

外延式增长推升业绩

中性维持

投资要点:

- 规模上的扩张推动公司中期业绩增长 29.8%
- 公司产能布局日趋完善, 期待内生性增长因素的显现

报告摘要:

- 公司上半年业绩同比增长 29.8%。上半年, 公司实现营业收入 18.11 亿元, 同比增长 32.7%; 实现净利润 1.51 亿元, 同比增长 29.8%, 实现每股收益为 0.26 元。
- 产能扩张带来的量上的增长是公司业绩提升的主要驱动因素。今年上半年受美废价格上涨等因素影响, 毛利率下降 0.82 个百分点为 27.1%, 其中石膏板毛利率下降 2.6 个百分点为 30.2%; 期间费用率 15.1%, 同比基本持平。公司 2009 年完成了 10 亿平方米的石膏板产能布局, 今年上半年广安、武汉、偃师、铜陵四条生产线投产。产能扩张是公司业绩主要的增长点。此外, 上半年营业外收入同比增长了 2100 多万元, 其中大部分是资源综合利用类的政府补助——这与公司普遍采用脱硫石膏作为原料不无关系。
- 产能布局趋于完善, 期待内生性增长因素的显现。公司目前仍有 9 条生产线在建, 这批生产线投产后, 公司产能布局将覆盖全国主要区域。随着新建项目逐步投产、达产, 公司的规模效益有望逐步显现, 而且公司重视采取技术创新降低投资成本和产品单耗, 公司存在内生性增长空间, 我们期待这些积极因素早日在公司业绩中得以体现。
- 盈利预测与评级: 仍能持续增长, 风险在于房地产领域需求萎缩。维持之前的盈利预测, 预计公司 2010~2012 年实现 EPS 分别为 0.75、0.94 和 1.16 元, 估值优势并不明显。短期内石膏板产品仍主要用于房产建筑的内部装饰, 7 月份国内石膏板产量同比已出现负增长, 其短期内的需求前景并不明朗。我们维持对公司的中性评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,496	3,275	4,585	5,731	7,021
同比增长率	-21%	31%	40%	25%	23%
净利润	240.6	321.8	430.2	538.6	666.2
同比增长率	19%	34%	34%	25%	24%
每股收益(元)	0.42	0.56	0.75	0.94	1.16
净资产收益率	12.4%	14.4%	15.3%	15.3%	15.1%

分析师

刘书臻

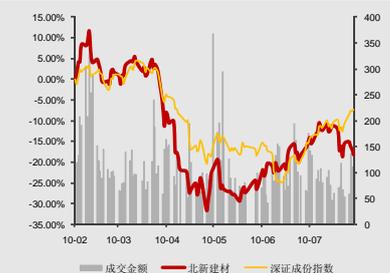
电话: 010-88085969

Email: liushuzhen@hysec.com

公司数据

总股本(万股)	57515
流通股(万股)	57509
每股净资产	3.94
主要股东	中国建材股份有限公司
主要股东持股比例	52.40%

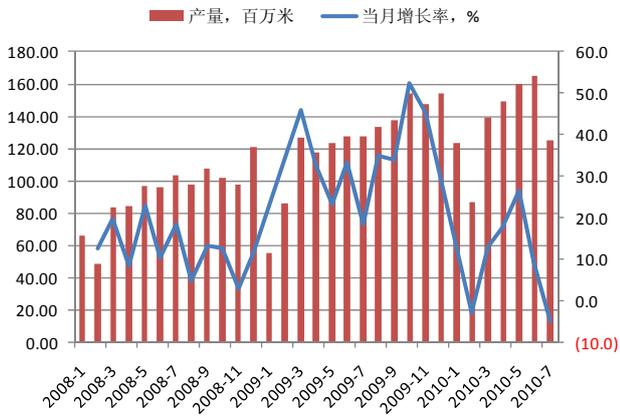
市场表现



相关研究

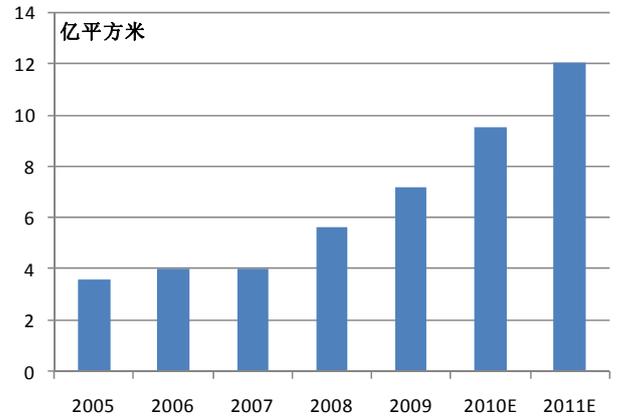
《宏源证券*公司研究*北新建材: 短期内需持谨慎态度*000786*建材行业*刘书臻》, 2010.4

图 1: 7 月份石膏板产量出现负增长



资料来源: CEIC, 宏源证券

图 2: 公司石膏板产能处于持续扩张阶段



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 公司石膏板生产线全国布局



资料来源: 公司网站

表 1 公司在建生产线

在建生产线	产能 (万平方米)	权益比例	在建生产线	产能 (万平方米)	权益比例	
北新			泰山			
江苏镇江	3000	100%	河南偃师	3000	65%	投产
江苏句容	3000	100%	安徽铜陵	3000	65%	投产
山东平邑	3000	100%	江西丰城	3000	65%	
江苏太仓二期	3000	100%	广东惠州	3000	65%	
河北故城	3000	85%	河北青县	3000	65%	
泰山			衡水项目	1500	65%	
宁夏银川	3000	65%	衡水项目	1500	65%	
湖北荆门	3000	66.75%				
江苏南通	3000	65%				

数据来源: 公司公告

财务报表预测
利润表

百万元

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2496	3275	4585	5731	7021
主营业务税金	6	9	12	15	19
营业成本	1940	2263	3301	4127	5055
销售费用	155	191	245	306	375
管理费用	160	193	293	361	435
财务费用	67	72	77	101	121
营业外净收入	154	-4	19	23	29
利润总额	322	543	675	845	1045
所得税	30	80	101	127	157
净利润	291	463	574	718	888
少数股东损益	51	142	143	180	222
母公司所有者净利润	240.6	321.8	430	539	666

现金流量表

百万元

净利润			574	718	888
-营业外净收入			19	23	29
+折旧与摊销			179	227	274
-财务费用			77	101	121
+营运资金减少			(298)	(255)	(287)
经营现金流	305	785	513	768	968
营业外净收入			19	23	29
资本性支出			(732)	(1038)	(144)
长期股权投资减少			0	0	0
投资现金流	(427)	(724)	(713)	(1015)	(115)
借款增加			532	467	481
财务费用			(77)	(101)	(121)
吸收到的股权投资			0	0	0
其他			0	0	0
融资现金流	29	130	455	366	360
净现金流	(93)	191	255	120	1213

资产负债表

百万元

资产	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	460	651	906	1026	2238
应收账款与票据	261	249	367	459	562
其他应收款	82	66	66	66	66
预付账款	188	391	570	713	873
存货	525	681	954	1192	1461
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	1517	2038	2862	3455	5199
长期股权投资	250	212	212	212	212
固定资产净值	2283	2768	3565	4340	4469
在建工程与物资	577	530	257	264	0
无形资产与待摊费用	336	406	434	463	468
其他非流动资产	42	40	40	40	40
非流动资产合计	3490	3956	4509	5320	5190
资产总计	5006	5994	7371	8774	10388

负债与股东权益

短期借款	1385	1384	1937	2422	2967
应付账款与票据	355	548	799	999	1223
预收款项	39	52	72	90	111
其他流动负债	460	835	835	835	835
流动负债合计	2239	2818	3643	4346	5135
长期借款	391	358	337	319	255
其他非流动负债	100	84	84	84	84
非流动负债合计	491	442	420	403	339
负债合计	2730	3260	4064	4749	5475
股本	575	575	575	575	575
留存收益	1369	1664	2238	2956	3844
母公司股东权益	1944	2239	2813	3531	4419
少数股东权益	332	494	494	494	494
股东权益合计	2277	2734	3307	4026	4914
负债和权益合计	5006	5994	7371	8774	10388

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主要运营指标					
ROE	12.4%	14.4%	15.3%	15.3%	15.1%
资产负债率	54.5%	54.4%	55.1%	54.1%	52.7%
EBIT 利息保障倍数	5.81	8.59	9.77	9.39	9.67
毛利率	22.3%	30.9%	28.0%	28.0%	28.0%
期间费用率	15.3%	13.9%	13.4%	13.4%	13.3%
净利率	9.6%	9.8%	9.4%	9.4%	9.5%
存货周转率	3.8	3.8	4.0	3.8	3.8
固定资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3	1.6

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股指标					
每股收益	0.42	0.56	0.75	0.94	1.16
每股经营现金流	0.53	1.37	0.89	1.33	1.68
每股净资产	3.38	3.89	4.89	6.14	8.54
估值指标					
PE			18.4	14.7	11.9
PB			2.82	2.25	1.62
EV/EBITDA			10.09	8.30	6.25

分析师简介:

刘书臻: 宏源证券研究所建材行业研究员, 北京大学理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 冀东水泥、祁连山、国统股份、青松建化、天山股份、海螺型材、濮耐股份等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。