

北新建材 (000786)

强烈推荐

行业：其他建材

国企改革有望提升长期竞争力

投资要点：

- 国企改革将从根本上提升公司长期竞争力。在本轮国企改革试点的中国建材底下的子公司中，北新建材一直是盈利能力最强且最为确定的业务。中国建材被列为国资委混合所有制经济和央企董事会行使三项职权的双项试点企业，改革将使国企能有更灵活的经营能力，可从长期提升内部管理效率与竞争力。在中建材所有子公司中，北新第一大股东的持股比例最高，虽然定增后中建材持股占比已从 53.4%降至 45.2%，但仍远高于第二大股东的 2.78%，因此北新混合所有制的空间较其它子公司更大。北新建材作为集团新型建材的平台，是全国第一大石膏板企业，且控股泰山石膏 65%的股权，若管理效率进一步提升，更强的竞争力将使得在新型建材领域的开拓力度更大。
- 石膏板替代需求支持长期稳定增长，这是北新成长性的保证。正如我们 12 年初开始强烈推荐北新时所讲的：石膏板因期性能优劣，能够对传统建材不断替代，从而使其能够保证需求增速持续十多年高于水泥增速近 10 个百分点。从其在墙体材料占比的规划看，石膏板的占比正由原来的 8%上升至 20%，这种结构变化本身就能够保证其约五年翻倍的空间；如果考虑到墙体材料总量的上升，速度更快。2014 年地产投资由去年的 19.8%下降至 12.4%，但石膏板的需求增速却达到 15.75%。随着消费升级，新型材料的成长速度无需担忧。因石膏板在收入中占比高达 84%，该业务是北新长期稳定成长的支撑点。
- 定增后现金在手，成为构建新的商业模式与新业务的保障。公司今年定增募集 21 亿的资金，除了原有石膏板进一步扩张外，还用于包括结构钢骨、研发中心等的建设。在石膏板占有率已达到 50%左右的背景下，公司着眼于开拓新的增长点的战略布署已久。在国企改革推动下活力增强，或将整合目前业务，为客户提供制造服务的全套方案；或依赖于资本运作方式进入新的子领域。较强的品牌与资金实力为后续业务拓展奠定基础。
- 维持强烈推荐评级。国企改革中即有业绩保障，又预计有实质政策推动的良好标的。预计未来国家货币政策仍以宽松为方向，地产投资明年有望止跌，调高 15-16 年业绩。预计 14-16 年 EPS 至 1.52、1.83 与 2.18 元，维持强烈推荐评级。
- 风险提示：地产投资下滑超预期，新业务拓展较慢

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7490	8544	9951	11681
收入同比(%)	12%	14%	16%	17%
归属母公司净利润	906	1072	1289	1539
净利润同比(%)	34%	18%	20%	19%
毛利率(%)	29.7%	29.8%	29.8%	30.0%
ROE(%)	21.3%	20.6%	19.8%	19.2%
每股收益(元)	1.28	1.52	1.83	2.18
P/E	18.43	15.56	12.94	10.84
P/B	3.93	3.21	2.57	2.08
EV/EBITDA	11	10	8	7

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： 28.5

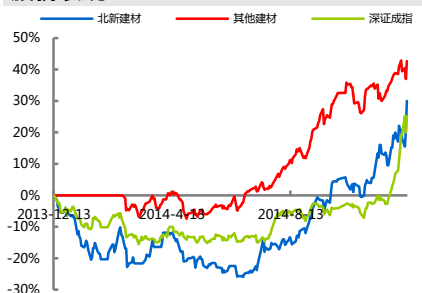
当前股价： 23.14

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	707
流通股本(百万股)	575
总市值(亿元)	183
流通市值(亿元)	149
成交量(百万股)	17.82
成交额(百万元)	446.81

股价表现



相关报告

- 《北新建材-盈利保持高位，投资扩张有加速迹象》2014-10-28
- 《北新建材-长期稳定成长确定性高，过度悲观后估值修复将持续》2014-08-25
- 《北新建材-深度整合管理推进，石膏板成长性持续》2014-08-20

一、公司经营情况

图 1 公司经营情况

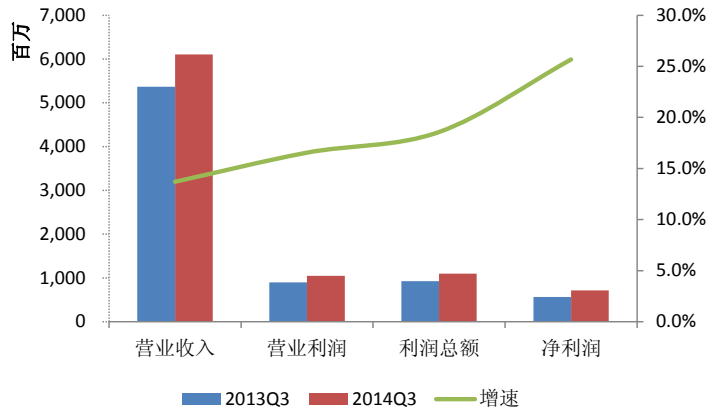
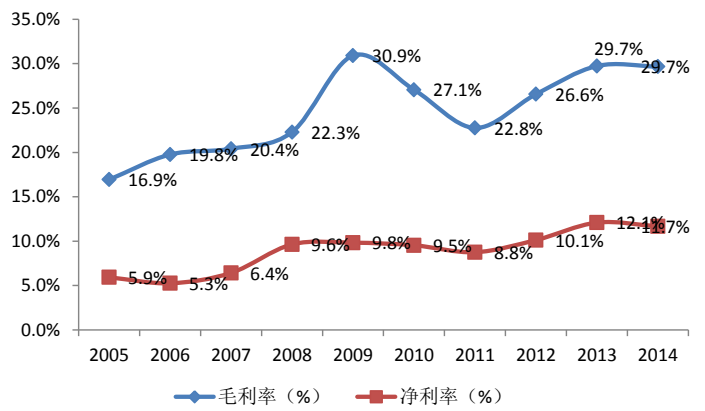


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、公司产能情况与资本开支

图 3 公司石膏板总产能

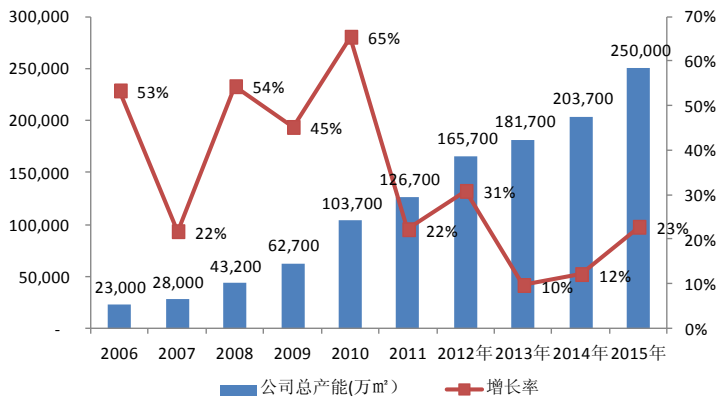
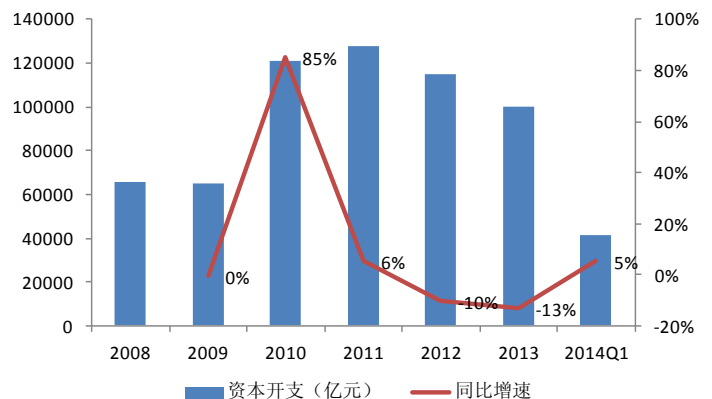


图 4 公司资本开支



资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、盈利预测

表 1 公司盈利预测

	2013	2014E	2015E	2016E
泰山石膏	1.03	0.96	0.96	0.99
产能 (万平方米)	121,700	140,700	156,700	156,700
产销率	84.4%	83.0%	86.0%	99.0%
销量 (万平方米)	102,715	116,781	134,762	155,133

增速 (%)	15.5%	13.7%	15.4%	15.1%
价格 (元/平米)	5.05	5.00	5.00	5.00
收入 (万元)	518,841	583,905	673,810	775,665

龙牌

产能 (万平米)	60,000	63,000	75,000	75,000
产销率	33.9%	39.5%	42.5%	47.0%
销量 (万平米)	20,340	24,174	28,815	35,250
增速 (%)	24.2%	18.8%	19.2%	22.3%
价格 (元/平米)	5.69	5.70	5.67	5.67
收入 (万元)	115,798	137,792	163,381	199,868

石膏板业务

总产能 (万平米)	181,700	203,700	231,700	231,700
总销量 (万平米)	123,055	140,955	163,577	190,383
增速 (%)	16.8%	14.5%	16.0%	16.4%
收入 (万元)	634,639	721,697	837,191	975,533
增速 (%)	14.3%	13.7%	16.0%	16.5%
成本 (万元)	439,170	500,136	581,848	677,020
增速 (%)	8.4%	13.9%	16.3%	16.4%
毛利率 (%)	30.8%	30.7%	30.5%	30.6%

其它产品

收入 (万元)	114,369	132,668	157,875	192,608
增速 (%)	0.9%	16.0%	19.0%	22.0%
成本 (万元)	87,150	99,501	116,828	140,604
增速 (%)	1.3%	14.2%	17.4%	20.4%
毛利率 (%)	23.8%	25.0%	26.0%	27.0%

主营收入合计 (万元)	749,008	854,365	995,066	1,168,140
增速 (%)	12.0%	14.1%	16.5%	17.4%
主营成本合计 (万元)	526,320	599,637	698,675	817,623
增速 (%)	7.2%	13.9%	16.5%	17.0%
毛利率 (%)	29.7%	29.8%	29.8%	30.0%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3124	3252	4199	5720
现金	767	800	1324	2361
应收账款	249	282	329	386
其它应收款	47	51	61	71
预付账款	519	548	655	760
存货	1437	1490	1736	2032
其他	106	81	95	111
非流动资产	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
资产总计	10589	11660	13564	16105
流动负债	4431	4013	4028	4283
短期借款	2779	2205	2000	2000
应付账款	757	873	1013	1187
其他	895	935	1016	1096
非流动负债	727	842	942	1093
长期借款	219	319	419	569
其他	507	522	522	523
负债合计	5157	4855	4970	5376
少数股东权益	1181	1598	2098	2695
股本	575	706	706	706
资本公积	510	510	510	510
留存收益	3165	3990	5279	6818
归属母公司股东权益	4250	5206	6495	8035
负债和股东权益	10589	11660	13564	16105

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1505	1979	2094	2419
净利润	1258	1489	1789	2136
折旧摊销	300	317	364	418
财务费用	167	142	119	101
投资损失	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	-239	16	-200	-252
其它	24	21	28	21
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-467	-708	-244	49
短期借款	1001	-574	-205	0
长期借款	-302	100	100	150
普通股增加	0	131	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-1167	-365	-139	-101
现金净增加额	83	33	524	1037

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7490	8544	9951	11681
营业成本	5263	5996	6987	8176
营业税金及附加	18	20	21	23
营业费用	283	316	358	418
管理费用	423	470	547	642
财务费用	167	142	119	101
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
营业利润	1336	1597	1915	2315
营业外收入	134	110	130	140
营业外支出	30	5	5	20
利润总额	1440	1702	2040	2435
所得税	182	213	251	300
净利润	1258	1489	1789	2136
少数股东损益	353	417	500	597
归属母公司净利润	906	1072	1289	1539
EBITDA	1803	2055	2397	2834
EPS (元)	1.57	1.52	1.83	2.18

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	12.0%	14.1%	16.5%	17.4%
营业利润	33.7%	19.6%	19.9%	20.9%
归属于母公司净利润	33.8%	18.4%	20.2%	19.4%
获利能力				
毛利率	29.7%	29.8%	29.8%	30.0%
净利率	12.1%	12.6%	13.0%	13.2%
ROE	21.3%	20.6%	19.8%	19.2%
ROIC	16.4%	17.1%	17.8%	18.8%
偿债能力				
资产负债率	48.7%	41.6%	36.6%	33.4%
净负债比率	59.62	54.47	50.69	49.66
流动比率	0.71	0.81	1.04	1.34
速动比率	0.38	0.44	0.61	0.86
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.77	0.79	0.79
应收账款周转率	24	24	25	25
应付账款周转率	7.07	7.36	7.41	7.44
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.28	1.52	1.83	2.18
每股经营现金流(最新摊薄)	2.13	2.80	2.97	3.43
每股净资产(最新摊薄)	6.02	7.37	9.20	11.38
估值比率				
P/E	18.43	15.56	12.94	10.84
P/B	3.93	3.21	2.57	2.08
EV/EBITDA	11	10	8	7

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2014-10-28	《北新建材-盈利保持高位, 投资扩张有加速迹象》
2014-08-25	《北新建材-长期稳定成长确定性高, 过度悲观后估值修复将持续》
2014-08-20	《北新建材-深度整合管理推进, 石膏板成长性持续》
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 ² 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 ² 》
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。

免责条款

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