

杨东森
 010-88087428
 yangds@cmschina.com.cn

2008年3月23日

北新建材(000786.SZ)/8.24元

二线城市加快发展，民用市场初露端倪

原材料·建材

目标估值: 11.3-12.9元

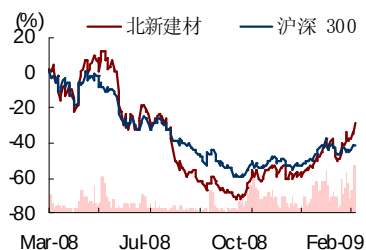
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2266
总股本(万股)	57515
已上市流通股(万股)	33115
总市值(亿元)	47
流通市值(亿元)	27
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	7.6
资产负债率	54.5%
主要股东	中国建材股份有限公司
主要股东持股比例	52.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	27	114	-16
相对表现	23	99	23



相关报告

- 1、《北新建材(000786)——朝阳产业龙头蓄势蓬勃》2009/03/16
- 2、《建筑节能系列报告之一_节能建材面临广阔发展前景》2009/02/16
- 3、《建材行业2009年度投资策略——水泥工业步入新时代》2008/12/04
- 4、《塔牌集团——区域整合潜力带来中期成长性》2008/11/19

北新建材 08 年业绩超出预期，主要是纸面石膏板提价导致毛利率上升所致。预计在美废等成本下降的因素下，毛利率仍有提升空间。有五项主要因素推动纸面石膏板市场需求的增长，公司两方面措施得当，带来高成长性。公用市场的外延式扩张可以抵御不利因素的影响，而民用市场的大发展已初露端倪。预计 09、10、11 年的销售收入分别为 31.6、40.4、52.0 亿，EPS 分别为 0.49、0.74、1.11 元。

- **业绩逆势增长。**08 年，公司营业收入 25.0 亿，利润总额 3.21 亿，归属于上市公司股东的净利润 2.41 亿，同比增长 19.06%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.47 亿，同比增长 64.15%。基本每股收益 0.418 元，扣除非经常性损益后的每股收益 0.256 元，同比增长 64.15%。
- **非经常性损益的可持续性。**公司投资收益中约 1360 万具有可持续性，加大资本开支力度和电厂烟气脱硫力度加大，使得政府补助具有可持续性。
- **石膏板业务。**公司石膏板业务取得收入 17.37 亿，同比增长 25.6%，毛利率 25.7%；石膏板销售收入比例上升，08 年达到 69.6%，主业地位日益突出。主要子公司泰山石膏营业收入 13.7 亿，归属于母公司的净利润 1.6 亿。
- **市场需求分析。**纸面石膏板本身性质优良、脱硫石膏产量激增、节能减排带来新型墙材发展、消费升级和城市化是推动行业高速发展的五大动力。公司深入二线城市和空白市场，有利于抵御公用市场的不利因素。政府住宅小区破冰，加强营销和战略合作，推动民用市场的应用初露端倪。
- **公司核心竞争力进一步增强，战略和计划也围绕扩产和核心竞争力进行。**
- **盈利预测与估值：**短期内公司毛利率将有提升，成本有长期下降的趋势。适度上调盈利预测，预计 09、10、11 年营业收入分别为 31.6、40.4、52.0 亿，EPS 分别为 0.49、0.74、1.11 元，合理估值区间为“11.3~12.9 元”，维持“强烈推荐-A”的投资评级。
- **风险提示：**宏观经济严重下滑及假冒伪劣产品冲击可能对公司造成不利影响。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3143	2496	3162	4039	5201
同比增长	7%	-21%	27%	28%	29%
营业利润(百万元)	287	284	355	550	846
同比增长	33%	-1%	25%	55%	54%
净利润(百万元)	202	241	279	424	638
同比增长	31%	19%	16%	52%	51%
每股收益(元)	0.35	0.42	0.49	0.74	1.11
PE	23.5	19.7	17.0	11.2	7.4
PB	2.7	2.4	2.2	1.9	1.6

资料来源：招商证券

一、业绩增长大幅超过预期

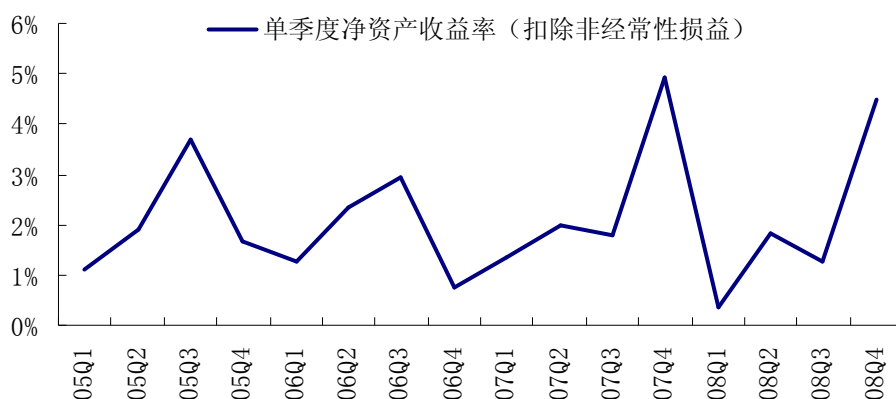
1、08 年业绩逆势增长

08 年，公司营业收入 25.0 亿，同比下降 20.6%，利润总额 3.21 亿，同比增长 4.44%，归属于上市公司股东的净利润 2.41 亿，同比增长 19.06%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.47 亿，同比增长 64.15%。（做成表格）

基本每股收益 0.418 元，同比增长 19.06%，扣除非经常性损益后的每股收益 0.256 元，同比增长 64.15%。

08 年，加权平均净资产收益率（扣除非经常性损益）为 7.96%，同比上涨 2.6 个百分点。

图 1：公司净资产收益率情况



数据来源：公司公告、招商证券研发中心

2、业绩增长超预期的原因

公司业绩增长超出预期的主要原因有四个方面。

(1) 08 年公司投资净收益达到 1.3 亿，较我们的预计多出了 3 千万左右。主要是由于公司转让中建材投资有限公司的收益约为 6917 万，收到中建材投资有限公司分派的利润约 4770.9 万，同时公司权益法核算的投资收益增长了 1360 万左右，全年投资收益较 07 年增加了大约 3600 万。

(2) 08 年公司营业外收入 4228 万，较我们的预期高出 1900 万左右。其中主要是因为投资、技改、节能等原因，公司收到的政府补助总计约 3748 万。

(3) 公司 08 年所得税率仅 9.46%，低于我们 15% 的假设，导致净利润增加 1000 万左右。

(4) 公司石膏板毛利率在下半年出现了较大幅度回升，早于我们的预期，主要是提价和降低成本的原因所致。公司扣除非经常性损益后的每股收益 0.256 元，较我们的预期高出 0.066 元左右，反映出公司四季度的实际经营情况大大好于我们的预期。本质原因在于公司核心竞争力强，能较好的控制价格和降低成本波动的影响。

3、投资收益的可持续性

比较公司 07、08 年的投资收益，可见除权益法核算的投资收益增长 1360 万可持续性较强外，其它大部分投资收益缺乏可持续性。

表 1：公司 07、08 年投资收益情况比较

项目	2008 (万元)	2007 (万元)
权益法核算的投资收益	1371.2	11.2
郟城新兴新装饰材料有限公司	-111.5	-38.8
武汉理工光纤股份有限公司	233.4	132.1
烁光特晶科技发展有限公司	19.4	85.0
南京华府房地产开发有限公司	-381.0	-179.1
深圳百安居装饰建材有限公司		431.1
北京瑞丰投资管理有限公司		413.7
陕西泰山石膏建材有限公司	526.0	-13.9
云南泰山石膏建材有限公司	870.4	329.4
北京百安居装饰建材有限公司		-1250.9
新疆天山建材石膏制品有限责任公司	9.0	4.3
泰安市金盾建材有限公司	288.7	98.3
泰安泰和建筑装饰材料有限公司	6.5	
北京住博会科技发展有限公司	-89.7	
以成本法核算的被投资单位宣告分派的利润	4770.9	10.0
中建材投资有限公司	4770.9	10.0
北京绿创环保设备股份有限公司		
股票、基金投资收益	2.4	9419.4
长期股权投资转让收益	6916.7	29.7
中建材投资有限公司	6916.7	
股权注销收益	1.0	
成都西南北新建材有限公司	1.0	
合计	13062.3	9470.4

数据来源：公司公告、招商证券研发中心

4、营业外收入的详细情况分析

06、07 年，公司营业外收入主要是财政贴息。08 年，营业外收入主要由政府补助构成。

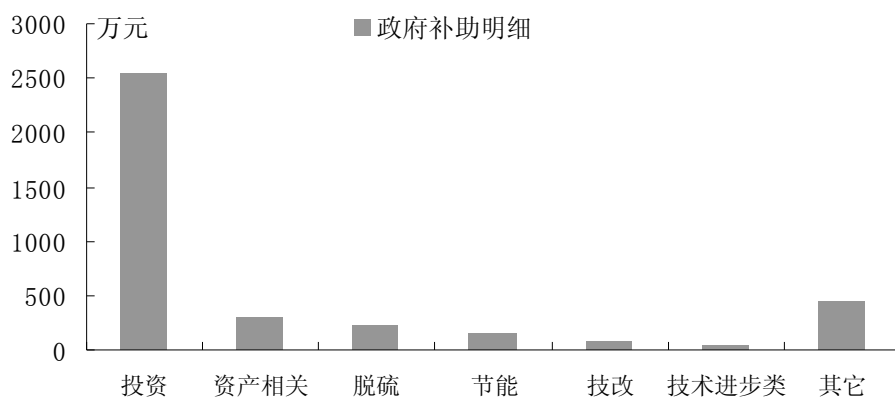
自 06 年以来，公司来源于财政贴息、政府补助的营业外收入高速增长，反映出自火电厂开始强制脱硫以来，作为下游产业的主要公司，北新建材得到了政府日益增长的大力支持。

表 2: 公司营业外收入情况

项目	2008 (万元)	2007 (万元)	2006 (万元)
罚款收入	36.2	26.8	19.1
无法支付的呆帐收入	0.01	11.3	
处理固定资产净收益	65.6	569.0	538.5
财政贴息收入	72.7	1268.6	755.1
政府补助收入	3747.9	868.3	65.0
投资成本与应享有被投资单位可 辨认净资产公允价值份额的差额		247.5	
中建投冲回财政出口贴息			-134.5
固定资产盘盈			1.4
债务重组收益	235.6	38.6	
其他	69.8	69.1	49.7
合计	4227.8	3099.3	1294.2

数据来源: 公司公告、招商证券研发中心

08 年的政府补助收入为 3747.9 万, 主要由投资奖励、节能奖励、技改奖励、利用脱硫石膏等项目的奖励资金。

图 2: 政府补助情况


数据来源: 公司公告、招商证券研发中心

公司 08 年政府补助的增长源于两大主要原因。其一, 07 年以来, 公司加大资本开支力度, 大量建设新的石膏板生产线; 其二, 07 年以来, 我国电厂脱硫进入高峰时期, 公司加大技术进步力度, 充分利用脱硫石膏资源。

在未来 3-5 年的时间, 这两大因素依然存在, 尤其是脱硫石膏的生产、堆积会迅速增加, 由此我们判断, 未来几年公司的政府补助将会继续维持在高位, 还有可能出现较大幅度增长。

5、税收优惠

公司在增值税和所得税上, 均享受大幅优惠。

增值税方面, 公司的纸面石膏板、矿棉板业务均属于资源综合利用产品, 除少数几家子公司享受增值税减半征收的政策外, 公司及大部分子公司均享受免收增值税或先征后返的政策。

所得税方面, 公司的税收优惠源于三个方面。一是, 公司主要产品属于综合利用资源,

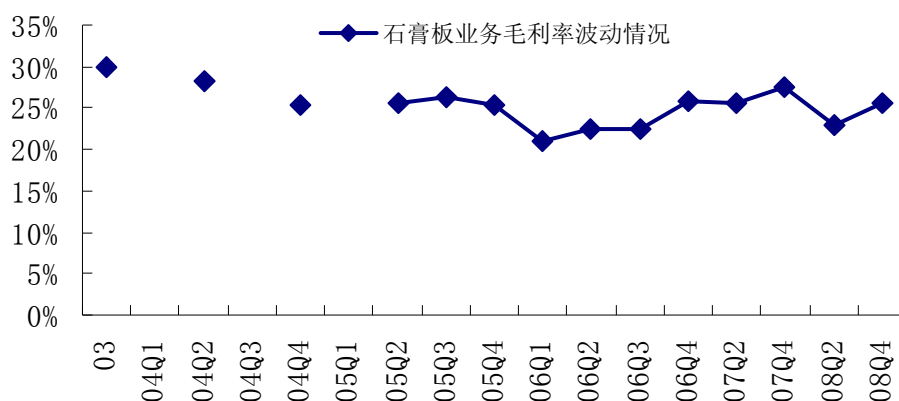
计算应纳税所得额时，公司及大部分相关子公司均减计 10% 的销售收入；二是，公司属于高新技术企业，享受 15% 的所得税优惠政策；三是，公司位于西部地区的子公司享受西部大开发的所得税减免，优惠税率为 15%。

未来三年，公司享受的税收优惠政策应该可以持续。

6、石膏板业务高速增长，主业地位日益增强

公司石膏板业务取得收入 17.37 亿，同比增长 25.6%，毛利率 25.7%，同比下降 1.7 个百分点，相比 08 年中期的 22.98%，提高了 2.7 个百分点。公司下半年毛利率的大幅提高，主要是因为公司核心竞争优势明显，市场控制能力强，技术、规模优势明显，在适度提升价格和降低成本方面的能力良好。08 年全年，高中档石膏板的平均价格上涨了 8% 左右，尤其是下半年涨价幅度较大。

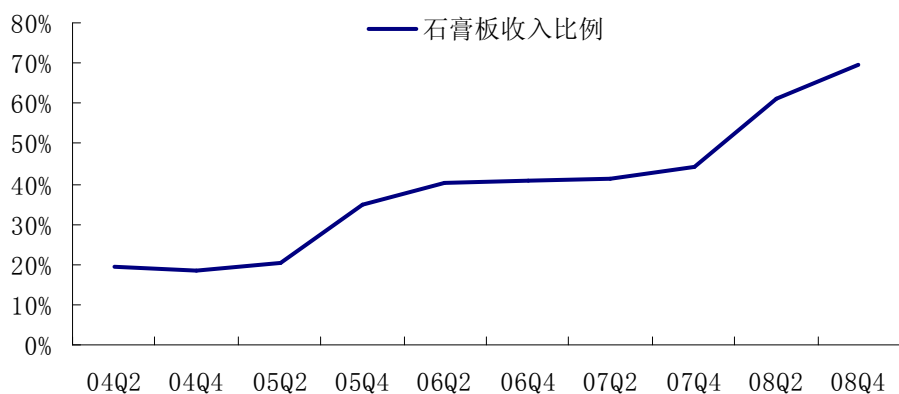
图 3：石膏板业务毛利率波动情况



数据来源：公司公告、招商证券研发中心

石膏板销售收入比例不断上升，08 年达到 69.6%，主业地位日益突出。

图 4：石膏板收入比例情况



数据来源：公司公告、招商证券研发中心

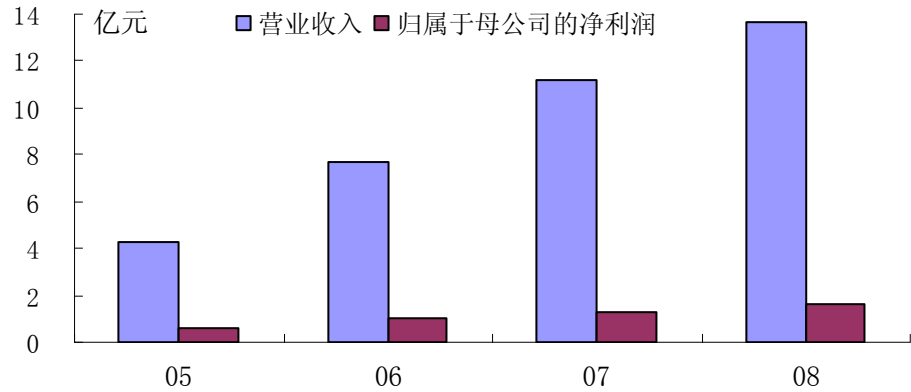
参考我们的深度报告《北新建材(000786)——朝阳产业龙头蓄势蓬勃》，公司石膏板业务比例将持续增长，盈利能力将稳步提升。08 年 4 季度，石膏板业务毛利率的恢复主要是因为提升价格和降低成本。09 年 1、2 季度，随着美废价格、煤炭价格下降及维持在低位，原材料成本下降将逐步传导到公司的毛利率水平，预计公司毛利率水平将继续提

升到 07 年的水平，预计在 27% 左右。

7、泰山石膏的情况

泰山石膏股份有限公司是北新建材最主要的子公司，自 05 年合并以来，泰山石膏呈高速发展的态势。08 年，泰山石膏营业收入 13.7 亿，归属于母公司的净利润 1.6 亿。

图5：泰山石膏的情况



数据来源：公司公告、招商证券研发中心

8、经营现金流量情况改善

08 年，公司实际营业收入有所增长，且回款情况较好，现金流量状况明显改善。08 年经营活动产生的现金流量净额为 304.5 百万元，同比上涨 113.11%，为公司未来的生产经营、产能扩张提供了较好基础。

二、公用市场外延式扩张抵御不利因素，民用市场大发展初现端倪

1、产能释放的关键是需求的增长

在电厂烟气脱硫的大背景下，我国脱硫石膏的产量将从 04 年底不足 200 万吨，08 年在 2500 万吨左右，10 年以后将迅速增长到每年 4600 万吨左右的水平。北新建材抓住脱硫石膏产量激增的有利条件，大力加快了石膏板生产线的建设和布局。

表 3：北新建材产能及产量预测

产品		2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
石膏板	产能	3.60	4.10	4.10	5.60	7.90	10.00
(亿平方米)	产量	1.64	2.87	3.16	3.70	5.20	7.30
轻钢龙骨	产能	5.50	5.80	6.30	6.80	6.80	7.60
(万吨)	产量	2.57	3.03	3.82	4.01	4.61	5.30
矿棉板	产能	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
(亿平方米)	产量	0.12	0.14	0.11	0.12	0.13	0.14

数据来源：公司公告，招商证券研发中心

08、09、10 年，北新建材石膏板产能的年平均增速约在 50% 左右，预计产量的增速也在 40% 左右。在当前宏观经济面临诸多不确定性的情况下，下游需求的增长是影响公司产能释放的关键因素。

2、北新建材与纸面石膏板市场需求之间的逻辑

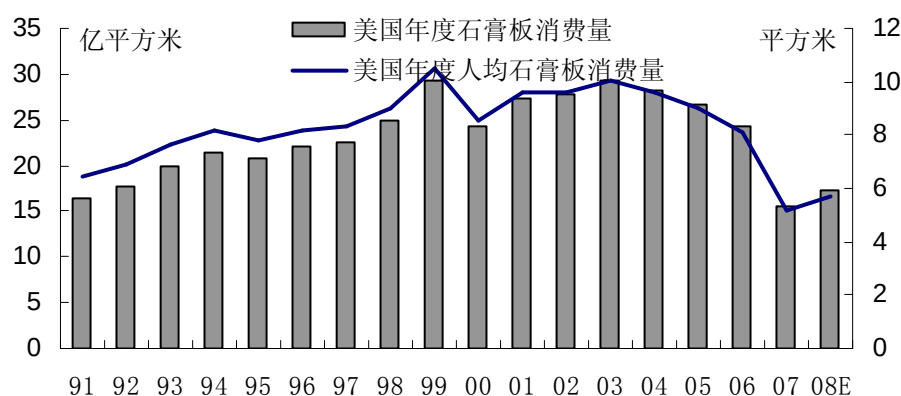
我们认为，对一家市场龙头企业而言，市场需求问题可以分为四个部分：一是，被动式的市场需求的自发增长；二是，政府推动导致的市场需求增长；三是，主动开辟和推动新市场的发展；四是，凭借竞争优势争夺竞争对手的市场份额。前两项是外生的市场发展因素，后两项是内生的公司策略与竞争力因素。

在 09 年以来推出的两篇深度报告《节能建材系列报告之一节能建材面临广阔发展前景》（2009/02/16）和《北新建材（000786）—朝阳产业龙头蓄势蓬勃》（节能建材系列报告之二，2009/03/16）中，我们对纸面石膏板市场的需求因素做了多方面探讨，建议投资者参考这两篇报告。

在市场需求方面，有五项目素将推动纸面石膏板市场持续的高速发展。

（1）纸面石膏板本身性质卓越。

纸面石膏板具有能耗低生产效率高、轻质抗震、保温隔热、防火、隔音、装饰功能好且美观大方、可施工性好、居住舒适、绿色环保、节省空间增加房间实用面积等诸多优点，具备广泛应用为隔墙的基础条件。纸面石膏板在国外发展了一百多年，历久不衰。在当代，脱硫石膏制作的纸面石膏板被普遍用作公用建筑及居民住宅的隔墙。

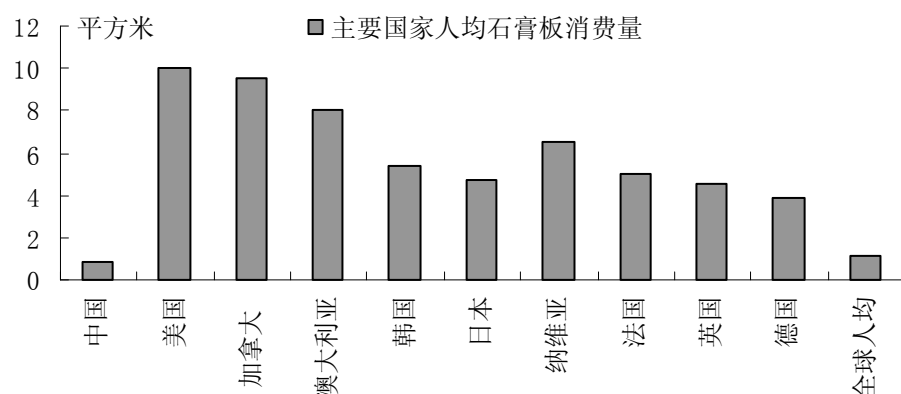
图 6：美国石膏板消费情况


数据来源：《USGS 矿物信息年报》，美国国家统计局、招商证券研发中心

注释：美国 07、08E 石膏板消费量的下滑主要源于次贷危机和地产泡沫的破灭。

我们分析认为，我国纸面石膏板普及程度低的主要原因在于两方面：一是由经济发展程度决定的消费水平和消费习惯；二是，我国脱硫石膏产量激增的情况刚刚开始出现。

正因为我国纸面石膏板普及程度低，因而发展速度和空间会比发达国家更大。

图 7：主要国家石膏板人均消费量情况


数据来源：《USGS 矿物信息年报》，招商证券研发中心

注释：中国为 2008 年数据，其余国家为 2004 年数据

（2）脱硫石膏产量的激增，亟需下游产业加快发展。

按 10 年脱硫石膏年产量达到 4600 万吨计算，需要纸面石膏板年产量至少达到 40 亿平方米以上，而 08 年全国的产量仅有 11.1 亿平方米，脱硫石膏消耗量不足 1000 万吨。大量脱硫石膏的产生、堆积会带来耕地的浪费和环境污染。

国家及地方政府已经在资源综合利用方面给予了增值税和所得税的大幅优惠政策，但从脱硫石膏产量增速远快于下游纸面石膏板产业的发展速度的情况来看，国家有必要进一步加大推动纸面石膏板应用的工作。

（3）节能减排、保护耕地带来的替代效应，推动新型墙材快速发展。

我国房屋建筑材料中 70% 是墙体材料，传统上，粘土砖占据主导地位。我国每年生产粘土砖耗能 6000 万吨左右标准煤，破坏耕地 50-100 万亩。

2005 年，国务院办公厅发出《关于进一步推进墙体材料革新和推广节能建筑的通知》，通知提出，“2010 年底，全国所有城市都要禁止使用实心粘土砖”。各个地方政府从保护耕地、节能减排的角度出发，也普遍出台了大量的禁止、限制使用粘土砖的政策。

粘土砖和空心粘土砖的使用虽受到限制，但迄今即使在北京、上海等一线城市，实心粘土砖仍广泛存在。预期在节能减排和保护耕地的实际压力下，我国政府限制和禁止使用粘土砖、空心粘土砖的政策压力会进一步加强。

纸面石膏板是替代粘土砖和空心粘土砖的优良材料，作隔墙具有显著的节能减排效果，粘土砖的淘汰给纸面石膏板带来了巨大的替代效用空间。

(4) 消费升级将推动纸面石膏板从公用领域走向民用建筑。

(5) 城市化将推动建材行业普遍的长期繁荣。

在公司层面，则有两个方面的工作。

一是，抓住电厂脱硫的有利时机，加快生产线建设步伐，抢占优质电厂资源；

二是，推动市场需求发展，开拓新市场创造需求，并增强核心竞争力，在 market 的发展过程中抢夺更多的发展机会。

从公司 08 年的经营情况来看，市场需求及公司的营销工作进展情况均好于预期，未来的市场需求日益确切。

3、公用市场外延式扩张抵御不利因素

从公司的年报可以看到，公司 08 年在公用建筑市场加强了外延式扩张市场的策略。

(1) 深入二线城市和空白市场。

“公司制订了石膏板两年渠道发展规划，深入开发二线城市及周边地区，开拓新兴和空白市场，为公司未来石膏板产能释放奠定了营销基础”。我国大城市公用建筑对纸面石膏板作隔墙和吊顶的使用较为普遍，但二线城市、三线城市、乃至乡镇的公用建筑使用纸面石膏板隔墙的情况还较少。经济发展到现阶段，一线城市外的其它地区也具备了大量使用纸面石膏板的条件。这些地区的使用实际上是对传统墙材的进一步替代，粘土砖及空心粘土砖墙还普遍存在于这些地区的公用建筑中，替代的空间仍然非常巨大。

如果哪一天，乡村卫生院也开始普遍使用纸面石膏板作隔墙，那替代空间才逐步到了天花板。

(2) 存量建筑的翻新改造。

我国公用建筑的存量面积在 70 亿平方米左右，按 5 年翻新改造一次，使用石膏板面积是建筑面积的 4-6 倍（石膏版作为隔墙通常是双侧四层石膏板），则每年石膏板用量将高达 64-84 亿平方米，远远超过了现在每年 11 亿平方米的产量。每年新建公用建筑的增加，还带来存量公用建筑面积的持续增长，翻新改造市场一直在稳定增长。

翻新改造市场是纸面石膏板长期稳定应用的重要市场，市场开拓和替代空间仍然巨大。

(3) 拉动内需政策。

在宏观经济形势较差的情况下，拉动内需的主要方向是基建。学校、医院、各类场馆、机场、车站的建设都会增加石膏板需求，可以较好的弥补办公楼、商业建筑开工面积下降的负面影响。

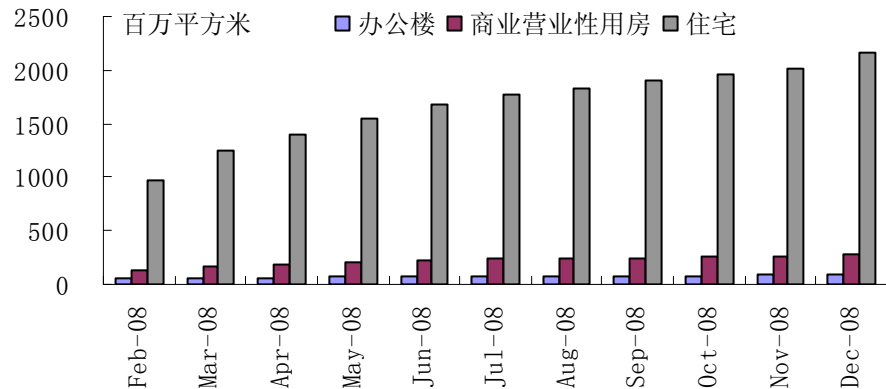
综合来看，即使仅仅在传统的公用建筑领域，纸面石膏板隔墙的空间仍然巨大。一方面，北新建材凭借强大的竞争实力，在竞争既有市场方面占据优势；另一方面，营销方向、策略得当，即使在严重下滑的宏观经济环境下，公用建筑领域的替代作用、建筑翻新市

场、拉动内需政策，都足以消化产能扩张。

4、民用市场大发展初现端倪

民用建筑市场是纸面石膏板隔墙更大的市场，国外 70% 的石膏板用于民用建筑领域，我国则处于起步阶段的早期。

图 8：不同类型建筑施工面积比较



数据来源：公司公告、招商证券研发中心

(1) 消费升级。

纸面石膏板性质优良是其在发达国家和我国公用建筑领域获得普遍应用的原因。或者说，纸面石膏板作非承重墙能更好的满足人的实际生理需要。

民用市场的发展与经济社会发展水平有关，比如房价，装修质量、楼宇建设结构等。我国经济社会进一步发展，人们居住的消费水平升级，将会从基本的消费层面增加对纸面石膏板隔墙的需求。

在建筑装修领域，一个典型的现象就是，酒店装修风格、材料普遍优于普通居民家装，并存在从酒店有向普通居民家装扩散的普遍规律。酒店、办公楼普遍使用石膏板作隔墙，国外公用、民用建筑领域普遍使用，是石膏板竞争力、生命力的直接证明。国内在民用建筑领域的普及只是时间问题，经济和社会发展水平提高，家庭会更注重房间实际使用面积、墙的高档、环保、防火、抗震等问题，从而出现民用建筑领域隔墙使用的消费升级。

(2) 政策推动。

如前所述，脱硫石膏产量激增，将会促使政府推动纸面石膏板在民用建筑领域的应用。

(3) 政府住宅小区的破冰。

公司年报显示，“山东、安徽、山西等地的政府公务员小区等全部采用公司“龙”牌系列产品。”从我们的初步调研情况看，华东、山东、北京部分城市的住宅小区建设或装修过程中，开始使用纸面石膏板作隔墙，实际使用效果良好。而政府住宅小区的大量使用，既反映了政府对纸面石膏板的支持，也具有良好的示范效应，将大大加快纸面石膏板在民用建筑隔墙领域的推广。

(4) 公司营销力度增强。

08 年，“公司加大了在行业客户、终端客户的推广力度，与金螳螂装饰、龙发装饰等单

位签署全面合作协议，与长沙远大住工、上海锦江之星、科宝博洛尼签署全国性合作协议，与万科北方区、安徽鹏远地产建立合作关系，在终端客户和全国性细分市场领域取得了突破。”

综合来看，纸面石膏板隔墙在民用建筑领域的大发展已处于起步阶段，房地产市场繁荣有助于大发展，而萧条也不能阻止，这是因为在发展初期，对传统墙材的替代作用是主要的。

5、营销费用的增长

08 年，公司加大市场开拓力度，营销费用出现增长。

图 9：销售费用情况



数据来源：公司公告、招商证券研发中心

三、核心竞争力继续增强

08 年，我国宏观经济经受了严峻考验。

08 年，纸面石膏板价格高、中端纸面石膏板价格上涨了 8% 左右。北新建材石膏板销售收入增长 25.57%，公司石膏板产量大约增长了 17%，产量约为 3.7 亿平方米。08 年，全国石膏板产量增速 12.6%，明显低于北新建材 17% 的水平。

1、2 季度，公司石膏板毛利率由 07 年底的 27.4% 降至 23.0%，08 年底恢复到 25.7%。产量高速增长、价格和毛利率的提升反映了行业的朝阳性质、较好的市场结构和公司的核心竞争力优势。

08 年公司核心竞争力进一步增强，为进一步的市场开拓和高速增长提供了保障。

1、技术实力进一步增强

08 年底，公司已申请专利 541 件，取得授权专利 502 件，专利申请数量和保有量位居全国建材行业前列。08 年公司组织承办了《纸面石膏板》国家标准和《纸面石膏板单位产量能源消耗限额》行业标准修订审定会，并建成了具有国内领先水平的国家级企业技术中心实验室，承担多项技术科研课题研究。

2、品牌领先地位强化

08 年，公司“龙”牌石膏板被国家工商总局授予“中国驰名商标”称号，成为业内唯一通过国家认证和司法认定“双认定”的中国驰名商标。“龙牌”和“泰山”牌石膏板的声誉更加显著。

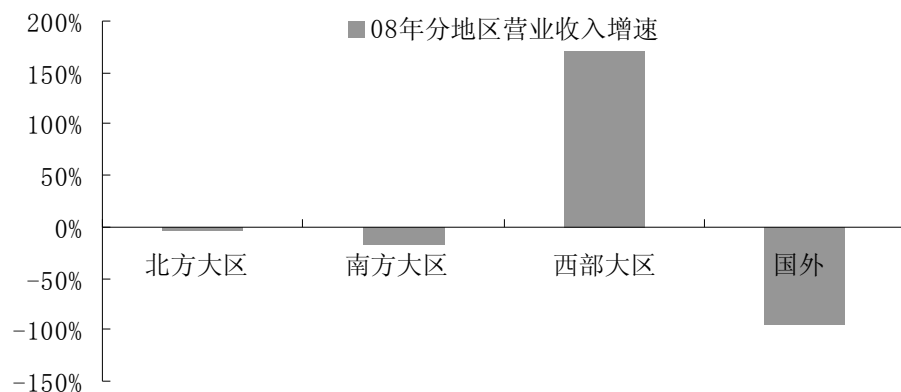
3、质量卓越

公司建立严格的质量管理体系，连续数年获得全国和北京市质量效益型先进企业称号并获特别奖，公司产品在国家 and 北京市质量技术监督局组织的质量监督抽查中获得质量信誉 AAA 企业。

4、全国生产经销网络发挥优势，有助于降低区域经济波动的风险

综合来看，公司遍布全国的生产销售网络，有助于降低部分地区经济形势变化的风险。

图 10：分地区营业收入增速

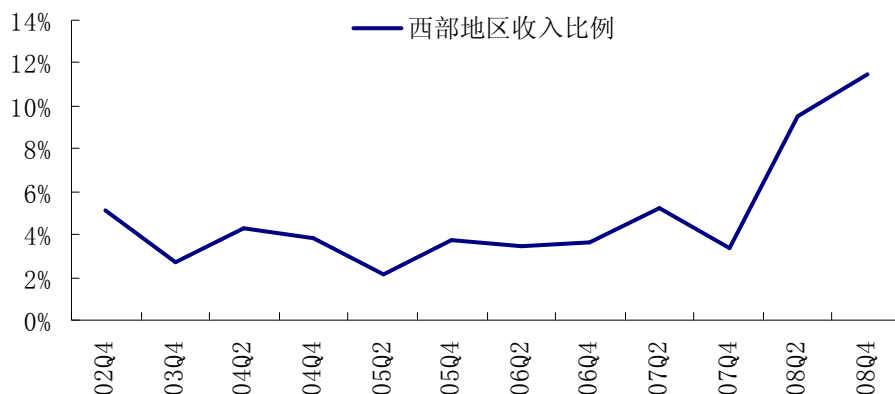


数据来源：公司公告、招商证券研发中心

注释：国外及南方大区营业收入的下降主要源于出售中建材投资有限公司所致。

08 年，西部地区销售收入比例明显提高。

图 11：西部地区收入比例情况



数据来源：公司公告、招商证券研发中心

5、产品继续在标志性建筑中占有优势

公司继续加大对重点标志性工程的营销力度，08 年“龙”牌和“泰山”牌石膏板、轻钢龙骨系列产品连续中标大型工程项目。

表 4：08 年北新建材产品主要应用工程列表

项目名称		
中国人寿总部	济南奥体中心	广州电视塔（世界第一高塔）
上海港务大厦	南京紫峰大厦	天津津塔中心（北方第一高楼）
大唐电力大楼	金融街 A5 项目	中国石油大厦
上海环球金融中心	天津空客 A320 总装线	

6、09 年工作计划围绕市场开拓与核心竞争力进行

“公司的战略目标是在 2010 年左右发展成为核心业务排名亚洲第一、世界前三，有自主品牌、有自主知识产权、有国际竞争力的世界级新型建材产业集团。”

在营销上，公司强调“随着新建石膏板生产线产能的陆续释放，公司将全面增强营销能力建设，进一步提高一线城市的市场占有率，优先抢占二线、三线城市的潜力市场。”

在核心竞争力方面，公司强调了将降低成本、新产品开发、品牌建设和技术创新以巩固技术领先地位等作为利润增长点的问题。

我们对公司的发展战略、工作计划及其实际执行能力，持乐观态度。

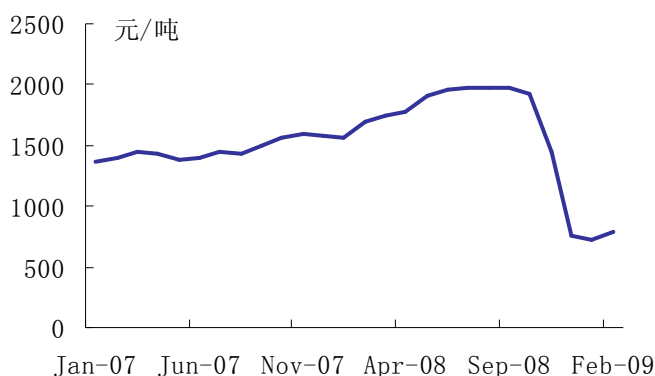
四、适度调高盈利预测与估值

综合来看，北新建材处于朝阳产业、经营模式简单、核心竞争力优势显著且具备自我增强的趋势、竞争门槛日益提高，同时公司经营稳健、体制灵活，具备成为 **tenbagger** 的多项条件，我们尤其看好公司的长期投资价值。

09 年纸面石膏板业务由于产量增长、成本下降，销售均价有下降的空间，但考虑到高端产品龙牌石膏板的产量所占比例增加，预计 09 年销售均价将基本持平。10 年由于产量的增长、成本的进一步下降，假设销售均价下降 5% 左右。

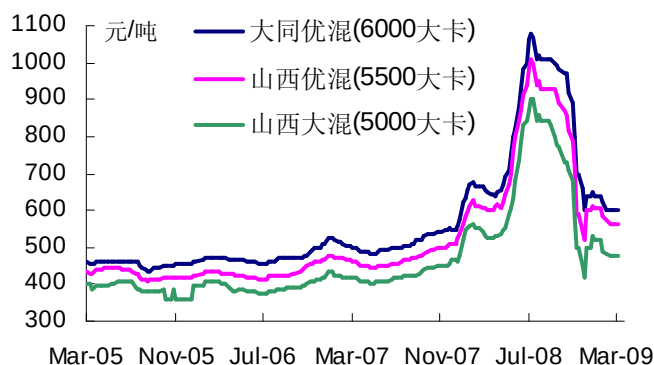
由于护面纸及煤炭成本下降，从废纸到护面纸，再到纸面石膏板的成本下降存在较长的时滞，预计石膏板业务毛利率在 09 年 1、2 季度仍将继续回升。同时，公司生产成本存在长期下降的趋势，预计 09、10 年毛利率分别为 27%、27.5%、28.0%。预计公司营业收入的毛利率分别为 24.7%、25.5%、26.3%。

图 12：美废价格走势



资料来源：招商证券研发中心

图 13：煤炭价格走势



资料来源：招商证券研发中心

公司 08 年产量略低于我们预期，主要是由于新投产的四条生产线在 08 年底投产，当年产能发挥有限所致。根据公司生产线的建设进度和投产时间，我们将 09、10、11 年的产量预测调整为 5.2、7.3 和 9.8 亿平方米。

预计 09、10、11 年销售收入分别为 31.6、40.4 亿和 52.0 亿。

09 年初将投产的 GRC 外墙板系统，预计在 09、10 和 11 年公司带来的盈利均在 1000-2000 万之间。

公司 08 年可持续的投资收益在 1360 万左右，主要来源于公司参股的纸面石膏板制造企业，假定未来三年可持续的投资收益增速与公司营业收入的增速相同。

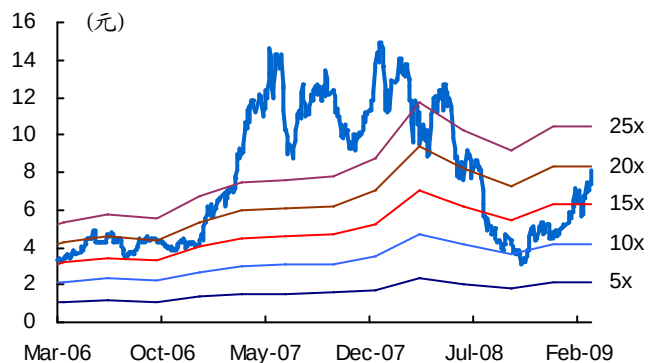
公司的政府补助主要来源于投资奖励、节能奖励和技改奖励等，预计未来三年公司资本开支将继续维持在高水平，从谨慎角度出发，我们假定公司未来三年的政府补助与 08 年基本持平，均在 3800 万左右。

假定未来三年公司的所得税率为 15%。考虑到公司因为资源综合利用受到政策奖励等方面的因素，实际所得税率可能会低于我们的预测。

预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.49、0.74 和 1.11 元。DCF 估值 12.9 元。09 年按 23-25 倍的市盈率，估值区间为 11.3—12.3 元；按 3.0-3.2 倍的市净率，估值区间为 11.6—12.4 元。

综合三种估值结果，我们认为北新建材的合理估值区间为“11.3~12.9元”。

图 14: 北新建材PE-Band



资料来源：招商证券研发中心

图 15: 北新建材PB-Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:**1、《北新建材（000786）—朝阳产业龙头蓄势蓬勃》2009/03/16**

供给和需求的四大动力将共同推动纸面石膏板行业的高速发展。北新建材综合竞争优势显著，作为朝阳产业龙头具有显著的长期投资价值。中短期内，公司产能集中释放，毛利率提升，业绩将出现高速增长。预计 08、09、10 年的 EPS 分别为 0.32、0.47、0.69 元，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

2、《建筑节能系列报告之一—节能建材面临广阔发展前景》2009/02/16

我国节能建材行业面临着广阔的发展空间，未来每年仍将至少保持 10% 以上的增速。北新建材、海螺型材、南玻 A 分别是石膏板、塑钢门窗和节能玻璃行业的龙头，投资价值显著。首次给予北新建材“强烈推荐-A”的投资评级。

3、《建材行业 2009 年 1 月月报—玻璃行业面临短暂复苏》2009/02/09

08 年建材产量低速增长。09 年 1 月份，华东、中南地区水泥价格再度大幅跳水。上游行业的价格反弹，增加了建材行业的成本。09 年，水泥行业的需求形势不容乐观，同时面临着产能严重过剩的局面，全行业盈利水平难以大幅增长。玻璃行业进入最坏的时期，将出现短暂的复苏。建材子行业龙头值得关注。

4、《建材行业 2009 年度投资策略—水泥工业步入新时代》2008/12/04

09 年水泥需求面临零增长的局面，在产能迅速扩张的情况下，水泥行业供需失衡的局面难以逆转。从长期看，水泥行业面临长期拐点，在发展阶段上将有重大转折。水泥行业新的时代将以“成本控制”和“区域市场控制力”作为衡量企业价值的核心指标，兼并收购将成为新时代的主旋律。玻璃行业产能过剩局面更为严峻，但也为优势企业的大发展提供了历史机遇。09 年的投资机会将体现在成本控制优势明显、区域控制力强、兼并收购有重大进展的企业上。

5、《塔牌集团—区域整合潜力带来中期成长性》2008/11/19

塔牌集团在粤东市场具有相对垄断优势。在珠三角市场不景气和产能过剩的情况下，公司短期存货较多，在近期公司业绩面临较大的下滑风险。但从中期角度来看，公司在粤东市场竞争优势非常突出，将有较大可能实现对粤东市场的整合，从而带来公司中期的较好成长性。我们提出，除了 EPS，公司在粤东市场的市场占有率将成为公司投资价值的先导信号。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2138	1517	1517	1871	2109
现金	554	460	200	200	200
交易性投资	97	0	0	0	0
应收票据	12	19	6	8	10
应收款项	390	242	291	372	479
其它应收款	219	82	253	323	416
存货	505	525	474	600	764
其他	361	188	292	369	240
非流动资产	3199	3490	3720	3931	4132
长期股权投资	283	250	250	250	250
固定资产	1835	2283	2545	2785	3011
无形资产	262	308	277	250	225
其他	819	648	647	646	646
资产总计	5337	5006	5236	5802	6241
流动负债	2432	2239	2321	2546	2455
短期借款	1537	1385	1442	1479	1141
应付账款	330	252	357	451	575
预收账款	106	39	119	150	192
其他	459	563	403	466	548
长期负债	830	491	390	360	330
长期借款	800	391	361	331	301
其他	31	100	29	29	29
负债合计	3262	2730	2711	2906	2785
股本	575	575	575	575	575
资本公积金	490	497	497	497	497
留存收益	676	872	1068	1364	1811
少数股东权益	334	332	386	460	573
母公司所有者权益	1741	1944	2140	2436	2883
负债及权益合计	5337	5006	5236	5802	6241

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	143	305	692	590	1004
净利润		241	279	424	638
折旧摊销			177	188	199
财务费用			90	92	73
投资收益			(17)	(22)	(29)
营运资金变动			140	(174)	(1)
其它		64	23	82	122
投资活动现金流	(428)	(427)	(403)	(400)	(400)
资本支出		0	(400)	(400)	(400)
其他投资		(427)	(3)	0	0
筹资活动现金流	161	29	(550)	(190)	(604)
借款变动			(332)	7	(368)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(84)	(127)	(191)
其他		29	(134)	(70)	(44)
现金净增加额	(125)	(93)	(260)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3143	2496	3162	4039	5201
营业成本	2502	1940	2380	3007	3832
营业税金及附加	8	6	6	8	10
营业费用	159	155	174	202	234
管理费用	187	160	174	202	234
财务费用	88	67	90	92	73
资产减值损失	25	15	0	0	0
公允价值变动收益	17	0	0	0	0
投资收益	95	131	17	22	29
营业利润	287	284	355	550	846
营业外收入	31	42	42	44	45
营业外支出	10	4	6	8	8
利润总额	308	322	391	586	883
所得税	53	30	59	88	132
净利润	255	291	332	498	751
少数股东损益	53	51	53	75	113
母公司所有者净利润	202	241	279	424	638
EPS (元)	0.35	0.42	0.49	0.74	1.11

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	7%	-21%	27%	28%	29%
营业利润	33%	-1%	25%	55%	54%
净利润	31%	19%	16%	52%	51%
获利能力					
毛利率	20.4%	22.3%	24.7%	25.5%	26.3%
净利率	6.4%	9.6%	8.8%	10.5%	12.3%
ROE	11.6%	12.4%	13.0%	17.4%	22.1%
ROIC	7.0%	7.1%	8.7%	11.5%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	61.1%	54.5%	51.8%	50.1%	44.6%
净负债比率	44.5%	43.2%	35.0%	31.7%	23.6%
流动比率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.9
速动比率	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
存货周转率	5.1	3.8	4.8	5.6	5.6
应收帐款周转率	8.9	7.9	11.9	12.2	12.2
应付帐款周转率	8.9	6.7	7.8	7.4	7.5
每股资料(元)					
每股收益	0.35	0.42	0.49	0.74	1.11
每股经营现金	0.25	0.53	1.20	1.03	1.75
每股净资产	3.03	3.38	3.72	4.24	5.01
每股股利	0.04	0.07	0.15	0.22	0.33
估值比率					
PE	23.5	19.7	17.0	11.2	7.4
PB	2.7	2.4	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	20.4	21.1	15.5	11.6	8.6

分析师简介

杨东森：中国人民银行研究生部金融学硕士，中国科学技术大学管理科学学士，四年金融从业经验，三年证券从业经验。主要从事建材行业研究，重点研究公司包括海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、天山股份、赛马实业、青松建化、塔牌集团、南玻 A、金晶科技、福耀玻璃、北新建材及海螺型材等。

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，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。