

北新建材 (000786)

强烈推荐

行业：其他建材

## 深度整合管理推进，石膏板成长性持续

公司8月19日晚公布2014年中报，实现收入38亿元，同比增16.58%；净利润4.18亿元，同比增长34.79%。EPS为0.727元，超出市场预期。

### 投资要点：

- ✧ **石膏板稳定成长的逻辑继续证实，单季盈利能力创09年以来新高。**上半年地产投资增速放缓对建材产品需求均有影响，但公司通过营销体系的整合管理，加强石膏板在地产住宅墙体市场的拓展，实现了收入增长16.58%的稳定快速增长，估计石膏板的销售增长也在15-20%间，快于市场预期。受益于全产品全业务的商业模式的推进，包括石膏板、龙骨、其它产品的收入与利润率仍在上行，上半年毛利率达到29.7%，高于去年同期1个百分点；其中Q2毛利率32.4%是2009年来新高。三项费用占收入比例由去年的13.2%降至11.1%，净利率上升0.5个百分点至11%。费用把控使净利润增长35%，远快于收入增长。基于三季度成本端仍在下行，且下半年石膏板在旺季规模优势更为明显，盈利能力仍将继续上升。
- ✧ **石膏板毛利率维持较高水平，母公司龙牌增速快于泰山。**上半年石膏板收入增16.49%，毛利率提升0.09个百分点至29.75%，仍维持在较高水平。但上半年煤炭与废纸均价下跌12%与1.5%，这在石膏板的毛利率中体现不明显，可能是经济下行背景下石膏板价格有所松动。其中，泰山子公司因过去两年放缓投资产能受限，收入增16%，净利润增10%，盈利能力略有下降。龙牌近几年随着区域公司权责范围扩大，市场开拓加速，自2012年以来销量增速保持在20%以上，且母公司销售与财务费用控制较好，上半年利润增长67%，明显带动总体业绩的上升。
- ✧ **15年石膏板25亿平米规划已落实，未来资本开支有望逐步上行。**公司本次再增加共1.1亿平米石膏板与5000吨龙骨，使得今明两年石膏板产能将增至20.4亿与25亿平米，同比增长12%与23%，成长性逐步增强，也意味着25亿平米的规划已全部落实。上半年资本开支4.1亿元，同比仅增5.5%，投资放缓可能与上半年地产较为严峻有相关；但三季度定增预计完成，投资有望加快，保证后续成长性。
- ✧ **现金流充沛，周转率短期有所下降，年底将回归正常。**存货与应收账款周转率为1.84与8.22，低于去年的1.86与8.55，这与公司实施客户加账期的年度授信销售政策后应收账款增长173%有关，但预计年底将回归正常。经营性现金流增长15%至4.8亿，高于4.1亿的资本开支，现金流充沛。
- ✧ **维持强烈推荐评级。**市场担忧地产造成公司股价压制，目前对应14年PE仅8倍，长期来看明显低估。基于石膏板仍具备成长性，加上公司致力于通过全业务的商业模式开拓包括房屋在内的新型产品、以及营销等方面改革带来的效率提升，我们上调14-16年EPS至1.95、2.32与2.67元（摊薄前），维持强烈推荐评级。
- ✧ **风险提示：**地产投资影响出货，房屋拓展受限于政府资金与居民意识。

### 主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7490	8772	10113	11744
收入同比(%)	12%	17%	15%	16%
归属母公司净利润	906	1120	1332	1533
净利润同比(%)	34%	24%	19%	15%
毛利率(%)	29.7%	30.1%	30.1%	29.8%
ROE(%)	21.3%	20.9%	19.9%	18.6%
每股收益(元)	1.57	1.95	2.32	2.67
P/E	10.05	8.13	6.83	5.94
P/B	2.14	1.69	1.36	1.10
EV/EBITDA	7	6	5	4

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名：李凡

S0960511030012  
0755-82026745  
lifan@china-invs.cn

署名：王海青

S0960512080002  
0755-82026839  
wanghaiqing@china-invs.cn

6-12个月目标价： 22

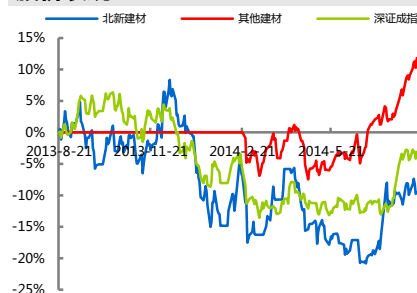
当前股价： 15.82

评级调整： 维持

### 基本资料

总股本(百万股)	575
流通股本(百万股)	575
总市值(亿元)	91
流通市值(亿元)	91
成交量(百万股)	10.07
成交额(百万元)	158.57

### 股价表现



### 相关报告

- 《北新建材-成长性逐步回升，估值修复可期》2014-04-24
- 《北新建材—石膏板稳增长，等待结构钢筋布局》2014-03-20
- 《北新建材-非公开发行，新型房屋成未来发展重点》2014-03-17

## 一、公司经营情况

图 1 公司经营情况

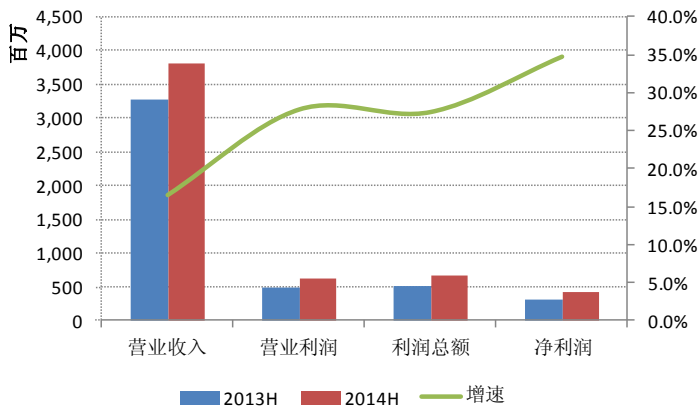
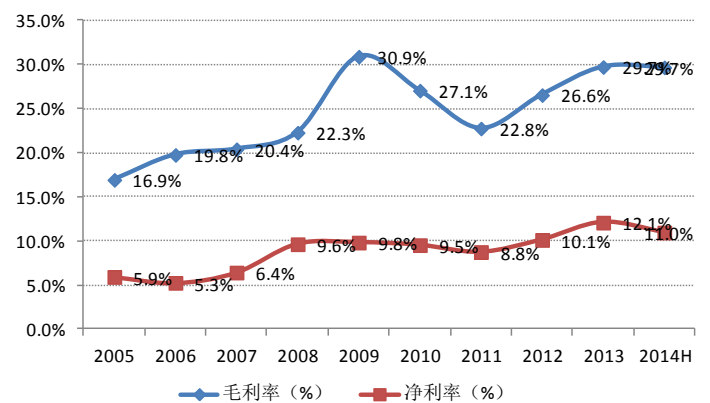


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度经营情况

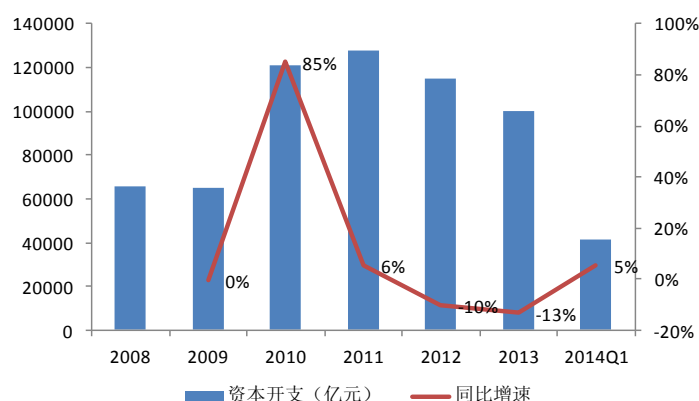
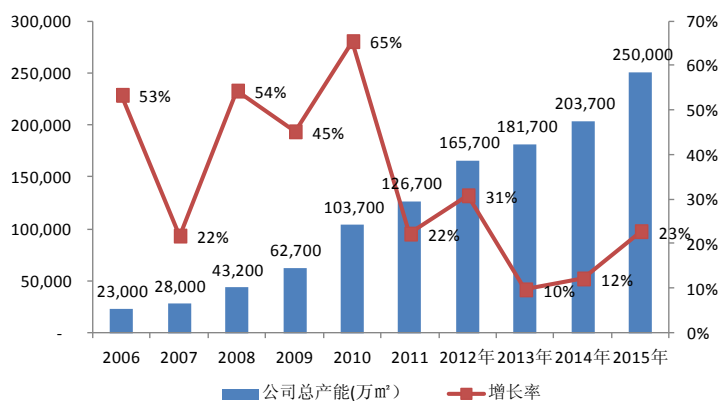
	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2
收入 (亿元)	12.35	17.69	19.09	17.72	12.99	19.74	20.96	21.21	15.27	22.88
环比增速	25%	15%	6%	8%	5%	12%	10%	20%	18%	16%
毛利率	20.6%	25.5%	27.4%	30.8%	25.2%	31.0%	30.0%	31.1%	25.6%	32.4%
费用率	14.3%	9.6%	10.5%	11.9%	15.4%	11.8%	10.5%	10.4%	14.8%	11.4%
归属股东净利润 (亿元)	0.47	1.86	2.06	2.38	0.69	2.42	2.57	3.38	0.90	3.29
同比增速	39%	21%	49%	20%	47%	30%	25%	42%	31%	36%
环比增速	-76.4%	297.0%	10.7%	15.8%	-71.2%	252.2%	6.3%	31.7%	-73.5%	266.5%
净利率	3.8%	10.5%	10.8%	13.4%	5.3%	12.2%	12.3%	16.0%	5.9%	14.4%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、公司产能情况与资本开支

图 3 公司石膏板总产能

图 4 公司资本开支



资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 三、公司运营情况

表 2 公司运营情况

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014H
<b>营运能力</b>									
存货周转率(次)	5.7	5.1	3.8	3.8	4.1	4.7	4.3	4.0	1.84
应收账款周转率(次)	8.4	8.9	7.9	13.6	21.1	35.1	35.2	32.1	8.22
<b>资金状况</b>									
资产负债率(%)	60.5	61.1	54.5	54.4	56.2	56.0	52.6	48.7	53.2
经营活动现金流(亿元)	2.7	1.4	3.0	7.9	9.1	11.1	11.3	15.1	4.8
增长率(%)	145.7	-46.3	113.1	157.9	16.2	22.0	1.9	32.7	15.0
<b>资本性支出</b>									
资本性支出(亿元)	2.7	4.4	6.6	6.5	12.1	12.8	11.5	10.0	4.1
增长率(%)	(38.2)	62.4	48.4	(0.3)	84.9	5.6	(10.1)	(13.0)	5.5

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 四、盈利预测

表 3 公司盈利预测

	2013	2014E	2015E	2016E
<b>泰山石膏</b>	1.03	0.99	0.98	1.00
产能(万平方米)	121,700	140,700	156,700	156,700
产销率	84.4%	86.0%	88.0%	100.0%
销量(万平方米)	102,715	121,002	137,896	156,700
增速(%)	15.5%	17.8%	14.0%	13.6%
价格(元/平米)	5.05	5.00	5.00	5.00
收入(万元)	518,841	605,010	689,480	783,500
净利润(万元)	97,857			
净利率(%)				

龙牌	0.43	0.41	0.46	
产能 (万平方米)	60,000	63,000	75,000	75,000
产销率	33.9%	40.0%	43.0%	47.0%
销量 (万平方米)	20,340	24,480	29,154	35,250
增速 (%)	24.2%	20.4%	19.1%	20.9%
价格 (元/平米)	5.69	5.70	5.67	5.67
收入 (万元)	115,798	139,536	165,303	199,868

#### 石膏板业务

总产能 (万平方米)	181,700	203,700	231,700	231,700
总销量 (万平方米)	123,055	145,482	167,050	191,950
增速 (%)	16.8%	18.2%	14.8%	14.9%
收入 (万元)	634,639	744,546	854,783	983,368
增速 (%)	14.3%	17.3%	14.8%	15.0%
成本 (万元)	439,170	513,737	591,510	685,407
增速 (%)	8.4%	17.0%	15.1%	15.9%
毛利率 (%)	30.8%	31.0%	30.8%	30.3%

#### 其它产品

收入 (万元)	114,369	132,668	156,548	190,989
增速 (%)	0.9%	16.0%	18.0%	22.0%
成本 (万元)	87,150	99,501	115,846	139,422
增速 (%)	1.3%	14.2%	16.4%	20.4%
毛利率 (%)	23.8%	25.0%	26.0%	27.0%

<b>主营收入合计 (万元)</b>	<b>749,008</b>	<b>877,214</b>	<b>1,011,332</b>	<b>1,174,357</b>
增速 (%)	12.0%	17.1%	15.3%	16.1%
<b>主营成本合计 (万元)</b>	<b>526,320</b>	<b>613,238</b>	<b>707,356</b>	<b>824,829</b>
增速 (%)	7.2%	16.5%	15.3%	16.6%
毛利率 (%)	29.7%	30.1%	30.1%	29.8%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

#### 附：财务预测表

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	3124	3310	4460	5968
现金	767	800	1547	2581
应收账款	249	290	335	388
其它应收款	47	53	62	71
预付账款	519	560	663	766
存货	1437	1524	1758	2050
其他	106	83	96	112
<b>非流动资产</b>	7465	8407	9364	10385
长期投资	138	209	209	209
固定资产	5632	6205	6896	7665
无形资产	940	1039	1151	1268
其他	755	954	1108	1243
<b>资产总计</b>	10589	11717	13824	16353
<b>流动负债</b>	4431	3888	4047	4298
短期借款	2779	2052	2000	2000
应付账款	757	892	1025	1197
其他	895	944	1022	1101
<b>非流动负债</b>	727	842	942	1093
长期借款	219	319	419	569
其他	507	522	522	523
<b>负债合计</b>	5157	4730	4989	5391
少数股东权益	1181	1617	2133	2728
股本	575	575	575	575
资本公积	510	510	510	510
留存收益	3165	4285	5617	7150
归属母公司股东权益	4250	5370	6702	8235
<b>负债和股东权益</b>	10589	11717	13824	16353

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	1505	2011	2157	2410
净利润	1258	1555	1848	2127
折旧摊销	300	317	364	418
财务费用	167	137	112	95
投资损失	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	-239	-16	-189	-245
其它	24	23	27	20
<b>投资活动现金流</b>	-955	-1238	-1326	-1431
资本支出	999	1100	1200	1300
长期投资	53	28	0	0
其他	96	-110	-126	-131
<b>筹资活动现金流</b>	-467	-740	-84	55
短期借款	1001	-727	-52	0
长期借款	-302	100	100	150
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-1167	-114	-132	-95
<b>现金净增加额</b>	83	33	747	1034

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	7490	8772	10113	11744
营业成本	5263	6132	7074	8248
营业税金及附加	18	20	21	23
营业费用	283	325	364	420
管理费用	423	482	556	646
财务费用	167	137	112	95
资产减值损失	5	8	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5
<b>营业利润</b>	1336	1672	1982	2306
营业外收入	134	110	130	140
营业外支出	30	5	5	20
<b>利润总额</b>	1440	1777	2107	2426
所得税	182	222	259	298
<b>净利润</b>	1258	1555	1848	2127
少数股东损益	353	435	516	594
<b>归属母公司净利润</b>	906	1120	1332	1533
EBITDA	1803	2126	2458	2818
EPS (元)	1.57	1.95	2.32	2.67

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	12.0%	17.1%	15.3%	16.1%
营业利润	33.7%	25.2%	18.5%	16.3%
归属于母公司净利润	33.8%	23.7%	19.0%	15.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	29.7%	30.1%	30.1%	29.8%
净利率	12.1%	12.8%	13.2%	13.1%
ROE	21.3%	20.9%	19.9%	18.6%
ROIC	16.4%	17.8%	18.3%	18.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.7%	40.4%	36.1%	33.0%
净负债比率	59.62	52.68	50.50	49.52
流动比率	0.71	0.85	1.10	1.39
速动比率	0.38	0.46	0.67	0.91
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.75	0.79	0.79	0.78
应收账款周转率	24	25	24	25
应付账款周转率	7.07	7.44	7.38	7.42
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.57	1.95	2.32	2.67
每股经营现金流(最新摊薄)	2.62	3.50	3.75	4.19
每股净资产(最新摊薄)	7.39	9.34	11.65	14.32
<b>估值比率</b>				
P/E	10.05	8.13	6.83	5.94
P/B	2.14	1.69	1.36	1.10
EV/EBITDA	7	6	5	4

## 相关报告

报告日期	报告标题
2014-04-24	《北新建材-成长性逐步回升，估值修复可期》
2014-03-20	《北新建材—石膏板稳增长，等待结构钢骨布局》
2014-03-17	《北新建材-非公开发行，新型房屋成未来发展重点》
2014-02-16	《北新建材-13 年业绩超预期，关注未来成长性提升》
2013-11-28	《北新建材-未来两年成长性将回升，估值修复带来投资机会》
2013-10-28	《北新建材-石膏板扩张提速，明年成长性将提升》
2013-09-28	《北新建材-盈利高增长将持续，关注轻钢龙骨扩张决策》
2013-08-19	《北新建材-盈利创下新高，成长可持续》
2013-04-24	《北新建材-房屋确认近尾声，石膏板高增长可持续》
2013-03-19	《北新建材-扩张加速，20 亿m <sup>2</sup> 布局将提前完成》
2013-03-13	《北新建材-利润率继续快速上升，13 年上半年增长更为强劲》
2012-11-29	《北新建材 - 高毛利将维持，13 年上半年业绩增长高达 50%以上》
2012-10-28	《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》
2012-08-16	《北新建材 - 石膏板成长性明显，公司扩张再次加快》
2012-07-26	《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》
2012-06-05	《北新建材 - 快速扩张步伐不减，投资项目提升明后年业绩》
2012-04-26	《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》
2012-02-12	《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》
2011-11-17	《北新建材 - 需求继续稳步增长，成本下行提升盈利》
2011-11-14	《北新建材 - 短期看成本下降，长期看新增产能带来的盈利提升》
2011-04-27	《北新建材-成本压力增大，政府补助支撑业绩增长》
2011-03-20	《北新建材-产能扩张步伐加快，五年内石膏板规模达 20 亿m <sup>2</sup> 》
2011-02-23	《北新建材-继续扩张中西部产能，全国布局进一步完善》
2010-11-15	《北新建材-产能集中释放，石膏板龙头优势明显》

## 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 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 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,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“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

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