证券研究报告

公司研究——中报点评

北新建材（000786.sz）

买入 增持 持有 卖出

上次评级：买入，2014.4.23

关健鑫 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 行业分析师
执业编号：S1500514070008
联系电话：+86 10 63080935
邮 箱：xulinfeng@cindasc.com

相关研究

《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
《业绩增长依然稳健，股价回调凸显估值优势》2014.2.17
《加码石膏板主业，布局结构钢骨》2014.3.17
《稳健风格未变，2014 年寻求新增长点》2014.3.20
《成长稳健的白马，关注新型房屋业务》2014.4.23

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

中期业绩抢眼，估值有望修复

2014 年中报点评

2014 年 8 月 20 日

事件：北新建材 8 月 19 日晚间发布 2014 年中报业绩报告。报告期内，归属于母公司所有者的净利润为 4.18 亿元，较 2013 年同期增 34.79%；营业收入为 38.15 亿元，较 2013 年同期增 16.58%；基本每股收益为 0.727 元，较 2013 年同期增 34.63%。

点评：

- **中报业绩超预期。**报告期内，公司净利润增速进一步提升，其中 2 季度单季净利润增速高达 35.96%，较一季度提升 5.29 个百分点。我们认为，公司中报业绩超预期的原因主要在于两方面：一是国内石膏板需求回升，公司凭借优势地位致使销售持续增加；二是由于公司加强对成本费用的管控，使得盈利能力持续提升。公司 2014 年上半年毛利率达 29.69%，同比上升 1.02 个百分点。期间费用率方面，较 2013 年同期小幅下降 0.46 个百分点至 12.78%。整体来看，公司财务健康出众，各项指标领先于其他建材类上市公司。
- **国企改革释放活力。**7 月 15 日，国资委公布了六家央企入选首批混合制改革名单，中国建材名列其中。我们认为，北新建材作为中国建材的重要成员，近年来业绩增长稳健，各项财务指标优异，公司很有可能通过管理层股权激励等方式来释放活动，未来成长或将进一步加快，公司长期的低估值有望修复。
- **北新房屋业务有望成为利润增长点。**公司开发的新型房屋从设计到安装可以实现流水线化，将大幅提高了工作效率。而近年来劳动力成本逐步提高，更加显现出产业化建筑的优势。2013 年，公司在国内完成了北京密云新农村建设等项目，同时开始在丹麦按照欧洲 2020 战略要求的节能环保标准建设新型房屋，标志着公司的新型房屋产品技术质量达到欧洲先进水平。另外，北新房屋使用的材料都是公司内部材料，进行内部结算，进一步提升了公司的盈利能力。
- **轻钢龙骨市场正在逐步打开。**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 21%。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。随着轻钢龙骨市场的逐渐开拓，其也为公司未来业绩的增长提供了保障。
- **新型城镇化与京津冀一体化建设带来机遇。**中共中央、国务院近日印发的《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》中突出强调城镇化要体现生态文明、绿色、低碳、节约集约等要求。而京津冀一体化作为新镇化的“排头兵”，势必要走可持续发展的道路，发展绿色建材、绿色建筑及绿色建材产业园在京津冀地区有着现实需求。公司的石膏板以及北新房屋等业务正是符合了国家倡导的低碳绿色的要求，在政策上有望获得支持，将长期受益。

- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2014~2016 年 EPS 1.93 元、2.26 元和 2.64 元的预测。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

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	6,685.16	7,490.08	9,083.98	10,927.98	12,679.33
增长率 YoY %	12.00%	12.04%	21.28%	20.30%	16.03%
归属母公司净利润(百万元)	676.77	905.51	1,107.60	1,300.33	1,520.36
增长率 YoY%	29.48%	33.80%	22.32%	17.40%	16.92%
毛利率%	26.55%	29.73%	29.14%	28.70%	28.62%
净资产收益率 ROE%	20.69%	23.28%	23.19%	21.96%	20.90%
每股收益 EPS(元)	1.18	1.57	1.93	2.26	2.64
市盈率 P/E(倍)	13.44	10.05	8.21	7.00	5.98
市净率 P/B(倍)	2.58	2.14	1.72	1.39	1.14

资料来源：wind，信达证券研发中心预测　注：股价为 2014 年 8 月 19 日收盘价

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	2,550.11	3,124.09	4,556.44	6,340.23	8,519.54
货币资金	659.76	766.93	1,724.04	2,923.02	4,542.34
应收票据	43.20	105.68	91.74	111.72	145.52
应收帐款	216.89	249.41	302.48	363.88	422.20
预付账款	377.42	518.60	634.25	767.76	891.84
存货	1,215.07	1,436.95	1,757.40	2,127.32	2,471.12
其他	37.77	46.52	46.52	46.52	46.52
非流动资产	6,868.20	7,464.83	7,736.72	7,990.13	8,128.25
长期投资	218.81	137.81	137.81	137.81	137.81
固定资产	4,963.24	5,632.08	5,930.85	6,486.33	6,598.72
无形资产	753.23	940.33	964.79	988.06	1,009.98
其他	932.93	754.61	703.26	377.93	381.74
资产总计	9,418.31	10,588.93	12,293.15	14,330.35	16,647.78
流动负债	3,886.96	4,430.62	4,654.02	4,942.72	5,206.05
短期借款	1,777.32	2,778.72	2,778.72	2,778.72	2,778.72
应付账款	731.57	756.78	925.55	1,120.37	1,301.44
其他	1,378.07	895.11	949.75	1,043.62	1,125.89
非流动负债	1,070.02	726.59	726.59	726.59	726.59
长期借款	521.10	219.45	219.45	219.45	219.45
其他	548.92	507.14	507.14	507.14	507.14
负债合计	4,956.99	5,157.21	5,380.61	5,669.30	5,932.63
少数股东权益	933.87	1,181.48	1,612.22	2,117.90	2,709.15
归属母公司股东权益	3,527.46	4,250.24	5,300.33	6,543.15	8,006.00
负债和股东权益	9,418.31	10,588.93	12,293.15	14,330.35	16,647.78

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,685.16	7,490.08	9,083.98	10,927.98	12,679.33
同比	12.00%	12.04%	21.28%	20.30%	16.03%
归属母公司净利润	676.77	905.51	1,107.60	1,300.33	1,520.36
同比	29.48%	33.80%	22.32%	17.40%	16.92%
毛利率	26.55%	29.73%	29.14%	28.70%	28.62%
ROE	20.69%	23.28%	23.19%	21.96%	20.90%
每股收益(元)	1.18	1.57	1.93	2.26	2.64
P/E	13.44	10.05	8.21	7.00	5.98
P/B	2.58	2.14	1.72	1.39	1.14
EV/EBITDA	7.99	6.37	5.29	4.61	4.02

利润表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,685.16	7,490.08	9,083.98	10,927.98	12,679.33
营业成本	4,910.03	5,263.20	6,436.93	7,791.85	9,051.09
营业税金及附加	17.82	17.90	20.18	26.51	29.74
营业费用	251.62	283.23	272.52	338.77	380.38
管理费用	354.68	422.66	485.65	593.56	694.01
财务费用	149.81	166.88	145.42	135.69	123.74
资产减值损失	8.25	5.14	6.40	7.70	8.94
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.98	4.86	6.25	6.25	6.25
营业利润	998.92	1,335.93	1,723.14	2,040.15	2,397.68
营业外收入	340.04	133.72	102.60	102.98	103.10
营业外支出	290.20	29.80	15.93	18.40	16.53
利润总额	1,048.76	1,439.85	1,809.81	2,124.73	2,484.25
所得税	113.70	181.79	271.47	318.71	372.64
净利润	935.06	1,258.06	1,538.34	1,806.02	2,111.62
少数股东损益	258.29	352.55	430.73	505.69	591.25
归属母公司净利润	676.77	905.51	1,107.60	1,300.33	1,520.36
EBITDA	1,444.17	1,911.60	2,299.95	2,643.07	3,027.64
EPS（摊薄）	1.18	1.57	1.93	2.26	2.64

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1,133.91	1,505.22	1,781.32	2,035.25	2,363.10
净利润	935.06	1,258.06	1,538.34	1,806.02	2,111.62
折旧摊销	243.40	300.36	340.02	368.20	393.18
财务费用	152.01	171.39	150.12	150.14	150.21
投资损失	-5.98	-4.86	-6.25	-6.25	-6.25
营运资金变动	-213.39	-238.77	-258.23	-303.82	-305.60
其它	22.81	19.04	17.31	20.96	19.95
投资活动现金流	-1,213.19	-955.23	-613.12	-628.62	-536.06
资本支出	-1,144.28	-991.53	-619.36	-634.87	-542.31
长期投资	612.15	255.74	6.25	6.25	6.25
其他	-681.06	-219.44	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-52.98	-466.89	-207.42	-207.42	-207.42
吸收投资	26.00	4.50	0.00	0.00	0.00
借款	338.62	36.90	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	417.60	484.27	207.42	207.42	207.42
现金净增加额	-132.37	82.65	960.57	1198.98	1619.32

研究小组简介

关健鑫，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、轻工制造行业研究，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，现主要从事轻工制造及建筑建材行业的研究。

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
东港股份	002117	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	苏交科	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
华北	张　华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘　晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高　放	010-63081256	13691257256	gaofang@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。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上;	**看好：** 行业指数超越基准;
	增持： 股价相对强于基准 5％ ~ 20％;	**中性：** 行业指数与基准基本持平;
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间;	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。