

盈利改善趋势明显，主业大幅增长

北新建材 2009 年一季报点评

报告关键点：

- 主盈利大幅增长
- 石膏板成本下降明显，毛利率明显回升
- 打造新型节能环保建材龙头企业

报告摘要：

- 主盈利大幅增长：北新建材今日公布了2009年一季度财务报告。今年一季度北新建材实现营业收入5.29亿元，同比增长21.18%；实现归属于上市公司股东的净利润2042.29万元，同比下降80.22%，主要原因是去年一季度公司投资收益中包含了转让子公司中建材投资有限公司80%股权的转让收益，去年一季度的投资收益达到1.18亿元，今年一季度公司的投资收益同比减少97.69%，扣除该非经常性损益的影响，公司主业一季度的净利润同比增加1315.3万元，增长206.02%。一季度公司eps0.036元，符合我们的预期。
- 石膏板成本下降明显，毛利率明显回升：我们认为，公司盈利的大幅增长还是得益于主打产品石膏板销量及毛利率的回升。去年四季度公司新建生产线相继投产，今年贡献产销量。而随着品牌的提升及公司与装饰、地产商合作的增强，公司产品的市场占有率稳步提升。据估计，一季度公司石膏板的销量同比增长20%以上，产品价格同比也有小幅上涨，随着原材料护面纸价格的回落，石膏板的毛利率明显回升。一季度公司的综合毛利率达到24.33%，同比提高了5.9个百分点。由于北新建材布点较好，且与子公司泰山石膏产品档次定位分工明确，再考虑石膏板产品不适合长距离运输的特点，我们估计今年公司的石膏板市场占有率会继续上升。
- 营销费用及应收帐款增长较快：从其他财务指标看，一季度公司的销售费用及管理费用增长幅度远高于收入增长幅度，而应收帐款同比也增加了63.21%，我们估计除了人员工资上涨导致的人力成本增加外，公司在产能释放的前提下，也实施了较为灵活的销售政策。另外，公司除石膏板外的其他很多产品还处在推广期，营销费用相对较高。
- 打造新型节能环保建材龙头企业：我们认为，北新建材秉承了公司当初设立的初衷，将打造我国新型节能环保建材的龙头企业。石膏板虽然市场占有率很高，但拓展的空间仍然很大。公司相对国外竞争对手的优势非常突出，其对盈利的贡献将取决于其产能释放带来的销量增长。其他建材产品的盈利贡献将取决于能否放量，从产品使用性能及消费趋势和国家政策看，我们持较为乐观的态度，暂时不调整公司的盈利预测，考虑前期股价涨幅较大，调整投资评级至“增持-A”，上调6个月目标价至12元。

评级：
增持-A

上次评级： 买入-B

目标价格： **12.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 9.60 元

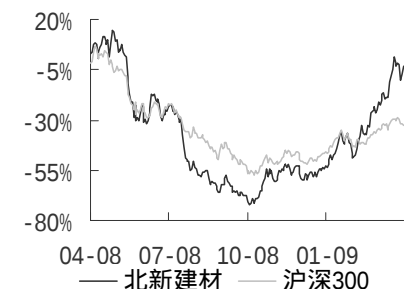
现价： 10.73 元

报告日期： **2009-04-25**

市场数据

总市值(百万元)	6,171.36
流通市值(百万元)	3,553.23
总股本(百万股)	575.15
流通股本(百万股)	331.15
12 个月最高/最低	3.06/13.20 元
十大流通股东(%)	28.50%
股东户数	77,406

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	24.49	82.12	28.80
绝对收益	31.63	108.70	(3.55)

研究员

石磊

021-68765916

王天睿

021-68765363

首席行业分析师

shilei@essence.com.cn

行业分析师

wangtr@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,143.2	2,496.1	3,229.2	3,940.0	4,716.0
Growth(%)	7.1%	-20.6%	29.4%	22.0%	19.7%
净利润	202.1	240.6	276.3	355.4	425.6
Growth(%)	30.9%	19.1%	14.9%	28.6%	19.7%
毛利率(%)	20.4%	22.3%	24.7%	24.4%	24.3%
净利润率(%)	6.4%	9.6%	8.6%	9.0%	9.0%
每股收益(元)	0.35	0.42	0.48	0.62	0.74
每股净资产(元)	3.61	3.96	4.42	5.00	5.69
市盈率	30.5	25.7	22.3	17.4	14.5
市净率	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9
净资产收益率(%)	12.3%	12.8%	12.8%	14.2%	15.0%
ROIC(%)	12.9%	10.3%	10.0%	12.4%	13.7%
EV/EBITDA	16.8	17.9	13.9	11.6	9.8
股息收益率	0.7%	0.3%	0.9%	1.2%	1.4%

敬请参阅报告结尾处免责声明

前期研究成果

北新建材：四季度毛利率明显提升

2009-03-19

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-4-24**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,143.2	2,496.1	3,229.2	3,940.0	4,716.0	成长性					
减: 营业成本	2,501.8	1,939.7	2,431.2	2,977.2	3,569.9	营业收入增长率	7.1%	-20.6%	29.4%	22.0%	19.7%
营业税费	7.6	6.3	8.1	9.9	11.8	营业利润增长率	33.2%	-1.1%	15.6%	28.1%	24.4%
销售费用	158.6	155.1	198.6	238.4	283.0	净利润增长率	30.9%	19.1%	14.9%	28.6%	19.7%
管理费用	187.3	160.3	203.4	244.3	283.0	EBITDA 增长率	9.8%	-3.2%	22.7%	18.0%	18.0%
财务费用	87.9	67.0	83.3	69.5	65.0	EBIT 增长率	27.5%	-6.4%	17.3%	19.0%	20.0%
资产减值损失	24.6	14.6	-8.5	0.8	1.0	NOPLAT 增长率	21.4%	4.6%	10.7%	18.0%	16.1%
加: 公允价值变动收益	16.6	-	-	-	-	投资资本增长率	31.6%	13.2%	-4.5%	4.8%	8.2%
投资和汇兑收益	94.7	130.6	15.0	20.0	20.0	净资产增长率	7.1%	9.7%	11.6%	13.1%	13.8%
营业利润	286.8	283.6	328.0	420.0	522.3	利润率					
加: 营业外净收支	21.3	38.1	50.0	55.0	60.0	毛利率	20.4%	22.3%	24.7%	24.4%	24.3%
利润总额	308.1	321.8	378.0	475.0	582.3	营业利润率	9.1%	11.4%	10.2%	10.7%	11.1%
减: 所得税	53.4	30.4	52.9	66.5	93.2	净利率	6.4%	9.6%	8.6%	9.0%	9.0%
净利润	202.1	240.6	276.3	355.4	425.6	EBITDA/营业收入	15.0%	18.3%	17.3%	16.8%	16.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.9%	14.0%	12.7%	12.4%	12.5%
货币资金	553.8	460.4	460.0	318.2	341.5	运营效率					
交易性金融资产	97.2	-	-	-	-	固定资产周转天数	194	297	263	231	207
应收帐款	609.4	324.2	292.0	356.2	426.4	流动营业资本周转天数	43	88	52	34	39
应收票据	11.6	18.6	22.1	27.0	32.3	流动资产周转天数	238	264	169	143	143
预付帐款	351.4	188.5	66.9	96.7	132.4	应收帐款周转天数	41	46	26	22	23
存货	504.9	524.9	665.1	814.4	1,171.9	存货周转天数	56	75	67	68	76
其他流动资产	9.3	-0.0	7.3	14.4	22.2	总资产周转天数	586	746	562	475	430
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	352	537	431	353	314
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	282.8	250.5	230.0	230.0	230.0	ROE	12.3%	12.8%	12.8%	14.2%	15.0%
投资性房地产	272.8	-	-	-	-	ROA	4.8%	5.8%	6.4%	7.7%	8.3%
固定资产	1,835.4	2,283.2	2,428.2	2,629.8	2,787.1	ROIC	12.9%	10.3%	10.0%	12.4%	13.7%
在建工程	472.8	577.4	508.0	441.0	368.3	费用率					
无形资产	262.3	308.0	315.5	322.5	329.0	销售费用率	5.0%	6.2%	6.2%	6.1%	6.0%
其他非流动资产	72.9	70.5	79.2	82.8	84.0	管理费用率	6.0%	6.4%	6.3%	6.2%	6.0%
资产总额	5,336.7	5,006.3	5,074.4	5,333.1	5,925.0	财务费用率	2.8%	2.7%	2.6%	1.8%	1.4%
短期债务	1,536.8	1,385.2	1,184.3	1,021.5	916.9	三费/营业收入	13.8%	15.3%	15.0%	14.0%	13.4%
应付帐款	440.7	287.3	499.6	611.8	733.5	偿债能力					
应付票据	219.7	103.5	199.8	244.7	293.4	资产负债率	61.1%	54.5%	49.9%	46.1%	44.8%
其他流动负债	185.2	72.8	145.3	224.1	318.5	负债权益比	157.2%	119.9%	99.6%	85.6%	81.1%
长期借款	799.5	391.0	241.0	241.0	291.0	流动比率	0.88	0.68	0.69	0.77	0.94
其他非流动负债	30.6	99.7	103.6	107.2	111.1	速动比率	0.67	0.44	0.39	0.38	0.42
负债总额	3,262.0	2,729.6	2,532.7	2,459.3	2,653.5	利息保障倍数	4.26	5.24	4.94	7.04	9.03
少数股东权益	334.0	332.4	376.2	424.0	481.3	分红指标					
股本	575.2	575.2	575.2	575.2	575.2	DPS(元)	0.08	0.04	0.10	0.12	0.15
留存收益	1,165.5	1,369.2	1,590.3	1,874.6	2,215.1	分红比率	22.8%	8.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,074.7	2,276.7	2,541.7	2,873.8	3,271.5	股息收益率	0.7%	0.3%	0.9%	1.2%	1.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	254.7	291.3	276.3	355.4	425.6	EPS(元)	0.35	0.42	0.48	0.62	0.74
加: 折旧和摊销	115.7	114.5	148.5	171.2	192.3	BVPS(元)	3.61	3.96	4.42	5.00	5.69
资产减值准备	24.6	14.6	-8.5	0.8	1.0	PE(X)	30.5	25.7	22.3	17.4	14.5
公允价值变动损失	-16.6	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9
财务费用	93.6	104.1	74.9	83.3	69.5	P/FCF	-34,858.0	-14.4	-72.3	-44.1	221.3
投资收益	-94.7	-130.6	-15.0	-20.0	-20.0	P/S	2.0	2.5	1.9	1.6	1.3
少数股东损益	52.6	50.7	48.8	53.1	63.6	EV/EBITDA	16.8	17.9	13.9	11.6	9.8
营运资金的变动	-243.3	-62.2	387.9	-16.2	-208.2	CAGR(%)	17.1%	18.9%	19.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	142.9	304.5	921.3	613.8	519.3	PEG	1.8	1.4	1.2	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-428.3	-426.8	-196.3	-297.0	-265.0	ROIC/WACC	1.4	1.1	1.1	1.4	1.5
融资活动产生现金流量	160.8	29.1	-678.5	-453.4	-224.7	REP	1.6	1.9	1.9	1.4	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn
张勤	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

凌洁	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn
马正南	北京联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王昊文	深圳联系人
0755-82558069	wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034