

北新建材 (000786.SZ)

稳健成长邂逅估值洼地

——北新建材调研纪要

近日我们调研了北新建材，向董事长、总经理了解公司未来战略规划及北新房屋业务情况。

■石膏板业务进军隔墙与住宅市场：公司石膏板业务向隔墙与住宅市场推广，2013年年报中，对2015年生产线布局由20亿平米提升为25亿平米，显示出对石膏板业务成长的信心。国际比较来看，吉野石膏在日本的市场占有率可达80%，公司目前石膏板业务市占率达50%，考虑到龙牌石膏板的品牌优势以及泰山石膏板的规模渠道优势，市占率具备成长空间。

■轻钢龙骨业务有望成为下一个利润贡献点：公司2013年开始着力发展轻钢龙骨业务，该板块2013年营收增长23%，毛利率提升。龙骨生产线在原有厂区内建设，并配套石膏板销售，有利于节约经销商交易费用，产生协同效应，预计未来三年仍是龙骨业务发展的快车道。

■北新房屋打破公司成长天花板：公司自02年起布局结构房屋业务，技术上不断创新，目前房屋品质高、节能效果好，该业务面临新农村建设的庞大市场，单纯从7条结构钢筋生产线考虑，若能达产，约对应60亿元营收规模。趋势上看，结构房屋业务若能大规模的示范推广，北新房屋业务将呈现跨越式增长。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价20元。我们预计公司2014-2016年净利润增速30%/20%/20%，不考虑摊薄，对应EPS2.05/2.44/2.92元，增速较高。预计公司会维持在石膏板行业的龙头地位，石膏板向隔墙领域的推广带来石膏板业务的成长性，龙骨业务与产业化住宅项目提供公司未来的成长空间。维持买入-A投资评级。详见深度报告《优势难自弃，进入新一轮产能布局》。

■风险提示：房地产市场超预期大幅下滑、龙骨推广低于预期、北新房屋推广低于预期

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,685.2	7,490.1	9,169.8	10,771.5	12,698.2
净利润	676.8	905.5	1,177.0	1,406.2	1,682.3
每股收益(元)	1.18	1.57	2.05	2.44	2.92
每股净资产(元)	6.13	7.39	9.03	11.10	13.68
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	12.3	9.2	7.1	5.9	4.9
市净率(倍)	2.4	2.0	1.6	1.3	1.1
净利润率	10.1%	12.1%	12.8%	13.1%	13.2%
净资产收益率	21.0%	23.2%	24.1%	22.8%	21.8%
股息收益率	2.2%	0.0%	2.8%	2.6%	2.4%
ROIC	20.5%	21.4%	22.7%	25.7%	26.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

新型建材及非金属新材料

投资评级 买入-A

维持评级

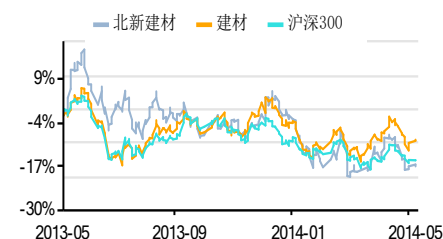
6个月目标价 20元

股价(2014-05-07) 14.43元

交易数据

总市值(百万元)	8,299.41
流通市值(百万元)	8,298.59
总股本(百万股)	575.15
流通股本(百万股)	575.09
12个月价格区间	14.42/21.60元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-10.40	-2.59	-5.41
绝对收益	-12.60	-5.99	-20.93

李孔逸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020034
liky@essence.com.cn
0755-82558015

报告联系人

孙明新

010-66581752

sunmx@essence.com.cn

相关报告

优势难自弃，进入新一轮产能布局 2014-04-15

北新建材：产能快速扩张，具备长期优势：北新建材 2010-03-25

2009年年报点评

北新建材：石膏板毛利率大幅提升致盈利超预期：北新建材 2009-08-19

建材 2009年中报点评

附录：北新建材调研纪要

1. 北新房屋业务的盈利情况

公司募投项目中公告了三个石膏板项目及七个结构钢筋项目，结构钢筋是房屋的部品，而且是和轻钢龙骨协同的，而不是七个房屋公司。公司接下来会在结构钢筋和轻钢龙骨方面进行整合，共享一个团队，厂房、采购、生产、人员协同。房屋业务海外的市场具备不确定性，业绩不稳定，公司要面对国内市场，目前做的几个项目老百姓比较满意，成本比砖墙混凝土要高，但随着技术、规模的变化，成本会降低，而传统房屋由于环保、人工等方面的限制，成本会上升。趋势上看，二者成本趋近。

结构房屋的成本比砖混的毛坯房贵，但比同等品质的精装房更便宜，因此公司需要说服用户提升住宅品质需求（房屋的建造时间很短，只需两个月的时间，一般房屋建造需要半年。同时，公司正在合作建设 3D 打印的计划，认为这会是一个长期的过程）。

2、公司在由材料供应商向材料房屋一体化服务商转变过程中做了哪些准备

北新建材未来的增长仍然是材料本身的增长，首先是石膏板业务的增长，依托石膏板发展龙骨业务，依托龙骨发展结构钢筋业务。单纯从材料领域来看，北新的稳健增长是可以预期的。北新房屋的发展，公司会逐步进行，业务上讲，可能会是爆发式增长，合作方式上更多的是依托调动社会资源，通过经销商帮助销售，政府帮助拓展。公司扮演组织者角色，关注管理、核心技术、质量控制领域。公司两手准备，既要培养直属部队，也要加强合作伙伴整合。

3、公司及北新房屋的业务布局

北新房屋业务将以国内作为主导，国外波动性比较大。下游主要面向城镇化与新农村建设，如果开发商接受并推广，将带来额外的业绩增长。目前来看很多开发商越来越有积极性。

这类似于北新整体的业务布局，房屋业务存在风险，业绩增长不依赖于房屋，但房屋是大的产业，公司会抢先布局。整体来看，公司之前在做蛋糕生意，石膏板下游对应楼堂馆所、地标建筑、重点工程，定位高端，利润率高，体现技术实力，但是规模不够。未来公司将进入面包店模式，石膏板业务面向住宅市场，目前房地产行业本身主要使用低端产品，石膏板用量很少，公司产品将大规模推向住宅、房地产领域。另外，公司认为真正广阔的市场为城镇化过程中的新农村市场，抢先进入包子店模式，更加贴合中国国情。但是由于政治的问题、消费观念的问题，包子店生意存在风险，公司只是前期做布局，业绩增长规划不能依赖于该项业务，如果业务发力，将是额外收益。目前，公司与政府的合作进展很快。

石膏板业务方面，公司先做先做制高点及示范项目，去年万科、soho 等高端楼盘开始陆续使用石膏板，石膏板墙体代替湿法墙体的趋势是很明显的，这也是公司加大石膏板布局的原因。公司定增公告的石膏板项目是 3 个，实际上是 6 个项目，到 2015 年完成 25 亿平米产能布局。同时，公司布局了很多十倍的千倍的市场，但并不是依赖这部分市场来发展，目前来看，推广在趋势上已经很明显了。总体思路是，有一个稳定的业务支撑业绩增长，同时布局更大规模更有想象空间的业务。

4、公司结构房屋业务的优势

别家的结构房屋业务是开发商模式，自己买自己的房屋，没有成体系的、商业化的技术体系，北新要做的是别人都愿意买的技术体系。公司认为房屋业务是一个整体的产品研

发，目前已经开发了三代，正在进行第四代的研发。要满足外观、性能等的需要，不是短时间能够完成的，公司已经储备了十几年，具备优势。另外，房屋是材料的集成，北新发展材料房屋一体化战略，材料要给房屋支撑，别的公司没法做到这一点。同时，公司材料生产的生产基地可以共用，交易成本、服务成本大大降低。

5、密云项目采暖系统成本高的问题

之前农民在砖房中穿大棉袄，烧火炉，没有现代化的采暖系统，公司为了使农民享受城市化的生活，需要安装采暖系统。北新房屋比砖房的保温性能高的多，只需要安装一层的采暖系统，二层不需要安装，这样采用低成本的方式使农村享受城市生活。虽然这比农民烧火炉的成本要高，但是不同的东西不能作为比较，好比收音机与电视机的区别。恰恰是北新的房屋使得享受采暖的成本更低了。

通常认为传统的房子蓄热能力更强，一方面，房屋的御寒效果更重要的是保温和隔热。与散热相比而言，蓄热改善是小头。另一方面，北新房屋的节能保温的效果比三七墙、砖墙还要好。之前做过实验，关闭空调二十四小时之后，房屋温度仍能保持 18 度，室外温度为零下。

因此，传统观念会影响房屋的发展，公司目前正在积极推进，做项目示范，慢慢打开房屋市场。重要的是观念的改变，发达国家小城镇已经没有砖墙了，而我国城市住房条件很好，但小城镇住房条件差别很大。欧洲的市场不是很大，并且成熟，但是是制高点，公司之前没有进入欧洲，拓展欧洲市场的考虑是解决老百姓的顾虑问题，让中国人认同北新建造的房屋。

6、北新房屋的示范效应不明显，如何推广

公司正在推广北新房屋的应用，广安六县三村同时在做、北京平谷、密云都有项目。不指望所有的。北新房屋对应的业务每年有四百亿平米，按照每平米两千五百元计算，规模巨大，如果一年能做到千分之一，就是一千亿元的市场。目前公司在省、市进行推广，已经起到了一定的示范效应，公司对推广过程中从万分之一到千分之一的过渡有信心。

7、公司定向增发融资的考虑

石膏板业务如果进入住宅市场、墙体市场，市场空间比吊顶市场大十倍以上。公司进入大规模的发展阶段，需要向资本市场融资，保证一个比较低的负债率。有一个比较安全的公司的边界，并且通过增发调整股东结构，让前十名的股东更多的是长期的价值投资者，公司能够走的更持续。

8、公司石膏板业务的规划及竞争优势

公司 2015 年 25 亿平米的产能布局，对应的市占率比 50% 高一些，总体市占率的目标是 80%。龙牌的竞争优势在于品牌技术，系统解决方案、业务拓展能力更强。中档市场上竞争优势在于价廉物美，泰山跟小的石膏板厂成本差不多，但是有品牌、渠道、规模。因此高档市场靠竞争力，中档市场依靠性价比。如果墙体市场全部打开，与欧美市场持平，公司要做到 40 亿平米布局，但是墙体市场存在不确定性，公司还没有把墙体市场全部打开的结果考虑进来，故公司是根据趋势来布局的，而不是根据结果。

从布局上来讲，产能利用率对于重资产的企业有用，对于轻资产行业指导意义不大，比如，3000 万平方米的生产线需要投资一亿元，生产 500 万平方米就能达到盈亏平衡。对于轻钢龙骨而言，从两班倒改为三班倒，产能就能够增加很多。趋势判断比定量的判断更重要。但是从盈利上来讲，产能利用率又是很重要的，提高产能利用率，盈利能力会

急剧提升。产能利用率达到 50%，盈利能力已经很好了，目前公司个别项目的产能利用率差不多是 30%。

9、公司对电商业务的考虑

经销商模式是公司的安身立命之本，公司在做三个方面的转型。第一是向直销转型，北新直接去跟大客户建立供货关系，掌握终端。第二个是转向墙体。第三个是转向零售、家装、维修市场，包括新媒体的营销。公司目前正在做这方面的努力，包括跟工行、阿里巴巴合作做网上销售，但这部分市场也存在不确定性，未来存在爆发式增长的可能性。公司首先立足于稳健的增长，然后布局可能有爆发性的增长。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年05月07日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,685.2	7,490.1	9,169.8	10,771.5	12,698.2	成长性					
减:营业成本	4,910.0	5,263.2	6,380.0	7,495.5	8,809.0	营业收入增长率	12.0%	12.0%	22.4%	17.5%	17.9%
营业税费	17.8	17.9	20.4	26.1	29.8	营业利润增长率	33.7%	33.7%	35.1%	19.0%	20.4%
销售费用	251.6	283.2	327.1	399.0	467.8	净利润增长率	29.5%	33.8%	30.0%	19.5%	19.6%
管理费用	354.7	422.7	490.2	585.1	695.0	EBITDA 增长率	31.9%	29.5%	27.4%	16.5%	18.7%
财务费用	149.8	166.9	144.9	116.1	109.4	EBIT 增长率	34.8%	30.8%	29.8%	16.1%	19.0%
资产减值损失	8.2	5.1	7.3	6.9	6.5	NOPLAT 增长率	33.6%	28.2%	32.2%	16.1%	19.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.8%	24.5%	2.3%	17.0%	14.4%
投资和汇兑收益	6.0	4.9	5.1	5.3	5.1	净资产增长率	19.2%	21.8%	26.1%	25.4%	25.0%
营业利润	998.9	1,335.9	1,805.1	2,148.1	2,585.7	利润率					
加:营业外净收支	49.8	103.9	50.0	50.0	50.0	毛利率	26.6%	29.7%	30.4%	30.4%	30.6%
利润总额	1,048.8	1,439.8	1,855.1	2,198.1	2,635.7	营业利润率	14.9%	17.8%	19.7%	19.9%	20.4%
减:所得税	113.7	181.8	204.1	241.8	289.9	净利润率	10.1%	12.1%	12.8%	13.1%	13.2%
净利润	676.8	905.5	1,177.0	1,406.2	1,682.3	EBITDA/营业收入	20.8%	24.1%	25.1%	24.8%	25.0%
						EBIT/营业收入	17.2%	20.1%	21.3%	21.0%	21.2%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	240	255	238	230	219
货币资金	659.8	766.9	1,258.6	1,649.9	2,471.7	流动营业资本周转天数	-12	17	18	9	13
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	132	136	137	145	156
应收账款	254.7	295.9	315.4	402.7	443.8	应收账款周转天数	12	13	12	12	12
应收票据	43.2	105.7	31.9	129.7	60.8	存货周转天数	62	64	61	61	62
预付账款	377.4	518.6	544.7	704.5	763.6	总资产周转天数	483	481	447	442	439
存货	1,215.1	1,437.0	1,682.1	1,966.2	2,378.1	投资资本周转天数	300	332	304	284	279
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	21.0%	23.2%	24.1%	22.8%	21.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.9%	11.9%	13.5%	13.7%	14.0%
长期股权投资	218.8	137.8	142.8	147.8	152.8	ROIC	20.5%	21.4%	22.7%	25.7%	26.2%
投资性房地产	47.0	45.9	45.9	45.9	45.9	费用率					
固定资产	4,963.2	5,632.1	6,477.6	7,305.3	8,142.0	销售费用率	3.8%	3.8%	3.6%	3.7%	3.7%
在建工程	817.9	642.9	674.3	859.4	1,167.5	管理费用率	5.3%	5.6%	5.3%	5.4%	5.5%
无形资产	753.2	940.3	966.3	991.0	1,014.5	财务费用率	2.2%	2.2%	1.6%	1.1%	0.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.3%	11.7%	10.5%	10.2%	10.0%
资产总额	9,418.3	10,588.9	12,206.5	14,264.4	16,697.7	偿债能力					
短期债务	1,777.3	2,778.7	1,900.0	1,900.0	1,900.0	资产负债率	52.6%	48.7%	43.9%	39.8%	35.7%
应付账款	1,103.9	1,161.2	1,437.3	1,692.3	1,962.3	负权益比	111.1%	94.9%	78.2%	66.1%	55.5%
应付票据	166.6	264.8	266.9	357.7	376.3	流动比率	0.66	0.71	0.86	1.01	1.20
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.34	0.38	0.48	0.60	0.73
长期借款	521.1	219.5	300.0	300.0	300.0	利息保障倍数	7.67	9.01	13.46	19.51	24.63
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	4,957.0	5,157.2	5,354.9	5,675.1	5,959.9	DPS(元)	0.32	-	0.40	0.38	0.34
少数股东权益	933.9	1,181.5	1,655.5	2,205.6	2,869.1	分红比率	27.0%	0.0%	19.6%	15.5%	11.7%
股本	575.2	575.2	575.2	575.2	575.2	股息收益率	2.2%	0.0%	2.8%	2.6%	2.4%
留存收益	2,952.3	3,675.1	4,621.0	5,808.6	7,293.6						
股东权益	4,461.3	5,431.7	6,851.6	8,589.3	10,737.8						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	935.1	1,258.1	1,177.0	1,406.2	1,682.3	EPS(元)	1.18	1.57	2.05	2.44	2.92
加:折旧和摊销	243.4	300.4	347.2	412.4	481.7	BVPS(元)	6.13	7.39	9.03	11.10	13.68
资产减值准备	8.2	5.1	-	-	-	PE(X)	12.3	9.2	7.1	5.9	4.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.4	2.0	1.6	1.3	1.1
财务费用	152.0	171.4	144.9	116.1	109.4	P/FCF	-66.2	244.2	32.6	138.9	23.3
投资损失	-6.0	-4.9	-5.1	-5.3	-5.1	P/S	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
少数股东损益	258.3	352.6	474.0	550.1	663.5	EV/EBITDA	9.1	7.5	4.8	4.1	3.4
营运资金的变动	-436.8	-826.5	719.6	-294.2	-150.4	CAGR(%)	27.9%	23.1%	30.0%	27.9%	23.1%
经营活动产生现金流量	1,133.9	1,505.2	2,857.6	2,185.3	2,781.4	PEG	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-1,213.2	-955.2	-1,244.9	-1,444.7	-1,644.9	ROIC/WACC	1.8	1.9	2.0	2.3	2.3
融资活动产生现金流量	-53.0	-466.9	-1,121.0	-349.3	-314.7	REP	1.1	0.9	0.7	0.5	0.5

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

李孔逸声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

