

其他建材

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 18.00元

当前股价: 15.49元

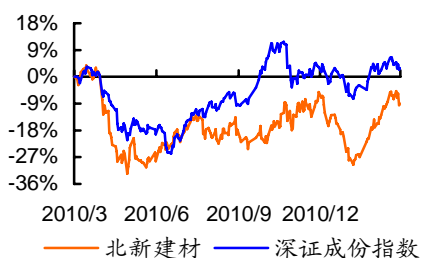
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12721.99
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	89
EPS (TTM)	0.66
每股净资产(元)	5.60
资产负债率	56.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
北新建材	9.62	-4.03	10.72
深证成份指数	0.86	-0.29	13.51



相关报告

《北新建材-继续扩张中西部产能, 全国布局进一步完善》2011-2-23

《北新建材-产能集中释放, 石膏板龙头优势明显》2010-11-15

北新建材

000786

推荐

产能扩张步伐加快, 五年内石膏板规模达 20 亿m²

公司 2010 年实现收入 43.7 亿元, 同比增长 33.4%; 实现营业利润 5.32 亿元, 同比增长 15.3%; 实现净利润 4.17 亿元, 同比增长 29.5%, 对应 EPS 为 0.72 元。公司拟每 10 股派 1.65 元 (含税)。

投资要点:

- **业绩稳步增长, 盈利能力有所下滑。**这主要源于: ①原材料成本上升造成毛利率下滑 3.6 个百分点至 27.1%。2010 年占总成本 30% 以上的废纸价格涨幅达到 21.6%, 煤炭与电力价格提升也加重成本压力。②公司管理费用提升, 同比 2009 年增长 37.7%, 这主要子公司及管理机构增加; 另外, 公司更好应对北美反倾销事件, 本期律师费用增加 2900 多万元。我们认为, 成本与能源价格上升趋势仍然存在, 而公司今年正式投产的生产线大多为龙牌石膏线, 其盈利能力弱于子公司泰山石膏的产品, 有可能对毛利率构成一定影响。
- **主业进一步集中, 房屋业务开拓力度正在加强。**公司石膏板业务贡献的收入占比从 2003 年的 23.68% 增加至目前的 80.27%, 贡献利润占比更是达到 89%。由于石膏板毛利率明显高于第二大业务轻钢龙骨, 进而保证盈利能力。长期来看, 石膏板仍为公司主业, 但公司自去年以来, 收购北新房屋股权, 拓展新型房屋的信心增加。公司今年已签订金额 6 亿元的赞比亚工程订单, 但由于过去几年北新房屋盈利能力较弱, 未来发展情况有待跟踪。
- **未来 5 年石膏板产能翻番至 20 亿 m², 年均复合增长 14%。**公司目前已投产的石膏板线产能已达到 10 亿 m²。公司原本规划在 2015 年达到 15 亿 m² 的规模, 目前已增至 20 亿 m², 以实现全世界规模第一的目标。新规划意味着, 未来五年公司的石膏板规模将会较目前翻一倍, 对应年均复合增长率 14%。2011 年, 公司有 7 条新生产线投产, 合计增加总产能 2 亿 m²。预计公司 2011 年石膏板总产能将达到 12.37 亿 m², 同比增长 19.3%。
- **公司经营状况较为良好, 负债率仍可能上升。**公司存货周转率与应收账款周转率有了显著提高, 负债率上升约两个百分点至 56.2%。公司披露的今明两年投产生产线预计投资额 9.94 亿元, 其中银行贷款 6.25 亿元。考虑 2010 年发放红 9490 万元后, 公司负债率将可能上升至 60% 左右。
- **给予“推荐”的投资评级。**预计 2011 年至 2013 年收入为 59.2 亿元、72.7 亿、84.96 亿元, 实现 EPS 为 0.95 元、1.15 元、1.32 元。给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 公司产能迅速扩张下市场的开拓情况。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4369	5919	7267	8496
同比(%)	33%	35%	23%	17%
归属母公司净利润(百万元)	417	547	663	761
同比(%)	29%	31%	21%	15%
毛利率(%)	27.1%	27.0%	27.1%	27.1%
ROE(%)	16.1%	18.0%	17.9%	17.0%
每股收益(元)	0.72	0.95	1.15	1.32
P/E	21.38	16.29	13.44	11.71
P/B	3.44	2.93	2.40	2.00
EV/EBITDA	13	9	8	7

资料来源: 中投证券研究所

一、业绩稳定增长，盈利能力有所下降

1.1 业绩稳定增长，收入增速高于利润增速

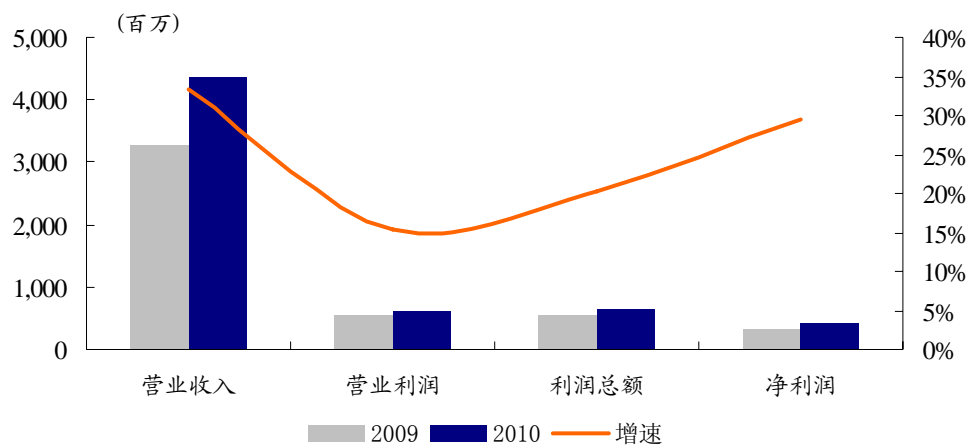
公司 2010 年实现收入 43.7 亿元，同比增长 33.4%；但实现营业利润 5.32 亿元，仅增长 15.3%；实现净利润 4.17 亿元，同比增长 29.5%。

营业利润增速小于收入增速的原因在于：①公司原材料成本上升，造成产品毛利率下滑。2010 年，公司毛利率为 27.1%，比去年下降 3.6 个百分点。其中，占总成本 40%的废纸价格从 2010 年初的 177.5 元/吨上升至年末的 216 元/吨，涨幅达到 21.6%。目前美废 3#价格已经达到 2007 年历史高点。另外，2010 年煤炭与电力价格提升再次加重成本压力。

②公司管理费用提升,同比 2009 年增长 37.7%，这主要是因为公司完善布局而增加了子公司及管理机构；另一方面，公司在北美地区受到产品倾销的控诉，为了更好应诉，本期律师费用增加 2900 多万元。

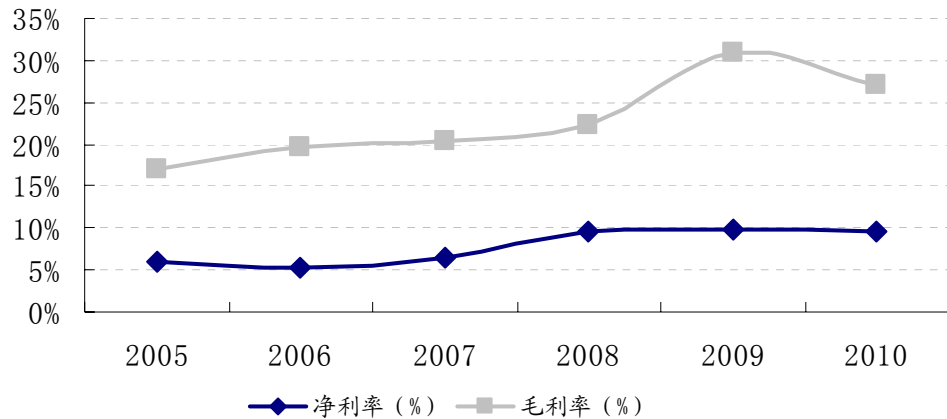
从长期看，能源价格上升趋势仍存；而废纸及脱硫石膏随着利用意识的提高，价格也可能继续走高，因此公司仍会面临成本压力。但随着公司占有率的持续提升，议价能力有望提高。我们预计公司盈利能力将保持相对稳定。

图 1 公司收入与利润增长情况



数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司近年来毛利率情况



数据来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 单季度毛利率变动不大，净利率保持较高水平

从单季度情况看，公司 2010 年各季毛利率变动不大，保持在 26%至 28% 之间，较去年同期有明显下滑。净利率则相对稳定，已连续三年保持在 9.5% 以上的较高水平。

2010 年底，北新建材河北故城、江苏太仓等 6 条生产线进入试运行，这些生产线将于 2011 年真正释放业绩；而泰山石膏仅 2 条生产线试运行。由于龙牌石膏板盈利能力低于子公司泰山石膏的产品，该部分新增产能有可能影响毛利率。

表 1 公司季度经营数据比较

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
收入 (亿元)	4.37	6.86	6.30	7.44	5.29	8.36	10.22	8.88	7.11	11.00	12.58	12.99
环比增速	-57.1%	57.2%	-8.2%	18.1%	-28.8%	58.0%	22.2%	-13.1%	-19.9%	54.7%	14.4%	3.3%
毛利率	18.4%	22.9%	20.6%	25.5%	24.3%	30.2%	30.7%	35.8%	26.5%	27.5%	26.6%	27.4%
费用率	16.3%	14.3%	15.4%	15.6%	18.5%	12.8%	15.6%	10.3%	18.7%	12.8%	11.9%	9.7%
归属股东净利润 (亿元)	1.03	0.06	0.24	1.07	0.20	0.96	0.84	1.22	0.25	1.26	1.07	1.59
环比增速	41.3%	-93.8%	276%	344%	-80.9%	370%	-13.1%	45.8%	-79.3%	399%	-15.3%	48.7%
净利率	23.6%	0.9%	3.8%	14.4%	3.9%	11.5%	8.2%	13.7%	3.5%	11.5%	8.5%	12.2%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

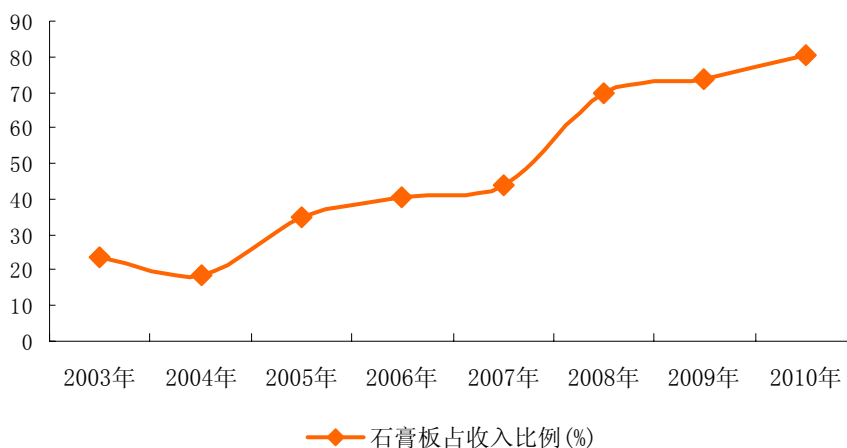
二、 主业进一步集中，加大力度开拓房屋业务

2.1 石膏板业务集中度仍在不断增强

从业务上看，公司石膏板仍是最主要产品。公司石膏板规模从 2005 年的 3.6 亿m² 增至目前的 10 亿m²，贡献的收入比例从 2003 年的 23.68% 增加至目前的 80.27%。而石膏板 30% 的毛利率明显高于第二大业务轻钢龙骨 24% 的毛利率，因此主业不断集中化也是保证盈利能力的重要因素。

2010 年末，石膏板占据公司收入近 80%，贡献利润约 89%。从可得的 2010 年上半年分业务数据可看出，公司轻钢龙骨虽然产能已达 6.9 万吨，但占比仅 10% 左右，依旧是石膏板的辅助业务。

图 3 石膏板业务占公司收入比例变化图



数据来源：公司公告，中投证券研究所

图 4 北新建材 2010 上半年营业收入比例

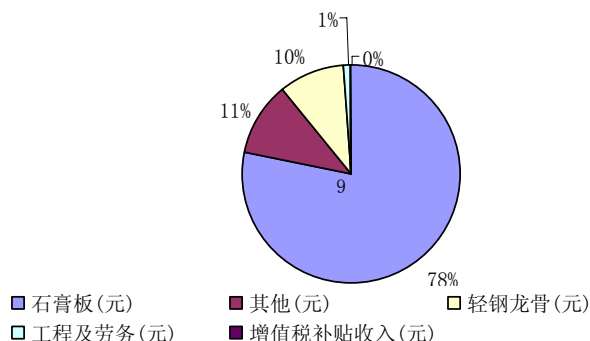
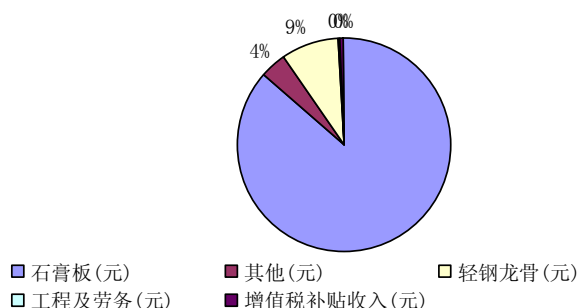


图 5 北新建材 2010 上半年营业利润比例



数据来源：公司公告，中投证券研究所

2.2 增加北新房屋股权比例，房屋业务开拓情况有待关注

北新房屋于 2001 年 7 月由北新集团与北新建材合资建立。2010 年 6 月与 8 月，公司通过股权收购三菱商事与北新集团所持有的北新房屋 7.5% 与 11% 的股权，从而达到控股北新房屋 82.5% 的股权。公司此举意在加大力度发展公司新型房屋业务，公司在 2011 的经营计划中表示：要大力推进新型房屋业务，在做好国内市场的同时，大力拓展非洲市场。

2011 年 3 月 1 日，北新房屋与中国机械工业成套工程总公司签署了赞比亚 4000 万套房建工程项目供货合同，合同总金额 6.64 亿元，是公司拓展房屋业务的重大进展。对于公司房屋业务未来的业绩情况仍有待关注。

三、“十二五”产能翻番，争做世界第一

3.1 未来五年规模 20 亿平米，今年产能增速 20%

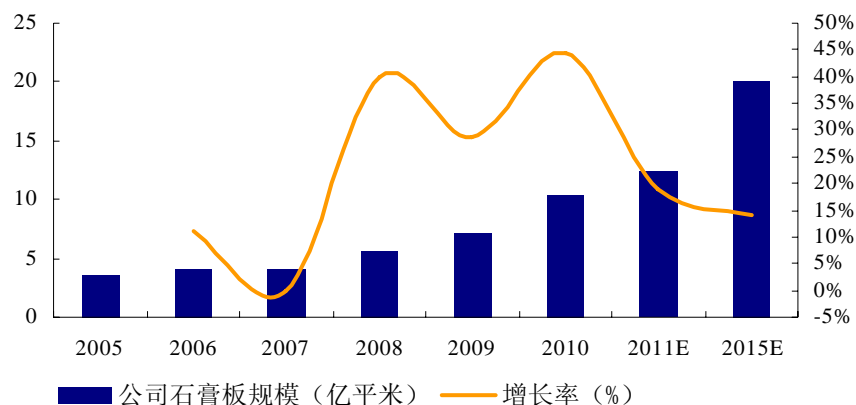
近年来公司以产能迅速扩张策略为主，不断抢占市场。公司 2010 年底已投产石膏板业务达到 10 亿 m²，实现亚洲第一，世界第三的规模。公司原本规划在 2015 年达到 15 亿 m² 的规模，目前已增至 20 亿 m²，以实现全世界规模第一的目标。新规划意味着，未来五年，公司的石膏板规模将会较目前翻一倍，对应年均复合增长率为 14%。

从单条石膏板线上看，公司将开始建设年产 5000 万 m² 的高档板生产线和 1 亿 m² 全球最大的石膏板生产线，推动石膏板高档化。

2011 年，公司在推动新一轮石膏板规划的同时，仍有 7 条新生产线投产，且全部为子公司泰山石膏的生产线，合计增加总产能 2 亿 m²。因此，预计公司 2011 年石膏板总产能将达到 12.37 亿 m²，同比增长 19.3%。

从目前已披露的投产计划看，2012 年将有 3 条石膏板线投产，合计产能 8000 万 m²。但依据 20 亿平米规模看，后续必定有更多生产线的投产。

图 6 公司石膏板业务规模情况



数据来源：公司公告，中投证券研究所

表 2 公司近几年投产生产线

所属公司	地点	生产线	年产能 (万平方米)	投资金额 (万元)	投产
2010年					
广安北新	四川广安	脱硫石膏板	3000	10485.27	2010年
广安北新	四川广安	轻钢龙骨	3000吨		正在
武汉北新	湖北武汉	脱硫石膏板	3000	11331.97	2010年
辽宁铁岭	脱硫石膏板	脱硫石膏板	3000	10055.08	2010年10
太仓北新	太仓二期	脱硫石膏板	3000	10848	2010年点
平邑北新	山东平邑	脱硫石膏板	3000	4000	2010年点
句容北新	江苏句容	脱硫石膏板	3000	13260	2010年点
镇江北新	江苏镇江	脱硫石膏板	6000	13400	2010年点
镇江北新	江苏镇江	轻钢龙骨	5000吨		2010年点
故城北新	河北故城	脱硫石膏板	3000	22000	2010年点
故城北新	河北故城	轻钢龙骨	3000吨		2010年点
江西泰山	江西丰城	脱硫石膏板	3000	7564	2010年
泰山石膏	河南偃师	脱硫石膏板	3000	10963.48	2010年
铜陵泰山	安徽铜陵	脱硫石膏板	3000	9069.53	2010年
泰山石膏	湖北荆门二线	脱硫石膏板	3000	4900	2010年点
江津泰山	重庆江津二期	石膏板	3000	3500	2010年点
2011年					
泰山石膏	宁夏银川	脱硫石膏板	3000	7020	2011
泰山石膏	贵州福泉	脱硫石膏板	2000	7,657	20
泰山石膏	广东惠州	脱硫石膏板	3000	7971	20
泰山石膏	江苏南通	脱硫石膏板	3000	8968	20
泰山石膏	四川什邡	脱硫石膏板	3000	8,937	20
泰山石膏	河北青县	脱硫石膏板	3000	7645	20
泰山石膏	山东泰安	石膏护面纸	10万吨	24595	20
2012年					
新乡北新	河南新乡	脱硫石膏板	3000	10,897	20
新乡北新	河南新乡	轻钢龙骨	3000吨		
淮南北新	安徽淮南	脱硫石膏板	3000	13,053	20
淮南北新	安徽淮南	轻钢龙骨	5000吨		
泰山石膏	重庆	脱硫石膏板	2000	2,690	20

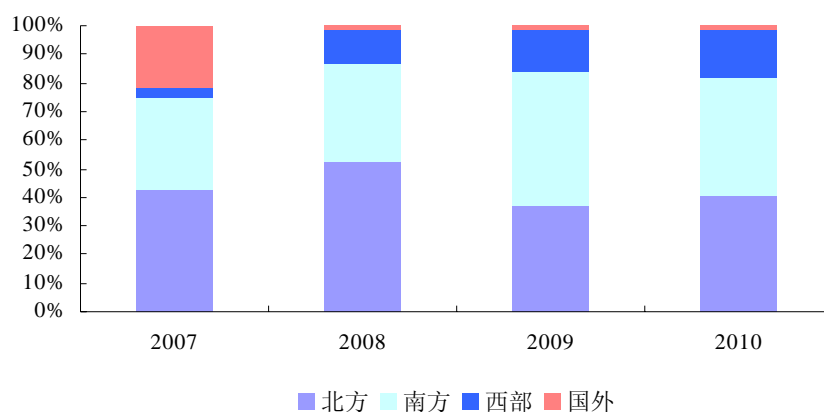
数据来源：公司公告，中投证券研究所

3.2 不断完善布局，预计中西部是未来开拓重点

从公司目前生产线布局来看，大部分生产线集中于东部沿海地方，中西部明显较少。

从各区域收入情况也可以看出，近两年增长最快的是南方地区，目前已超过北方，成为石膏板需求最大的区域。然而，2010年西部地区增速54%，收入不及南方的一半。随着国家对西部各省份开发的重视以及政策的倾斜，预计公司未来在中西部产能将会得到明显增加。

图 7 公司各大区域收入比重图



数据来源：公司公告，中投证券研究所

四、公司运营情况

公司 2010 年经营状况良好，存货周转率与应收账款周转率有了显著提高。公司目前经营性现金流 9.1 亿，而资金性支出 12.1 亿，存在 3 亿元的资金缺口。由于 2010 年固定投资大幅增长，公司负债率上升约两个百分点至 56.2%

公司目前披露的今明两年投产的生产线共有 10 条，预计投资额为 9.94 亿元。其中公司自筹资金为 3.7 亿元，银行贷款 6.25 亿元。考虑公司 2010 年发放红 9490 万元，公司贷款后负债率将上升至 60%左右，财务压力有所增大。

表 3 公司运营情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
营运能力						
存货周转率(次)		5.7	5.1	3.8	3.8	4.1
应收账款周转率(次)		8.4	8.9	7.9	13.6	21.1
资金状况						
资产负债率(%)	59.0	60.5	61.1	54.5	54.4	56.2
经营活动现金流(亿元)	1.1	2.7	1.4	3.0	7.9	9.1
增长率(%)		145.7	-46.3	113.1	157.9	16.2
资本性支出						
资本性支出(亿元)	4.4	2.7	4.4	6.6	6.5	12.1
增长率(%)		(38.2)	62.4	48.4	(0.3)	84.9

数据来源：公司公告，中投证券研究所

五、盈利预测

根据目前生产线情况，我们预计 2011 年公司石膏板产能将增长 19.3%至 12.37 亿 m²。对于 2012 与 2013 年，我们按照产能增加 14%进行预测。由于

今年正式释放产能的新生线大多为龙牌生产线，再考虑成本压力，可能对盈利能力有所压制。

表 2 北新建材盈利预测假设

	2010	2011E	2012E	2013E
泰山石膏				
产能 (万平方米)	59,700	79,700	90,061	101,769
产销率	96.5%	96.0%	95.0%	95.0%
销量 (万平方米)	48,154	63,072	78,668	88,895
价格 (元/平方米)				5.50
收入 (万元)	240,768	327,974	424,807	488,921
龙牌				
产能 (万平方米)	44,000	44,000	50,000	56,500
产销率	54.2%	53.0%	53.0%	53.0%
销量 (万平方米)	16,919	23,320	24,592	27,878
价格 (元/平方米)	6.50	6.70		
收入 (万元)	109,974	156,244	167,226	192,358
石膏板业务				
总销量 (万平方米)	65,073	86,392	103,260	116,773
收入 (万元)	350,742	484,218	592,032	681,279
增速 (%)	45.1%	38.1%	22.3%	15.1%
成本 (万元)	245,134	340,736	415,697	478,052
增速 (%)	60.8%	39.0%	22.0%	15.0%
毛利率 (%)	30.1%	29.6%	29.8%	29.83%
其它产品				
收入 (万元)	86,166	107,707	134,634	168,293
增速 (%)	0.5%	25.0%	25.0%	25.0%
成本 (万元)	73,550	91,202	114,003	141,364
增速 (%)	-0.3%	24.0%	25.0%	24.0%
毛利率 (%)	14.6%	15.3%	15.3%	16.0%
主营业务收入总计				
收入 (万元)	436,908	591,926	726,666	849,572
成本 (万元)	318,684	431,938	529,700	619,416
毛利率 (%)	27.1%	27.0%	27.1%	27.1%

数据来源：公司公告，中投证券研究所

六、投资建议：推荐

我们预计公司 2011 年至 2013 年收入为 59.2 亿元、72.7 亿、84.96 亿元，实现每股收益为 0.95 元、1.15 元、1.32 元。给予“推荐”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2153	2900	3660	4574	营业收入	4369	5919	7267	8496
现金	819	1065	1381	1699	营业成本	3187	4319	5297	6194
应收账款	177	246	310	383	营业税金及附加	5	7	8	9
其它应收款	21	32	65	115	营业费用	202	278	342	408
预付账款	243	346	424	557	管理费用	266	343	427	499
存货	875	1181	1448	1786	财务费用	81	148	168	157
其他	18	30	33	34	资产减值损失	11	12	12	12
非流动资产	5204	5852	6286	6706	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	209	212	212	212	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	3280	3906	4329	4638	营业利润	613	812	1014	1217
无形资产	664	826	1008	1198	营业外收入	52	50	45	40
其他	1051	907	737	658	营业外支出	12	10	10	10
资产总计	7357	8751	9946	11280	利润总额	653	852	1049	1247
流动负债	3021	4272	4524	4698	所得税	42	58	71	87
短期借款	2048	2976	3004	2884	净利润	611	794	978	1160
应付账款	456	605	742	929	少数股东损益	194	247	315	399
其他	517	691	779	885	归属母公司净利润	417	547	663	761
非流动负债	1116	561	526	526	EBITDA	875	1169	1431	1656
长期借款	422	422	422	422	EPS (元)	0.72	0.95	1.15	1.32
其他	694	139	104	104					
负债合计	4137	4832	5050	5224					
少数股东权益	630	877	1192	1591	主要财务比率				
股本	575	575	575	575	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	510	510	510	510	成长能力				
留存收益	1504	1956	2619	3380	营业收入	33.4%	35.5%	22.8%	16.9%
归属母公司股东权益	2590	3042	3705	4466	营业利润	15.3%	32.4%	24.9%	20.0%
负债和股东权益	7357	8751	9946	11280	归属于母公司净利润	29.5%	31.2%	21.2%	14.7%
					获利能力				
					毛利率	27.1%	27.0%	27.1%	27.1%
					净利率	9.5%	9.2%	9.1%	9.0%
					ROE	16.1%	18.0%	17.9%	17.0%
					ROIC	13.8%	14.5%	16.1%	16.9%
					偿债能力				
					资产负债率	56.2%	55.2%	50.8%	46.3%
					净负债比率	61.46%	71.87%	69.31%	64.71%
					流动比率	0.71	0.68	0.81	0.97
					速动比率	0.42	0.40	0.49	0.59
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.73	0.78	0.80
					应收账款周转率	17	22	21	20
					应付账款周转率	7.84	8.15	7.87	7.42
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.72	0.95	1.15	1.32
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	0.72	2.00	2.26
					每股净资产(最新摊薄)	4.50	5.29	6.44	7.76
					估值比率				
					P/E	21.38	16.29	13.44	11.71
					P/B	3.44	2.93	2.40	2.00
					EV/EBITDA	13	9	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 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市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 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, 6 年证券行业从业经验。

王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

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

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

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