

## 国内销售向好，无惧利空打击

——北新建材（000786）近期经营状况点评

2010年5月31日	
收盘价	12.22
目标价	20
52周内高	25.24
52周内低	2.54
总市值(百万元)	7937.07
流通市值(百万元)	7936.19
总股本(百万股)	575.15
A股(百万股)	575.15
—已流通(百万股)	575.09
—限售股(百万股)	0.06
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00

### 一年内股价走势：



研究员：余志翔  
电话：020-37865163  
EMAIL: yuzx@wlzq.cn  
报告日期：2010-5-31

### 事件：

北新建材在5月29日发布公告，详细介绍了美国石膏板事件的前后经过，指出“投诉总数3000起”和“索赔额或逾10亿美元”是不准确和没有依据的。

与此同时，公司在营销方面继续取得亮丽成绩，龙牌石膏板月出货量达到1070万平米，历史性的突破了1000万平米大关，创出月度新高。

### 点评：

- 1. 公司目前海外销售占比极小，美国石膏板事件对经营业绩影响很小；公司有可能退出美国市场，从而不必承担赔偿责任；但事件对产品的海外声誉造成严重不良影响，将来有望逐步恢复；
- 2. 事件提醒人们关注天然石膏产品的质量缺陷，目前公司全部产品是脱硫石膏做的，或会受益；
- 3. 国内营销不断取得突破，继续全面占领全国各地和细分行业的地标建筑和重点工程，产品持续不断地在各标志性建筑中标。我们维持业绩超预期的判断；
- 4. 美国石膏板事件给公司的声誉造成一定的负面影响，但我们认为，公司的经营业绩几乎不会受到影响，而且近期公司在营销方面取得不错的成绩。我们维持原来的业绩预测，得出2010、2011、2012年北新建材每股收益分别是0.73、1.00、1.34元，对应2010年5月31日股价12.22元的市赢率分别是16.7、12.2、9.1倍，维持“买入”评级。

# 国内销售向好，无惧利空打击

## ——北新建材（000786）近期经营状况点评

### 事件：

针对近日有媒体刊登了题为“北新建材石膏板在美遭3000起投诉，索赔额或逾10亿美元”等文章，北新建材在5月29日发布公告，详细介绍了美国石膏板事件的前后经过，指出“投诉总数3000起”和“索赔额或逾10亿美元”是不准确和没有依据的。

与此同时，公司在营销方面继续取得亮丽成绩，龙牌石膏板月出货量达到1070万平米，历史性的突破了1000万平米大关，创出月度新高。

### 点评：

#### 1. 海外销售占比极小，美国石膏板事件对经营业绩影响很小

从公司2009年主营业务收入的国内外销售比例来看，整个海外销售占比极小，基本可忽略。2008、2009年公司对美国出口石膏板货量接近于零，可见目前美国市场并不重要，即使公司对诉讼采取不赔偿的态度，完全退出美国市场，又或者事件在海外市场造成极坏影响，严重影响海外的销售，对经营业绩的影响都很小。

虽然在这次事件中，海内外媒体的报道不准确且没有依据，推波助澜，对公司形象和产品声誉造成负面影响，甚至有可能影响到国内市场，但是，正如我们在《北新建材一季报点评》里分析的，相比其他竞争对手，公司的龙牌、泰山牌石膏板拥有从原材料、技术到销售渠道、品牌等的极强竞争优势，我们认为，公司良好的销售局面基本不会受损。我们继续密切跟踪公司的销售情况。

### 2009年国内外销售比例

项目	营业收入(万元)	占主营业务收入比例(%)
国内销售	318279.69	97.18
国外销售	4788.01	1.46

资料来源：北新建材，万联证券

## 2. 公司有可能退出美国市场，不必担心赔偿问题

美国石膏板市场被其国内的巨头所掌控，外国产品很少能进入美国市场。而且，石膏板是高重量、低货值产品，运费较高，运输不经济，运到美国的石膏板售价仅属于微利，所以美国并不是公司的目标市场。

北新建材近两年对美国出口量接近于零，放弃美国市场对经营业绩已没有任何影响。如果放弃美国市场，参与这次美国消费者的石膏板诉讼就没有任何意义了，所以公司对此次美国石膏板事件采取了不应诉不赔偿的态度。在公开资料中，美国联邦法院的判决从未在中国得到过执行，这次可能也不例外。

### 2006—2009年公司赴美出口数量及占比（万平方米）

	公司及子公司向美国出口的量	公司共销售石膏板的量	出口占公司总销量的比例	全国向美国出口石膏板总量	公司占向美国出口量的比例
2006-2007年	1,422	54,564	2.61%	10,100	14.10%
2008年	1.69	34,745	0	未知	0
2009年	0	40,290	0	未知	0

资料来源：北新建材，万联证券

另外，公司指出“投诉总数3000起”和“索赔额或逾10亿美元”是不准确和没有依据的，实际上公司和泰山石膏收到的美国法院送达传票涉案金额共为537.5万美元，涉及的被告不仅有公司和泰山石膏，而且包含了数十家出口石膏板到美国的中国生产商和出口商，以及美国本土进口商、房地产开发公司和建筑公司等多家企业。从上表看到，公司对美国出口量最大时也只是占全国对美出口量的14.1%，大部分产品是别的公司的。另外，公司关注到有美国法院对泰山石膏作出判令，要求泰山石膏赔偿约261万美元，但泰山石膏未收到判令文件。上述赔偿加总约1000万美元。

美国石膏板年用量超过20亿平方米，市场被其国内的石膏板巨头所掌控，其中美国最大的石膏板公司（也是目前世界第一大石膏板生产商）USG每年销售石膏板超过10亿平方米。目前，USG还没有进入中国市场。

2009年公司提前达到了10亿平方米的石膏板年产规模，产能亚洲第一全球第三，公司马上筹划15亿平方米的石膏板全球产业布局，提出未来三年争当世界第一大石膏板生产商的目标，虽然这主要是基于中国市场的远大前景，但公司被美国USG及其背后的利益集团视为主要竞争对手，不排除其利用滥诉达到打压北新建材的目的。

### 3. 事件对产品的海外声誉造成严重不良影响，将来有望逐步恢复

此次事件经过媒体放大和不实报道后，对公司产品的声誉会造成短期伤害，尤其是海外市场，部分不明就里、不了解真实情况的消费者对泰山牌石膏板的质量会产生疑虑，但负面影响将来能逐步消除，就是因为公司产品质量过硬，在客户中口碑很好。公司的产品广泛应用于人民大会堂、国家体育馆“鸟巢”、全国人大办公楼、天津津塔津门系列建筑群、上海世博园、广州西塔等重大标志性工程。

此次投诉的石膏板是2006—2007年间出口美国的，据公司介绍，产品均符合美国ASTM标准要求，都是按照美国采购商的要求进行生产，经过中国生产商、中国出口商、美国进口商、美国建筑商和房屋商等多个环节检查。2009年5月，美国消费品安全委员会和美国环保署发布检测报告表明，在含硫气体方面，中国石膏板含量略高于非中国产石膏板，在甲醛和乙醛方面，中国产或美国产石膏板都存在相关物质。2009年11月，美国消费品安全委员会公布检测报告，报告发现有问题的中国石膏板有害物质含量没有超出美国的石膏板产品标准规范，在被调查的中国石膏板产品均有适当的ASTM标志，说明它们符合美国材料与测试协会颁布的测试标准。

#### 4. 事件提醒人们关注天然石膏产品的质量缺陷

目前公司全部产品是脱硫石膏做的，或会受益。

据《纽约时报》报道称，可耐福石膏板（天津）有限公司是德国可耐福公司的三家中国子公司之一，自2006年起向美国出口石膏板，公司称调查结果显示山东石膏矿源确实是问题所在，并把其关闭。这说明天然石膏板有可能是这次美国石膏板事件的背后真正原因。目前公司旗下的龙牌和泰山牌石膏均为脱硫石膏产品。

#### 5. 国内营销不断取得突破，我们维持业绩超预期的判断

今年4月，龙牌石膏板月出货量达到1070万平米，历史性的突破1000万平米大关，轻钢龙骨出货量达到4000吨，双双创出历史新高。

今年以来，公司营销的“制高点”策略——继续全面占领全国各地和细分行业的地标建筑和重点工程取得成功，产品持续不断地在各标志性建筑中标。上海国际金融中心、广州西塔等地标性项目，济南全运会馆、万达广场系列工程、万豪系列酒店等重点项目，南昌政务中心、合肥政务中心、西安政务中心等政府项目都选中北新建材的龙牌产品。尤其是北新建材龙牌纸面石膏板、吸声石膏板、轻钢龙骨、矿棉吸声板，龙牌漆等多个产品种类和系统解决方案相继拿下了中国国家馆、世博主题馆、世博中心、世博文化中心、世博轴等43个世博场馆。

在装饰公司方面，今年公司成功与上海建工、北京丽贝雅、远洋中广、深圳亚泰、深圳洪涛等建立了战略合作关系，全面应用于其施工的各个工程项目中；在行业客户方面，与富力地产、上实集团、麦当劳基本确立了合作，与工商银行、中集集团、新世界商场等达成了合作意向；并先后与山东鲁能置业、世纪金源集团、安徽皖投置业、河南升龙集团等数十家大型房地产开发企业建立长期战略合作关系。

据我们测算，公司2010年1—4月比去年同期同比增长了27%，取得不错的成绩。相对地，国际对手可耐福、拉法基的市场份额持续被压缩。

龙牌和泰山牌石膏板的销售额预测（亿元）

	龙牌石膏板	泰山石膏板(公司持有 65%的股份)	合计
2008 年	0.48	1.6	1.52
2009 年	0.9	3.6	3.24
2010 年(E)	6	3.6	8.34

资料来源：北新建材，万联证券

## 6. 业绩预测及风险提示

经过媒体的推波助澜，美国石膏板事件给公司的声誉造成一定的负面影响，但我们认为，公司的经营业绩几乎不会受到影响，而近期公司在营销方面继续取得不错的成绩。我们维持原来的业绩预测，在保守假设连续三年公司增速是行业平均水平(30%)，产品毛利率维持在30%的前提下，我们得出2010、2011、2012年北新建材每股收益分别是0.73、1.00、1.34元，对应2010年5月31日股价12.22元的市赢率分别是16.7、12.2、9.1倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

1. 09年产能扩张过快使新建生产线在2010年难以达到产能预期；
2. 国有体制下各种费用刚性化，费用比例不能如预期下降；
3. 缺乏股权激励使管理层克服困难、开拓市场的动力不足。

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3143.23	2496.15	3275.03	4257.54	5534.80	7195.24
减: 营业成本	2501.77	1939.73	2262.71	2980.28	3874.36	5036.67
营业税金及附加	7.60	6.33	8.85	11.50	14.95	19.44
营业费用	158.59	155.12	191.30	248.69	323.29	420.28
管理费用	187.30	160.35	193.28	251.26	326.64	424.63
财务费用	87.93	66.96	71.55	53.59	14.77	-9.43
资产减值损失	24.61	14.63	19.26	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	94.70	130.62	3.48	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	16.64	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>286.78</b>	<b>283.65</b>	<b>531.55</b>	<b>712.21</b>	<b>980.78</b>	<b>1303.64</b>
加: 其他非经营损益	21.30	38.13	11.55	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>308.08</b>	<b>321.78</b>	<b>543.11</b>	<b>712.21</b>	<b>980.78</b>	<b>1303.64</b>
减: 所得税	53.39	30.45	79.76	106.83	147.12	195.55
<b>净利润</b>	<b>254.70</b>	<b>291.33</b>	<b>463.35</b>	<b>605.38</b>	<b>833.66</b>	<b>1108.10</b>
减: 少数股东损益	52.63	50.75	141.52	184.90	254.62	338.44
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>202.07</b>	<b>240.58</b>	<b>321.83</b>	<b>420.48</b>	<b>579.04</b>	<b>769.66</b>
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	491.64	428.99	606.22	42.58	790.91	1881.80
应收和预付款项	972.38	531.30	705.11	1159.02	1264.35	1886.04
存货	504.93	524.95	681.34	731.21	1105.11	1282.11
其他流动资产	97.29	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	282.79	250.49	211.84	211.84	211.84	211.84
投资性房地产	272.84	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2308.26	2860.63	3297.79	2983.19	2558.59	2134.00
无形资产和开发支出	285.89	331.59	402.23	371.32	339.40	306.49
其他非流动资产	33.40	28.43	24.34	22.47	20.60	20.60
<b>资产总计</b>	<b>5249.42</b>	<b>4956.39</b>	<b>5928.87</b>	<b>5521.63</b>	<b>6290.80</b>	<b>7722.87</b>
短期借款	1536.81	1385.16	1383.86	132.26	0.00	0.00
应付和预收款项	766.28	429.55	699.43	998.33	1148.63	1582.29
长期借款	799.50	390.96	358.32	358.32	358.32	358.32
其他负债	72.17	473.99	753.54	753.54	753.54	753.54
<b>负债合计</b>	<b>3174.76</b>	<b>2679.66</b>	<b>3195.15</b>	<b>2242.45</b>	<b>2260.48</b>	<b>2694.14</b>
股本	575.15	575.15	575.15	575.15	575.15	575.15
资本公积	489.57	496.88	507.39	507.39	507.39	507.39
留存收益	675.96	872.33	1156.78	1517.34	2013.86	2673.83
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1740.68</b>	<b>1944.37</b>	<b>2239.32</b>	<b>2599.88</b>	<b>3096.40</b>	<b>3756.37</b>
少数股东权益	333.98	332.36	494.40	679.30	933.92	1272.35
<b>股东权益合计</b>	<b>2074.65</b>	<b>2276.73</b>	<b>2733.72</b>	<b>3279.18</b>	<b>4030.32</b>	<b>5028.73</b>
负债和股东权益合计	5249.42	4956.39	5928.87	5521.63	6290.80	7722.87
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E

经营性现金净流量	144.69	306.30	789.31	911.47	987.89	1201.15
投资性现金净流量	-428.34	-426.79	-724.20	-110.00	-10.00	-10.00
筹资性现金净流量	160.82	29.15	129.57	-1365.12	-229.56	-100.26
<b>现金流量净额</b>	<b>-124.25</b>	<b>-91.63</b>	<b>194.67</b>	<b>-563.64</b>	<b>748.33</b>	<b>1090.89</b>

**投资评级说明：**

公司投资评级：

买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

看好	报告日后六个月内，行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内，行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内，行业弱于整体市场表现

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

**免责条款：**

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归万联证券所有，未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。