



买入

27% ↑

目标价格: 人民币 18.70

原目标价格: 人民币 21.83

000786.CH

价格: 人民币 14.75

目标价格基础: 10倍14年市盈率

板块评级: 中立

北新建材

石膏板主业优势稳固, 积极培育新业绩增长点

北新建材 2013 年实现营业收入 74.90 亿元, 同比增长 12.0%, 实现归属上市公司股东净利润 9.06 亿元, 同比增长 33.8%, 对应每股收益 1.574 元, 其中第四季度实现净利润 3.38 亿元, 同比增长 42.0%, 对应每股收益 0.59 元, 与此前业绩预告基本一致。2013 年随着公司产能规模的扩大, 石膏板的销量同比增长 16.8%。同时, 煤炭等原燃料成本的下降带来了毛利率的提升。公司石膏板产能继续保持全球第一, 具有较强规模优势。目前公司积极培育新的利润增长点, 龙骨、矿棉板、新型房屋及结构钢筋材料部品业务稳步发展, 未来成长空间较大。公司作为石膏板行业龙头企业, 在销售网络、生产技术、资源掌控等方面都具有较强优势, 考虑到公司较强的盈利能力和较低的估值, 我们维持买入评级, 目标价格下调至 18.70 元。

支撑评级的要点

- 公司 2013 年石膏板销量 12.3 亿平米, 同比增长 16.8%。截至 2013 年底, 公司石膏板产能达到 16.5 亿平米, 并实现全国 21 亿平米石膏板产业布局, 目标是到 2015 年石膏板产业布局达到 25 亿平米。
- 公司 2013 年毛利率 29.7%, 同比提升 3.2 个百分点; 净利润率 12.1%, 同比提升 2.0 个百分点。期间费用率 11.7%, 同比上升 0.3 个百分点, 其中财务费用率下降 0.01 个百分点至 2.2%。销售费用率和管理费用率同比分别上升 0.02 和 0.34 个百分点至 3.8% 和 5.6%。
- 公司未来将通过增发募集资金投资石膏板配套轻钢龙骨生产线建设, 以及布局结构钢筋材料等项目, 在强化石膏板主业优势的同时也积极向新的领域拓展。

评级面临的主要风险

- 成本大幅上升的风险及房地产调控政策超预期的风险。

估值

- 我们对公司 2014-2016 年的每股盈利预测分别为 1.869、2.163、2.492 元。若考虑增发摊薄, 按增发股份上限 1.5 亿股计算, 则摊薄后 2014-2016 年每股盈利预测为 1.482、1.716、1.977 元。维持对公司的 **买入** 评级, 目标价由 21.83 元下调至 18.70 元, 对应 2014 年 10 倍市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	6,685	7,490	8,733	9,980	11,337
变动(%)	12	12	17	14	14
净利润(人民币 百万)	677	906	1,075	1,244	1,433
全面摊薄每股收益(人民币)	1.177	1.574	1.869	2.163	2.492
变动(%)	29.5	33.8	18.7	15.7	15.2
市场预期每股收益(人民币)		1.580	1.763	2.060	
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.794	2.079	
调整幅度(%)	-	-	4.2	4.1	
核心每股收益(人民币)	1.112	1.424	1.737	2.019	2.334
变动(%)	41.9	28.1	22.0	16.2	15.6
全面摊薄市盈率(倍)	12.5	9.4	7.9	6.8	5.9
核心市盈率(倍)	13.3	10.4	8.5	7.3	6.3
每股现金流量(人民币)	1.97	2.62	3.16	3.20	3.47
价格/每股现金流量(倍)	7.5	5.6	4.7	4.6	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.3	6.6	5.7	5.1	4.5
每股股息(人民币)	0.318	0.430	0.505	0.584	0.673
股息率(%)	2.2	2.9	3.4	4.0	4.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(15.7)	(12.4)	(17.0)	(13.0)
相对新华富时 A50 指数	(5.8)	(4.6)	(6.1)	8.5

发行股数(百万)	575
流通股(%)	48
流通股市值(人民币 百万)	8,483
3个月日均交易额(人民币 百万)	67
净负债比率(%) (2014E)	28
主要股东(%)	
中国建材	52

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 3 月 19 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑原材料

董馨谣

(8610) 6622 9336

xinyao.dong@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513070001

李攀, CFA

(8610) 6622 9073

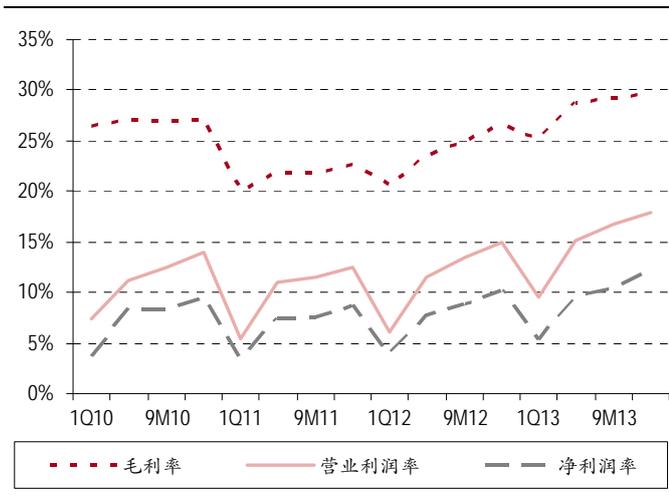
pan.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

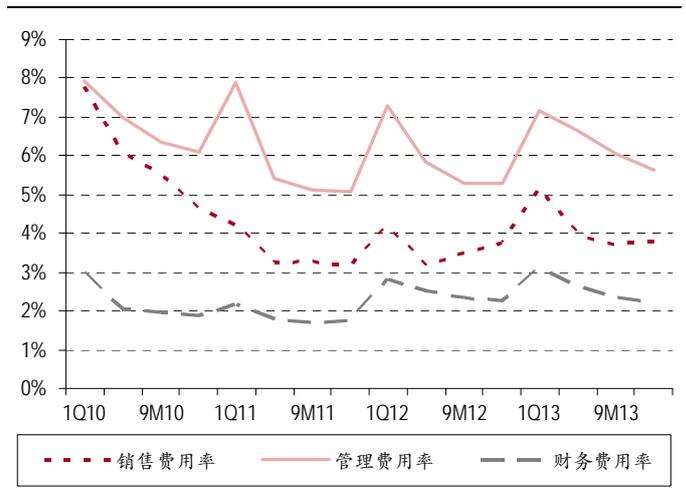
图表 1. 业绩摘要表

(人民币, 百万)	FY12	FY13	同比变化(%)	4Q12	4Q13	同比变化(%)	9M12	9M13	同比变化(%)
营业收入	6,685	7,490	12.0	1,772	2,121	19.7	4,913	5,369	9.3
营业成本	(4,910)	(5,263)	7.2	(1,226)	(1,461)	19.2	(3,684)	(3,802)	3.2
营业税金及附加	(18)	(18)	0.4	(4)	(6)	47.0	(14)	(12)	(13.6)
销售费用	(252)	(283)	12.6	(80)	(83)	3.6	(172)	(200)	16.7
管理费用	(355)	(423)	19.2	(96)	(97)	1.2	(259)	(326)	25.8
财务费用	(150)	(167)	11.4	(34)	(40)	17.2	(115)	(126)	9.7
资产减值损失	(8)	(5)	(37.6)	(0)	1	(243.8)	(8)	(6)	(27.5)
公允价值变动	0	0	nm	0	0	nm	0	0	nm
投资收益	6	5	(18.6)	5	5	3.3	1	0	(94.5)
汇兑净收益	0	0	nm	0	0	nm	0	0	nm
营业利润	999	1,336	33.7	336	438	30.5	663	898	35.4
营业外收入	340	134	(60.7)	48	97	101.8	292	37	(87.4)
营业外支出	(290)	(30)	(89.7)	(20)	(23)	15.5	(270)	(6)	(97.6)
利润总额	1,049	1,440	37.3	364	512	40.8	685	928	35.5
所得税费用	(114)	(182)	59.9	(35)	(51)	45.8	(79)	(130)	66.2
净利润	935	1,258	34.5	329	461	40.2	606	797	31.5
少数股东损益	(258)	(353)	36.5	(90)	(123)	35.6	(168)	(230)	37.0
归属于母公司所有者的净利润	677	906	33.8	238	338	42.0	438	567	29.4

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

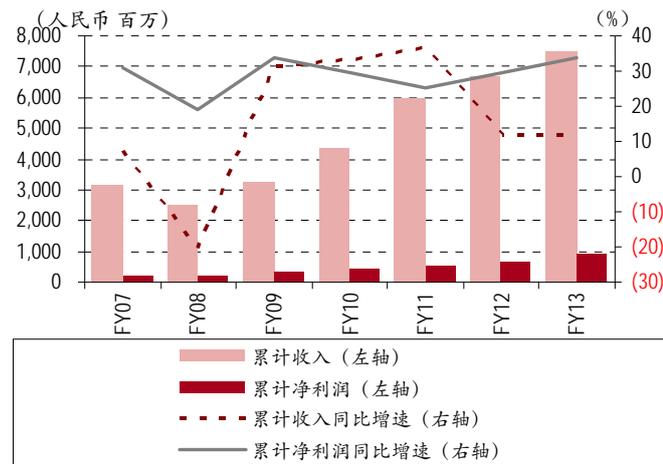
图表 2. 利润率指标走势


资料来源: 公司数据

图表 3. 费用率指标走势


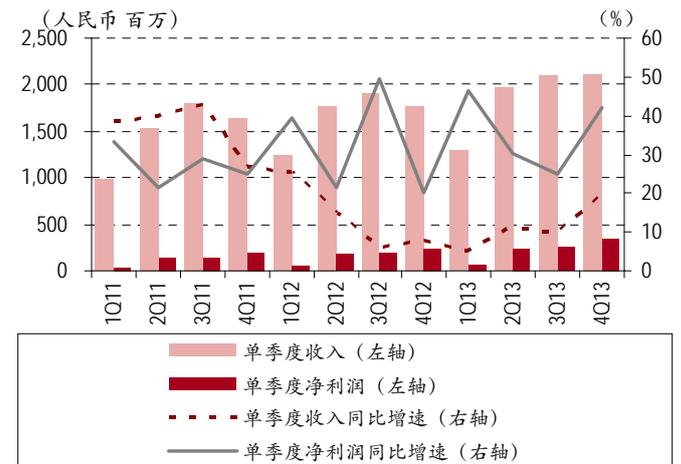
资料来源: 公司数据

图表 4. 公司累计收入利润情况



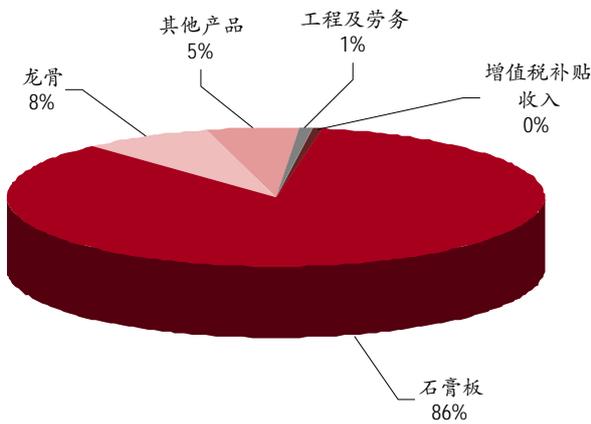
资料来源: 公司数据

图表 5. 公司单季度收入利润情况



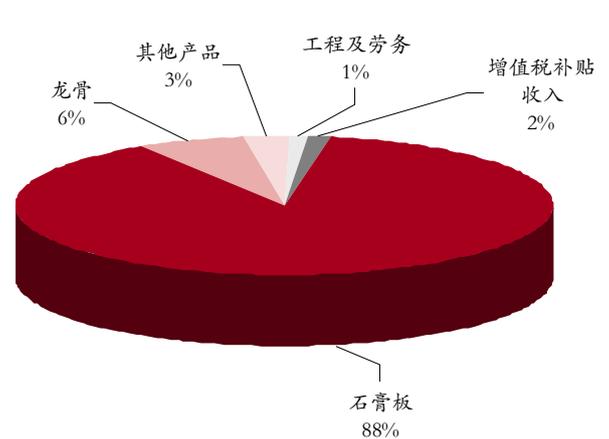
资料来源: 公司数据

图表 6. 2013 年主营业务收入分布



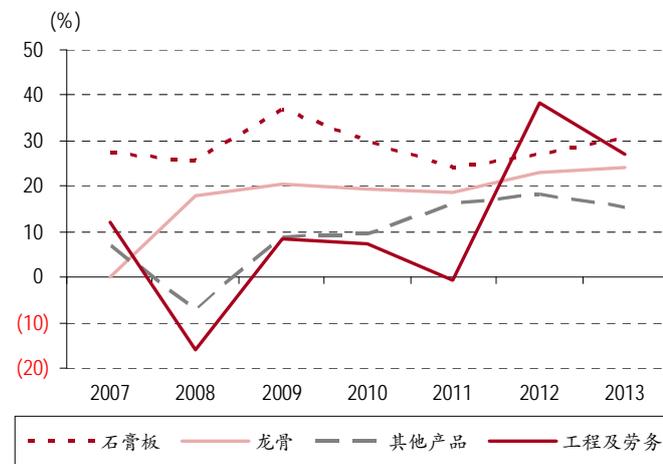
资料来源: 公司数据

图表 7. 2013 年主营业务毛利分布



资料来源: 公司数据

图表 8. 公司分产品毛利率走势



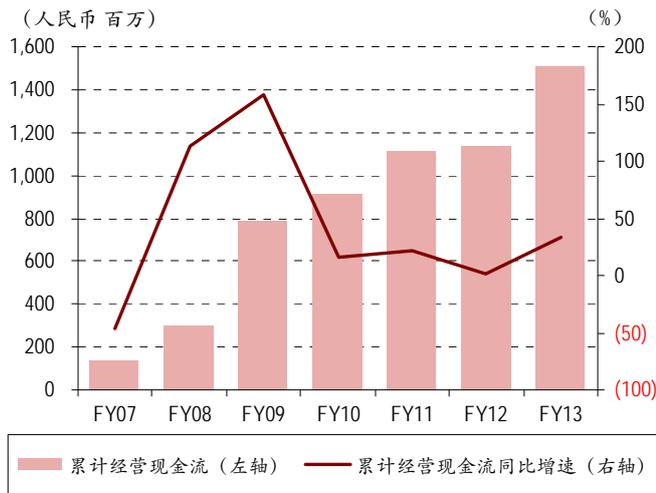
资料来源: 公司数据

图表 9. 公司分地区毛利率走势



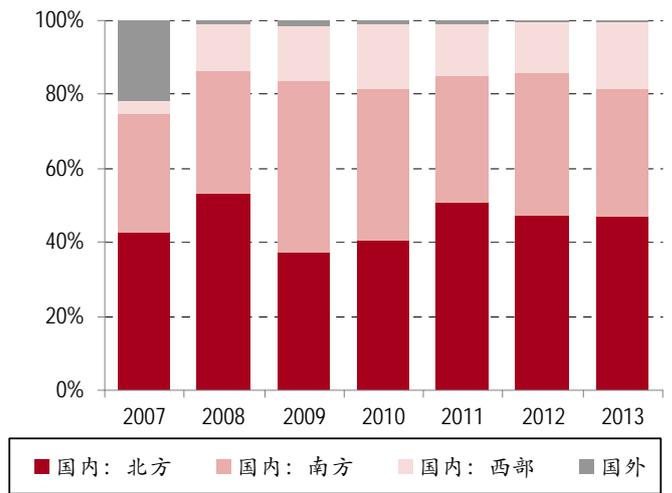
资料来源: 公司数据

图表 10. 经营性现金流情况



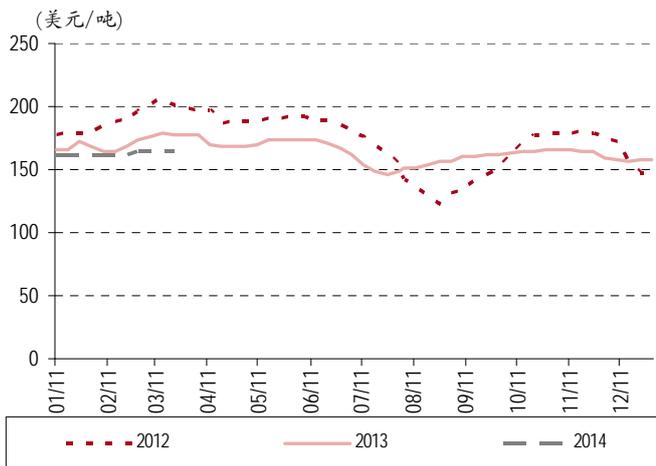
资料来源: 公司数据

图表 11. 公司历年主要地区收入占比



资料来源: 公司数据

图表 12. 美废 3# 价格走势



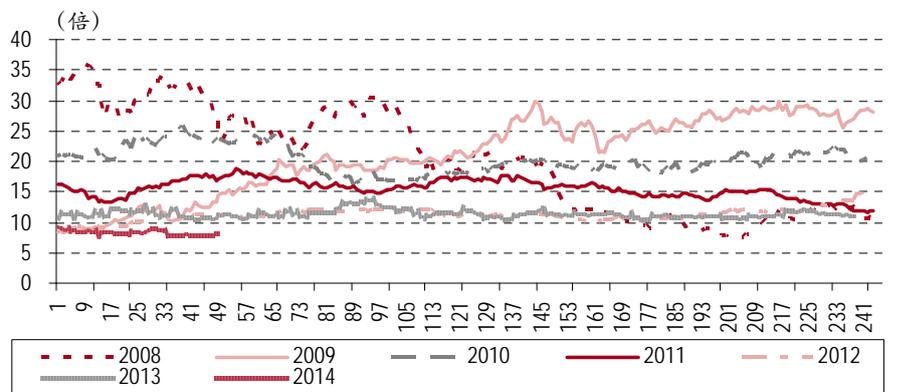
资料来源: 万得

图表 13. 秦皇岛煤炭价格走势



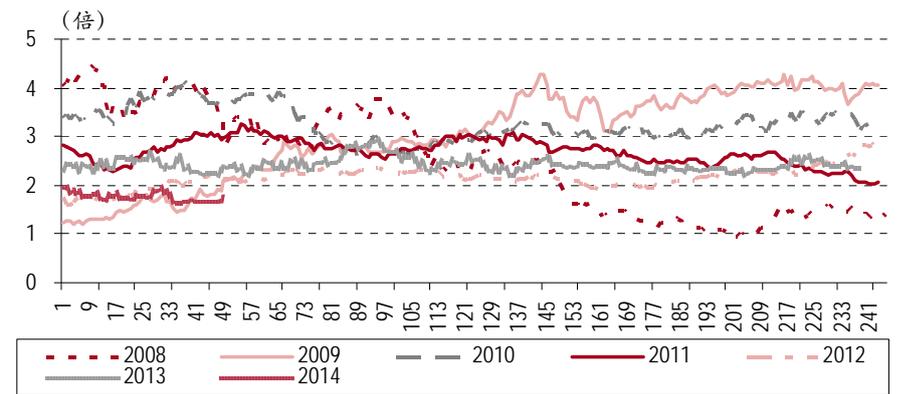
资料来源: 万得

图表 14. 北新建材市盈率走势



资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 15. 北新建材市净率走势



资料来源：公司数据及中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	6,685	7,490	8,733	9,980	11,337
销售成本	(4,910)	(5,263)	(6,132)	(7,015)	(7,979)
经营费用	(381)	(424)	(531)	(640)	(760)
息税折旧前利润	1,394	1,803	2,070	2,325	2,598
折旧及摊销	(243)	(300)	(310)	(321)	(331)
经营利润(息税前利润)	1,151	1,503	1,760	2,003	2,266
净利息收入/(费用)	(150)	(167)	(154)	(139)	(112)
其他收益/(损失)	48	104	91	100	109
税前利润	1,049	1,440	1,697	1,964	2,263
所得税	(114)	(182)	(204)	(236)	(272)
少数股东权益	(258)	(353)	(418)	(484)	(558)
净利润	677	906	1,075	1,244	1,433
核心净利润	640	819	999	1,161	1,343
每股收益(人民币)	1.177	1.574	1.869	2.163	2.492
核心每股收益(人民币)	1.112	1.424	1.737	2.019	2.334
每股股息(人民币)	0.318	0.430	0.505	0.584	0.673
收入增长(%)	12	12	17	14	14
息税前利润增长(%)	34	31	17	14	13
息税折旧前利润增长(%)	32	29	15	12	12
每股收益增长(%)	29	34	19	16	15
核心每股收益增长(%)	42	28	22	16	16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	1,049	1,440	1,697	1,964	2,263
折旧与摊销	243	300	310	321	331
净利息费用	150	167	154	139	112
运营资本变动	(214)	(235)	(137)	(342)	(433)
税金	(114)	(182)	(204)	(236)	(272)
其他经营现金流	21	16	(5)	(5)	(6)
经营活动产生的现金流	1,134	1,505	1,816	1,841	1,997
购买固定资产净值	(1,148)	(999)	(960)	(910)	(860)
投资减少/增加	3	2	0	0	0
其他投资现金流	(69)	42	(3)	(3)	(3)
投资活动产生的现金流	(1,213)	(955)	(963)	(913)	(863)
净增权益	26	5	0	0	0
净增债务	339	37	(264)	(269)	(513)
支付股息	(167)	(183)	(247)	(290)	(336)
其他融资现金流	(251)	(326)	(153)	(139)	(113)
融资活动产生的现金流	(53)	(467)	(664)	(698)	(962)
现金变动	(132)	83	188	230	172
期初现金	792	660	742	931	1,161
公司自由现金流	(77)	555	858	936	1,145
权益自由现金流	110	420	435	520	509

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	660	742	931	1,161	1,332
应收帐款	675	945	1,101	1,309	1,549
库存	1,215	1,437	1,675	2,082	2,573
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	2,550	3,124	3,707	4,552	5,455
固定资产	5,828	6,321	6,932	7,483	7,973
无形资产	777	969	1,008	1,047	1,087
其他长期资产	263	175	182	190	198
长期资产总计	6,868	7,465	8,123	8,720	9,258
总资产	9,418	10,589	11,830	13,272	14,713
应付帐款	1,357	1,514	1,764	2,029	2,320
短期债务	2,517	2,855	2,522	2,245	1,692
其他流动负债	13	61	62	64	63
流动负债总计	3,887	4,431	4,348	4,337	4,075
长期借款	521	219	289	297	337
其他长期负债	549	507	514	522	529
股本	575	575	575	575	575
储备	2,952	3,675	4,503	5,456	6,554
股东权益	3,527	4,250	5,078	6,032	7,129
少数股东权益	934	1,181	1,600	2,084	2,642
总负债及权益	9,418	10,589	11,830	13,272	14,713
每股帐面价值(人民币)	6.13	7.39	8.83	10.49	12.40
每股有形资产(人民币)	4.78	5.71	7.08	8.67	10.51
每股净负债/(现金)(人民币)	4.13	4.06	3.27	2.40	1.21

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.8	24.1	23.7	23.3	22.9
息税前利润率(%)	17.2	20.1	20.2	20.1	20.0
税前利润率(%)	15.7	19.2	19.4	19.7	20.0
净利率(%)	10.1	12.1	12.3	12.5	12.6
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.9	1.0	1.3
利息覆盖率(倍)	7.3	8.6	10.8	13.4	18.0
净权益负债率(%)	53.3	42.9	28.2	17.0	7.1
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
估值					
市盈率(倍)	12.5	9.4	7.9	6.8	5.9
核心业务市盈率(倍)	13.3	10.4	8.5	7.3	6.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	16.8	13.1	10.8	9.3	8.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.4	2.0	1.7	1.4	1.2
价格/现金流(倍)	7.5	5.6	4.7	4.6	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.3	6.6	5.7	5.1	4.5
周转率					
存货周转天数	85.3	92.0	92.6	97.7	106.5
应收帐款周转天数	31.3	39.5	42.8	44.1	46.0
应付帐款周转天数	72.1	70.0	68.5	69.4	70.0
回报率					
股息支付率(%)	27.0	27.3	27.0	27.0	27.0
净资产收益率(%)	20.7	23.3	23.0	22.4	21.8
资产收益率(%)	11.4	13.1	13.8	14.0	14.3
已运用资本收益率(%)	16.6	18.9	19.7	20.0	20.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371