧》2012.10.09

《业绩符合预期，处在快速成长期的石膏板龙头》

2012.10.29

《价值依旧明显，2013 年增添新亮点》2013.3.14

《石膏板主业稳固，新亮点清晰可寻》2013.4.1

《增长稳健，估值优势突出》2013.4.25

《毛利率提升，业绩增长超预期》2013.8.20

《石膏板方兴未艾，龙骨添新动力》2013.11.22

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院

1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

## 业绩增长依然稳健，股价回调凸显估值优势

### 公司发布 2013 年业绩快报事项点评

2014 年 2 月 17 日

**事件：**北新建材2月14日晚间公布了2013年业绩快报。2013年公司实现营业总收入75.02亿元，较2012年同期增长12.22%；归属于上市公司股东的净利润为9.06亿元，较2012年同期增长33.89%。基本每股收益为1.576元。

#### 点评：

- **四季度业绩超预期。**根据公司公布的2013年业绩快报测算，公司四季度单季营业收入和净利润增速分别为17.72%和42.44%，增速较前三季度上升明显。我们认为，公司四季度业绩增长能够超预期主要是得益于销售渠道下沉，二三线城市需求增长较快所致。另外，公司净利润增速高于营业收入则主要是由于燃料煤炭和美废纸价格的持续低迷导致毛利率提升所致。
- **巴菲特增持美国石棉股份，彰显对石膏板行业未来的发展信心。**近期，沃伦·巴菲特（Warren Buffett）旗下的伯克希尔哈撒韦公司向美国证券交易委员会（SEC）提交监管文件显示，该公司持有建筑材料商USG（美国石棉）集团股份增至30.5%，即约4340万股。USG的主要产品为墙板等石膏制品，其主要用于商业和住房不动产建筑工程。伯克希尔·哈撒韦自2000年便开始建仓美国石棉，是其最大股东。此次增持也显示了巴菲特对石膏板行业未来发展看好的坚定信心。
- **石膏板行业领军者，未来成长可期。**在2012年底，随着淮南5000万平米石膏板生产线项目顺利投产，北新建材以16.5亿平米的产能规模跃居全球最大的石膏板产业集团，取得历史性的突破。根据公司生产线的建设情况，我们预计2013年将新增产能1.6亿平米左右，公司原本“十二五”规划20亿平方米产能有望提前完成，并有上调目标产能的可能。综合考虑下游地产增长、现有存量更新需求以及国内外人均消费量对比等因素，我们预计国内石膏板的市场容量在50亿平方米左右，未来增长潜力依然很大。公司作为行业内的龙头企业，拥有品牌、技术、质量、销售等优势，未来成长可期。
- **轻钢龙骨有望成为公司利润新增长点。**公司龙骨的毛利率水平约为30%，要高于石膏板。当前，龙骨主要是搭配龙牌进行销售，以高端市场为主，但配套率仅为20%左右。龙骨由于市场进入壁垒较低，竞争体系较为混乱，目前基本都是一些小作坊在生产。而公司凭借质量、品牌以及搭配石膏板销售的优势，行业内没有可以形成竞争的对手。随着公司在龙骨市场的逐渐开拓，公司盈利能力有望加速前行。此外，公司矿棉板和北新房屋业务也正在积极推进，但短期内对公司的业绩贡献仍然较小。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司年报尚未披露，我们维持公司2013—2015年每股收益1.49元、1.82元和2.12元的盈

利预测，对应 2014 年 2 月 14 日收盘价（15.55 元）的市盈率分别为 10.45X、8.53X、7.32X。考虑到石膏板行业的成长性以及公司在行业内的龙头地位和未来发展状况，我们认为公司当前估值水平较低，维持对其“买入”评级。

➤ **风险因素：**应收账款周转风险；原材料价格波动风险；房地产继续深入调控带来相关投资大幅下滑。

**表 1：公司报告首页财务数据**

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	5,969.12	6,685.16	7,273.27	8,916.27	10,500.92
增长率 YoY %	36.62%	12.00%	8.80%	22.59%	17.77%
归属母公司净利润(百万元)	522.66	676.77	855.68	1,048.68	1,221.58
增长率 YoY%	25.43%	29.48%	26.44%	22.55%	16.49%
毛利率%	22.76%	26.55%	28.89%	28.71%	28.47%
净资产收益率 ROE%	18.65%	20.69%	20.15%	20.40%	20.71%
每股收益 EPS(元)	0.91	1.18	1.49	1.82	2.12
市盈率 P/E(倍)	17.11	13.22	10.45	8.53	7.32
市净率 P/B(倍)	2.97	2.54	1.80	1.68	1.38

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2014 年 2 月 14 日收盘价

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2,343.74	2,550.11	3,287.10	3,854.88	4,974.86
货币资金	792.14	659.76	1,286.64	1,398.00	2,087.22
应收票据	58.05	43.20	49.35	68.27	73.17
应收账款	163.39	216.89	235.97	289.27	340.68
预付账款	220.21	377.42	397.54	488.59	577.34
存货	1,080.12	1,215.07	1,279.83	1,572.97	1,858.68
其他	29.85	37.77	37.77	37.77	37.77
非流动资产	6,171.02	6,868.20	7,964.15	8,409.99	9,201.93
长期投资	213.13	218.81	218.81	218.81	218.81
固定资产	3,653.84	4,963.24	5,367.91	6,251.32	7,025.93
无形资产	694.58	753.23	782.68	810.92	837.97
其他	1,609.47	932.93	1,594.75	1,128.94	1,119.22
资产总计	8,514.76	9,418.31	11,251.25	12,264.87	14,176.80
流动负债	3,500.46	3,886.96	3,913.91	4,128.04	4,352.36
短期借款	1,416.80	1,777.32	1,777.32	1,777.32	1,777.32
应付账款	632.66	731.57	770.56	947.06	1,119.08
其他	1,451.00	1,378.07	1,366.03	1,403.66	1,455.95
非流动负债	1,271.65	1,070.02	1,070.02	1,070.02	1,070.02
长期借款	508.50	521.10	521.10	521.10	521.10
其他	763.15	548.92	548.92	548.92	548.92
负债合计	4,772.12	4,956.99	4,983.93	5,198.06	5,422.38
少数股东权益	726.86	933.87	1,300.59	1,750.03	2,273.56
归属母公司股东权益	3,015.78	3,527.46	4,966.72	5,316.79	6,480.86
负债和股东权益	8,514.76	9,418.31	11,251.25	12,264.87	14,176.80

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5,969.12	6,685.16	7,273.27	8,916.27	10,500.92
同比	36.62%	12.00%	8.80%	22.59%	17.77%
归属母公司净利润	522.66	676.77	855.68	1,048.68	1,221.58
同比	25.43%	29.48%	26.44%	22.55%	16.49%
毛利率	22.76%	26.55%	28.89%	28.71%	28.47%
ROE	18.65%	20.69%	20.15%	20.40%	20.71%
每股收益(元)	0.91	1.18	1.49	1.82	2.12
P/E	17.11	13.22	10.45	8.53	7.32
P/B	2.97	2.54	1.80	1.68	1.38
EV/EBITDA	9.62	7.88	6.15	5.15	4.47

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5,969.12	6,685.16	7,273.27	8,916.27	10,500.92
营业成本	4,610.77	4,910.03	5,171.73	6,356.31	7,510.84
营业税金及附加	9.60	17.82	13.14	18.07	22.75
营业费用	188.40	251.62	218.20	276.40	315.03
管理费用	303.83	354.68	399.80	472.34	563.55
财务费用	105.03	149.81	113.92	108.77	108.84
资产减值损失	8.58	8.25	12.34	15.12	17.80
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.41	5.98	7.07	7.07	7.07
营业利润	747.32	998.92	1,351.22	1,676.32	1,969.19
营业外收入	443.98	340.04	101.80	101.96	102.12
营业外支出	355.50	290.20	14.89	15.81	18.23
利润总额	835.81	1,048.76	1,438.13	1,762.48	2,053.08
所得税	83.93	113.70	215.72	264.37	307.96
净利润	751.87	935.06	1,222.41	1,498.11	1,745.12
少数股东损益	229.21	258.29	366.72	449.43	523.54
归属母公司净利润	522.66	676.77	855.68	1,048.68	1,221.58
EBITDA	1,147.57	1,444.17	1,849.61	2,210.81	2,547.48
EPS (摊薄)	0.91	1.18	1.49	1.82	2.12

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	1,112.70	1,133.91	1,553.60	1,707.01	2,038.21
净利润	751.87	935.06	1,222.41	1,498.11	1,745.12
折旧摊销	203.48	243.40	296.49	333.32	379.42
财务费用	108.28	152.01	114.99	115.00	114.98
投资损失	-4.41	-5.98	-7.07	-7.07	-7.07
营运资金变动	45.65	-213.39	-95.50	-257.42	-224.24
其它	7.82	22.81	22.27	25.06	30.00
投资活动现金流	-987.67	-1,213.19	-754.21	-1,423.13	-1,176.49
资本支出	-1,269.82	-1,144.28	-761.28	-1,430.20	-1,183.56
长期投资	210.27	612.15	7.07	7.07	7.07
其他	71.89	-681.06	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-151.82	-52.98	-172.44	-172.44	-172.44
吸收投资	2.25	26.00	0.00	0.00	0.00
借款	156.62	338.62	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	310.69	417.60	172.44	172.44	172.44
现金净增加额	-27.04	-132.37	626.88	111.36	689.22

## 建材小组简介

**关键鑫**，经济学硕士，证券从业5年，曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构，获得过2010年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名，2011年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前主要负责非金属材料、建筑与工程行业研究，坚持独立、客观、有针对性的研究风格，挖掘潜在的投资价值。目前，主要覆盖公司包括围海股份、中国玻纤等。

**徐林锋**，浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士，2012年2月加盟信达证券研发中心，现从事建材行业研究。

## 重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
东方雨虹	002271	北新建材	000786	中国玻纤	600176	海螺水泥	600585
纳川股份	300198	扬子新材	002652	开尔新材	300234	冀东水泥	000401
亚泰集团	600881	太空板业	300344	围海股份	002586	东方园林	002310
江河创建	601886	嘉寓股份	300117	中国建筑	601668	中国铁建	601186
亚厦股份	002375	中国海诚	002116	苏文科	300284	广田股份	002482

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。