



产能实现大幅扩张，未来长期受益产业政策导向

2010年3月25日

推荐/首次

北新建材

财报点评

——北新建材（000786）2009年财报点评

俞鹏程 非金属建材行业，执业证书编号：S1480109050668
yupc@dxzq.net.cn 010-66507325

事件：

北新建材（000786）3月24日晚发布年报，公司2009年实现营业收入32.75亿，同比增长31.20%；实现净利润3.22亿元，同比增长33.77%；每股收益0.56元，同比增长33.97%，拟每10股派1.2元。

公司分季度财务指标

指标	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
营业收入（百万元）	436.58	686.25	629.79	743.53	529.05	836.15	1022.06
增长率（%）	-18.21%	-15.18%	-19.54%	-26.93%	21.18%	21.84%	62.29%
毛利率（%）	18.43%	22.86%	20.58%	25.49%	24.33%	30.19%	30.70%
期间费用率（%）	16.30%	14.34%	15.37%	15.61%	18.54%	12.79%	15.59%
营业利润率（%）	29.04%	4.14%	5.68%	12.46%	6.19%	17.10%	14.84%
净利润（百万元）	107.36	16.85	35.29	131.83	32.14	131.64	127.63
增长率（%）	256.88%	-77.35%	-44.52%	52.26%	-70.06%	681.23%	261.63%
每股盈利（季度，元）	0.179	0.011	0.042	0.186	0.036	0.167	0.145
资产负债率（%）	57.63%	55.42%	56.29%	54.52%	55.76%	56.18%	56.55%
净资产收益率（%）	5.10%	0.79%	1.63%	5.79%	1.39%	5.46%	5.03%
总资产收益率（%）	2.16%	0.35%	0.71%	2.63%	0.61%	2.39%	2.19%

评论：

积极因素：

公司09年快速推进全国石膏板块业务布局规划和基地建设，石膏板产能大幅增长。截至09年底，公司的石膏业务规模达到年产7.2亿平方米，已投产、试产和已签约在建的纸面石膏板生产线合计达43条，业务规模达到10.39亿平米，较08年同期5.6亿平米的规模增长近一倍，顺利完成公司计划的2010年达到10亿平方米纸面石膏产业布局。尤其是金融危机期间，借助自身实力及央企在信贷和政策方面的优势，大幅开拓了南方市场，09年公司南方大区营业收入超过15亿，较08年大幅增长88%，已经成为公司营业收入最高的区域。

表 1.公司 09 年新建成和在建石膏生产线项目情况

地点	产品	产能（万平米/年）	投产时间	报告期收益（万元）
浙江宁波	纸面石膏板	3000	09.4	1560.76
江苏太仓一期	纸面石膏板	3000	09.7	1116.96
广东肇庆	纸面石膏板	3000	09.9	29.78
四川广安	纸面石膏板	3000	试运行	-
湖北武汉	纸面石膏板	3000	试运行	-
辽宁铁岭	纸面石膏板	3000	试运行	-
河北故城县	纸面石膏板	3000	建设中	-
江苏太仓二期	纸面石膏板	3000	建设中	-
山东平邑	纸面石膏板	3000	建设中	-
江苏句容	纸面石膏板	3000	建设中	-
江苏苏州	纤维水泥瓦	60	试运行	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **公司在加速推进纸面石膏产业布局的同时，也为当地的纸面石膏市场设置了较高的进入门槛，形成区域垄断性。**纸面石膏所需原料为脱硫石膏，为火力发电厂的脱硫废料，价格十分低廉，与使用天然石膏相比，可以大幅降低生产成本。由于纸面石膏生产线对脱硫石膏的用量较大，公司基本与生产线所在地的大型火电厂建立了稳定的合作关系，进而一定程度上控制了纸面石膏的原料来源，后来者想再进入市场就很难。且原料、生产地和销售市场距离较近，一定程度上节约了物流成本。
- **公司09年继续推行并深化“制高点”策略，夯实行业领导地位。**在第一期“制高点”策略——全面占领全国各地和细分行业的地标建筑和重点工程、第二期“制高点”策略——与各地组要的建筑公司和装修公司结为战略合作伙伴取得显著成效的基础上，第三期“制高点”策略——占领全国各地市场的主流经销渠道上取得重大突破。09年，公司龙牌石膏板、轻钢龙骨系列产品中标天津津塔津门系列建筑群、上海世博园、广州西塔、全国人大办公楼、上海国际金融中心（x-2）等一批政府项目的独家供货商。同时，公司与华能集团、中电投、国电、华润电力等主流电力公司建立了稳固的合作关系，进一步加强了产业链竞争优势。
- **09年公司强化技术创新战略，巩固和发展在核心技术方面的竞争优势。**公司在09年结合新建纸面石膏板项目进一步优化工艺技术方案，降低项目投资成本，3000万平方米纸面石膏板生产线投资成本由原来的1.5亿元左右降低至1亿元左右，且公司新投产生产线加大节能降耗的措施，使得产品单耗降低进一步提高了公司主营业务的盈利能力。公司“以脱硫石膏为原料的大型纸面石膏板生产线关键技术”和“零石棉复合纤维增强外墙板”两个项目均达到国际先进水平。

消极因素：

- 原材料价格的上涨已经政策对房地产行业的抑制带来的负面效应将在一定程度上影响公司在2010年的盈利能力

业务展望：

随着低碳经济时代的来临，控制碳排放量已经成为世界各国发展经济的重点方向。我国政府09年正式承诺：到2020年，中国单位GDP二氧化碳排放比2005年下降40%-45%。预计今后的节能减排力度将进一步增强，

政策导向将进一步向节能降耗产业倾斜。我国建筑能耗占全社会能耗的25%-30%，因此建材产品的低碳之路将成为行业的发展途径。公司生产的主要产品纸面石膏相对传统室内建材的空心砖是一种新型轻质建材，具有轻质、防火、隔声、抗震、节能环保、综合造价低等特点，其使用已成为全球建筑工程领域的一大趋势，符合我国可持续发展战略和国家产业政策。作为建材行业的朝阳产业，随着国家禁止使用实心粘土砖等墙改政策的实施，纸面石膏在我国的发展空间将更加广阔。同时，随着我国电厂烟气脱硫力度明显加强，预计2010年底，全国火电厂烟气脱硫的比例将达到80%，脱硫石膏产量将达到4600万吨，为纸面石膏板提供了充足和廉价的生产原料（相比天然石膏）；且政府对于脱硫石膏的再利用给予多方扶持政策，将极大地促进公司纸面石膏板业务的发展。

公司生产的纸面石膏板定位高端，主要用于公用领域，民用领域应用较少。随着我国及建材下乡政策的实施，公司生产的以纸面石膏板为代表的新型建材将更多受惠于政策的扶持，大量用于新农村建设，打开农村市场，拓展公司产品的销量。

盈利预测及投资建议：

我们预计2010年至2012年，公司EPS分别为0.855, 1.104和1.378元，对应的PE分别为19.77, 15.31和12.26倍，首次给予公司“推荐”评级。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	2,496.15	3,275.03	4,500.00	5,600.00	6,900.00
主营收入增长率	-20.59%	31.20%	37.40%	24.44%	23.21%
EBITDA（百万元）	463.47	750.78	1,040.29	1,280.94	1,490.73
EBITDA 增长率	-4.24%	61.99%	38.56%	23.13%	16.38%
净利润（百万元）	240.58	321.83	491.54	634.99	792.61
净利润增长率	19.06%	33.77%	52.73%	29.18%	24.82%
ROE	12.37%	14.37%	19.78%	22.66%	24.78%
EPS（元）	0.418	0.560	0.855	1.104	1.378
P/E	40.43	30.18	19.77	15.31	12.26

资料来源：东兴证券

分析师简介

俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事非金属建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。