

09年看产能释放， 中长期看家装市场推广

谨慎推荐（首次）

北新建材（000786）调研简报

公司研究

2009 年 4 月 2 日

调研情况

■ 近日我们对北新建材进行联合调研，与公司高管就行业发展趋势与前景、公司战略、生产经营等问题进行交流，并参观了部分生产线。

调研内容

- **新型建材领军企业，市场控制力将进一步加强。**公司在石膏板领域凭借品牌、技术、质量、渠道等优势，市场占有率达到 50% 左右，具有较强的市场控制力。随着生产线全国布局的完善，预计外资企业将进入全面亏损，中小企业的盈利能力受到削弱，公司市场份额将进一步提升。
- **09 年业绩增长点在于产能的释放和翻修市场的拓展。**（1）公司 08 年底石膏板产能比上年增加 1.6 亿平米，增速达 40%，在 09 年进入产能释放期；从区域布局、投产时间、市场空间等方面看，新增产能造成的供给压力不必担忧。（2）对翻修市场的覆盖进程，是业绩增长的关键因素。房地产市场低迷对公司业绩影响不大，因销售结构中房地产占比较小。
- **长期看好石膏板向家装市场、隔墙应用等领域的拓展。**这一拓展将促使行业呈现爆发式增长，但预计短期内难以成为业绩的重要驱动因素。

盈利预测与评级：预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.45 元、0.64 元，对应动态市盈率为 19.7 倍、13.7 倍；同时考虑到战略布局进一步完善、产能快速增长的预期，给予公司“谨慎推荐”评级。

存在风险：短期来看，宏观经济下滑将对石膏板需求带来较大压力；长期来看，向家装市场拓展、隔墙应用等进程，具有较大不确定性。

财务数据摘要：

项 目	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	314,323	249,615	310,112	399,738
Growth (%)	7.08%	-20.59%	24.24%	28.90%
归属母公司净利润	25,470	29,133	31,965	44,400
Growth (%)	30.89%	19.06%	7.55%	43.35%
毛利率 (%)	20.41%	22.29%	24.09%	25.25%
每股收益 (元)	0.35	0.42	0.45	0.64
P/E (倍)	25.3	21.1	19.7	13.7

分析师

徐永超 赵大晖

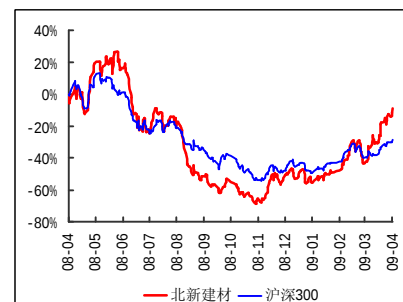
Tel.: 010-59355747

Email: xuyc@chinans.com.cn

主要数据

总股本： 575.15 百万股
 流通股本： 331.15 百万股
 近 12 个月最高价： 13.20 元
 近 12 个月最低价： 3.06 元
 近 1 个月内涨幅： 62.30%
 近 6 个月内涨幅： 92.65%

股价与沪深 300 指数对比



一、调研问答

行业竞争分析

目前国内石膏板企业可以分为三类：北新建材为领军企业、外资企业以及国内优秀企业为代表的区域龙头、众多的中小企业。电厂作为资源供应方，也曾进行石膏板项目的尝试。

（1）公司在国内石膏板市场占有率在 50%左右，具有较强的市场控制力。

公司拥有“龙牌”、“泰山”两个品牌，其中“龙牌”定位于高端市场，以外资企业作为竞争对手；“泰山”定位于中端市场，以中小企业为竞争对手。两个品牌的运作和生产线布局，均有公司统一规划，并采取不同的价格策略以实现产品差异化。泰山石膏是公司持股 65%的控股子公司，08 年净利润 1.6 亿元，是公司重要的利润贡献点。

石膏板属于半成品，在施工过程中面临形状剪裁、龙骨配套等工序，公司是优秀石膏板企业中唯一一家做轻钢龙骨的企业，为施工企业及建设方提供整体解决方案。采用锁定标志性建筑（该领域北新市场占有率达到 95%）、多渠道产品推广等销售模式，公司依靠增值服务保证了其产品的溢价：龙牌石膏板相对与外资产品具有一定的溢价，以体现公司产品质量以及附加值，而这一定价被市场所认可。

（2）外资企业：受全球金融危机冲击较大，因规模与渠道劣势在中国盈利能力较差，预计 09 年外资企业将进入全面亏损元年。

在石膏板海外市场的需求结构中，家居装修比例较高（一般能达到 80%），因此在全球经济危机下，国外石膏板企业盈利能力受到很大冲击。全球优秀的石膏板企业屈指可数，其中欧洲 3 家、日本 2 家、美国 3 家；目前在中国有竞争力的外资企业仅 3 家：拉法基、可耐福、圣戈班，其单线规模均在 2000 万平米以下。08 年 11 月拉法基在上海高调建线，存在政府拉动投资的原因；圣戈班在郑州建线，仅是一个噱头；可耐福在太仓的生产线是近期唯一一条实质性开工的外资生产线，因北新建材太仓生产线的建成，目前已经停工。因此从生产线扩张情况来看，并不需要担心外资企业方面的动作。

对外资进入全面亏损元年的理解：（1）因正常市场竞争和生产线布局引起，不会引发价格战。目前外资石膏板企业仅有两个项目实现盈利，即拉法基的重庆项目、可耐福的芜湖项目。①可耐福芜湖项目的盈利，很大程度上在于华东市场的供不应求，其产品可以辐射到上海市场。在北新太仓项目投产后，将对可耐福向上海的运输形成阻力，削弱其项目盈利能力。②北新广安生产线投产后，相对拉法基的重庆项目具有较强的成本优势（即使计入广元至重庆、成都的运输成本），因此公司广安项目投产后，拉法基的产品销量将面临较大的压力。③外资的全面亏损，并不需要北新通过价格战等两败俱伤的方式进行市场洗牌，仅通过正常的市场竞争就可以实现。（2）外资企业的亏损另一重要原因在于其渠道建设较差。

（3）中小企业具有天然的劣势，未来竞争力将进一步削弱。

中小企业以天然石膏为原材料，其生产线集中分布在天然石膏的资源地如山东平邑、河北晋州等，这决定了中小石膏板企业的天然劣势：①集中的生产线分布，形成区域供给压力，并决定了其产品运输方面的劣势，随着运费的提高，其有效运输半径将进一步缩小。②天然石膏较高的价格，抬升生产成本：天然石膏约 100 元/吨，而脱硫石膏属于工业废渣，价格相当低廉甚至免费供应。③目前中小企业主要靠税收漏洞生存，如国家政策收紧，则面临较大的压力。考虑到一条 2000 万平方米生产线投资约 1 亿元的资金需求，因此中小企业几乎没

有规模扩张能力。

(4) 电厂向下游石膏板项目的延伸并不成功。

电厂具有脱硫石膏资源，存在向石膏板产品延伸的动力。鲁能、华能、国华等都进行过石膏板项目的尝试，其中鲁能与韩国技术方进行合作，但由于缺少技术运行均不理想，因此电厂不会轻易建设石膏板生产线。

石膏板行业属于很小的一个细分行业，公司在这一细分行业积累了丰富的经验。①从生产线建设方面看，特点是“各干各的”：公司独立完成整条生产线的设计、安装、运行调试，仅有关键设备进行外购；不像水泥生产线建设可以采用 E P C 模式的统一建设，因此存在较高的技术壁垒，产能无序扩张的可能性不大。②从企业运行来看，其成功运作，不是资金问题，也不仅仅是技术、设备问题，而在于技术、品牌、渠道的综合竞争力，在于运营经验的沉淀。

抢占外资和中小企业的市场，会不会引起价格战？会不会有更多的返点？

(1) 目前没有降价的动作，未来公司将保持品牌溢价，以体现战略目标的定位。龙牌石膏板价格高于外资产品，泰山石膏板比小企业产品单价高出 30%-50%。

(2) 生产、物流成本的下降强化公司竞争力：电厂强制脱硫力度加大致使脱硫石膏价格趋势性走低、煤炭价格下降等因素将降低生产成本；同时，公司的区域布局的进一步完善，将节省物流成本。但考虑到投资的影响，预计降幅不会太大。

(3) 销售渠道不变，不会出现更多返点：公司通过以下两个渠道来进行市场推广：厂家推广定位于设计院、建设方层面，因其需要更多的技术支持；经销商推广定位于施工方层面，以利用其强大的市场网络。未来这两个渠道不变，因此不会有更多的返点。

(4) 如前所述，竞争对手的盈利能力削弱，在于其产业布局和外部环境的变化，而不是产品价格下降。公司的区域布局完成、渠道优势、一体化解决方案等，将对外资企业具有较大冲击；而运费的提高将使得小企业的产品销量锐减。

生产线建设情况，与对应的市场容量，会不会造成对市场的冲击？

公司 07 年底石膏板产能为 4 亿平米，随着 6 条生产线的投产，08 年底产能达到 5.6 亿平米，增速 40%。根据公司规划，到 2010 年将达到 10 亿平米左右。

关于产能供给对市场的冲击，可以从以下方面理解：

(1) 区域布局：公司目前基本完成了对全国各个区域的战略布局，目前建设石膏板项目的单线规模 3000 万平米，是根据公司经验计算最经济的单线规模：贴近资源地和消费市场，同时又不会对局部地区形成较大的供给压力；

(2) 投产时间：6 条线分期分批投产：浙江宁海、江苏太仓、广东肇庆、四川广安等 4 个项目目前已经成功实现点火试产；辽宁铁岭、湖北武汉项目预计下半年正式生产。

(3) 市场空间：①抢占竞争对手市场：公司将凭借规模、成本等优势，占领外资、中小企业的市场份额；②加强县级以上市场渗透：公司将通过经销商实现对县级以上城市的覆盖，主要包括区域内的中小工程；③通过战略合作伙伴拓展家装市场：08 年公司与金螳螂、龙发装饰等装修装饰企业签署全面合作协议，与万科北方

区、安徽鹏远地产等房地产商建立合作关系，在终端客户和全国性细分市场领域取得了突破。

房地产市场低迷的负面影响不大，翻修市场将成为重要增长点

石膏板的市场包括公装、家装，其中主要市场为公共建筑装修，如酒店、写字楼、学校、医院，占整个市场份额的 80%，家居装修仅占 20%。（1）由于公司石膏板产品销往房地产的数量较少，门窗、采暖器材等产品定位于高端，因此受房地产市场低迷的影响较小。（2）随着建筑装修年限的增加，翻修市场的巨大空间将成为未来重要的增长点。由于翻修工程中业主起到关键性的作用，因此北新产品的环保、质量等因素成为重要的推荐理由，公司在这一市场具有较强的竞争优势。（3）07 年国务院发通知要求各地严格控制党政机关办公楼等楼堂馆所建设问题，据了解，目前楼堂馆所的建设目前基本已经做完，下一步需要关注其翻修市场。

公司重要的看点在于：石膏板从公装向家装、从吊顶向墙体的推广。公司如何看待这一推广进程，目前采取哪些措施？

石膏板行业为朝阳行业，未来向家装推进的市场空间巨大。（1）从消费结构看，公共建筑装修为主要消费市场，占比为 80%，家居装修市场仅占 20%；而在发达国家家居装修市场占比为 80%。国内消费结构也因意识、消费习惯等呈现地区差异，如华东地区公装占 60-70%，家装占 20-30%，其余为政府工程；而在华北、西北，公装比例相对较高。（2）从人均石膏消耗量来看，加拿大、美国年人均石膏板消费量在 10 平米左右，日本、法国在 4 平米左右，英国在 3 平米左右，我国人均年消费量仅为 0.8 平米。（3）国内住宅墙体材料主要为砌块，在国家禁止红机砖砌块后目前多为混凝土砌块；这部分工程属于一次性建设范畴，一般有土建施工方完成。相比传统材料，石膏板具有施工方便、节能环保、自重小等特点。

在公装向家装推广中，公司采取以下措施：（1）通过设计院、建设方、政府等方面进行呼吁，增强环保节能意识；（2）通过战略合作伙伴进行应用推广：如万科、鲁能等房地产公司，金螳螂等家装公司；（3）做好消费者的引导工作，并积极做好“立体维权”，防止小石膏板企业假冒伪劣商品扰乱市场。从目前推行效果来看，

相关政策支持问题，函待解决。2010 年将实现 80%电厂脱硫，测算脱硫石膏 4000-5000 万吨，目前对脱硫石膏应用的政策支持需要进一步完善，鼓励房屋采用节能产品并给予相关优惠，因为这为节能减排提供了间接支持。节能减排工作分为工业节能和建筑节能，目前工业节能做得比较好，但建筑节能仍有很长的路要走；直接节能的鼓励措施较好，间接节能鼓励措施不足。目前公司正在通过相关渠道进行呼吁，包括政策游说、设计院建议、渠道推广等；但估计这一过程将比较漫长。

如何理解公司与电厂之间的战略合作关系？

电厂的工业废料-脱硫石膏-是公司石膏板的原材料，公司产品 100%采用脱硫石膏。目前电厂的脱硫石膏可以支撑石膏板 30 亿平米的产能，而全国总产能在 10 亿平米左右，因此不存在资源瓶颈。

公司的石膏板生产线均布局在电厂附近，以获取原料运输的成本优势。合作模式包括三种：（1）定量定价排他性的合作协议。如在广元地区，以较低的价格锁定采购成本。（2）优先选择权的定价方式：如在华东地区电厂较多的地方，公司采用浮动价格，并具有采购选择权。（3）合资方式：泰山石膏在温州采用这一方式，因为泰山的谈判能力较弱。电厂入股 20%，但是运营采用全资子公司的方式，电厂不参与管理。

公司与多家电厂具有长期战略合作关系，如与华能集团在全国范围内统一合作，且公司享有合作的优先选择权。

09 年 1 季度经营情况

从公司产品的季节性来看，旺季排序依次为 3、4、2、1 季度。08 年 1 季度处于奥运抢工期，销售相对较好，同时 09 年 1 季度受到金融危机的负面影响；尽管如此，从年初到 2 月底的数据来看，业绩比上年有一定增长。市场对金融危机的负面影响有一定的放大，因此预计一季度情况将好于市场预期。

北京地区为公司收入、利润的核心区域。08 年 3 季度，北京市场奥运期间的停工对公司业绩有较大的负面影响；如果没有奥运影响预计净利润可以达到 2.8 亿元，而实际只有 2.4 亿元。奥运后，压抑的市场需求进入释放期的同时，受到国际金融危机影响，北京地区新建项目出现下滑。

成本分解

由于不同地区的原材料价格、工资水平差异以及原材料的价格波动，成本结构的差异性比较大。以北京地区为例，主要原材料的成本占比约 70%，人工、折旧等合计约 30%。从 09 年情况来看，石膏贴面纸成本下降 10%；煤价目前稳定，整体价格将低于去年。

二、我们的观点

公司是我国新型建材行业的领军企业，纸面石膏板业务目前以及未来一段时间内仍将是公司业绩的重要贡献点。凭借较强的技术、品牌、渠道、规模优势，公司在该市场占有率达到 50% 左右，具有较强的市场控制力。随着公司全国布局的进一步完善，公司市场控制力有望进一步提升。

09 年业绩增长点在于产能的释放和翻修市场的拓展。（1）公司 08 年底石膏板产能比上年增加 1.6 亿平米，增速达 40%；新投产的 6 条线分布在华东、东北、中南、西南等区域，将有效降低公司的运输成本。（2）公司对翻修市场的覆盖进程，是业绩增长的关键因素，我们对此表示乐观。由于销售结构中房地产所用石膏板占比较小，因此房地产市场的低迷对公司业绩影响较小。

石膏板行业的爆发式增长，在于向家装市场拓展、隔墙应用等领域获得实质性进展。根据国际经验和节能环保需要，我们认为未来值得期待，但预计短期内难以成为业绩的重要驱动因素。

我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.45 元、0.64 元，对应动态市盈率为 19.7 倍、13.7 倍；同时考虑到公司战略布局和产能的快速增长预期，给予公司“谨慎推荐”评级。

风险提示：短期来看，宏观经济下滑将对石膏板需求带来较大压力；长期来看，向家装市场拓展、隔墙应用等进程，具有较大不确定性。

分析师简介

徐永超：建筑建材行业分析师。工学学士、经济学硕士，2007年毕业于南京大学商学院数量经济专业。4年建筑行业从业经验，任职于中国中铁；2年证券从业经验。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010—59355995	021-68539273	0755—83781415
手 机	13671072405	13818101878	—
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn