

北新建材（000786）：产能扩张和市场拓展中崛起的板材大王 增持（上调）

建材行业/新型建材

当前股价：11.37 元

目标价格：13.05 元

报告日期：2009 年 6 月 9 日

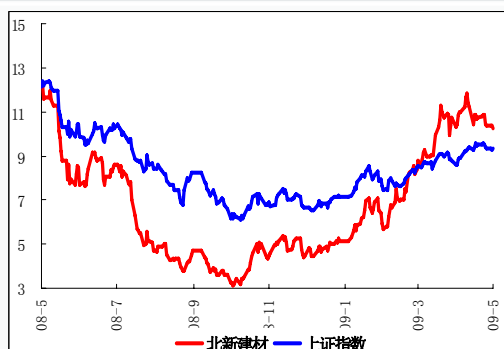
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	3,143	2,496	3,159	3,951
(+/-)	7.08%	-20.59%	26.55%	25.09%
营业利润	308	322	284	367
(+/-)	39.48%	4.44%	-11.82%	29.29%
归属于母公司 的净利润	202	241	258	345
(+/-)	30.89%	19.06%	7.09%	33.72%
每股收益（元）	0.35	0.42	0.45	0.60
市盈率（倍）	30	25	25	20

公司基本情况（2009 年 3 月 31 日止）

总股本/非限售流通股（万股）	57,515/33,116
非限售流通股市值（亿元）	34.41
每股净资产（元）	3.42
资产负债率（%）	55.76

股价表现（最近一年）



联系人一天相建筑建材组

010-66045535 zhaojs@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 2008年四季度产能释放提升固定资产的业绩贡献率
- 2009年后3季度业绩继续增长，预计3季度达到高点

投资要点：

- **公司为亚洲最大石膏板产业集团。**央企中国建筑材料集团公司整体布局下，2008 年石膏板产能达到 5.6 亿平方米，2010 年计划到 10 亿平方米，欲成为国际板材龙头企业。
- **产品受益国家产业调整政策，属朝阳产业。**石膏板原料脱硫石膏为工业废弃物，生产属于资源综合再利用。石膏板是舒适的新型节能建材，在中国的使用刚起步。
- **公司市场竞争优势明显。**全国范围内布局最广泛的生产线和营销网。技术先进，国内地标性建筑、重点工程、主要酒店和大厦等均使用龙牌产品。公司能够优先和大型电力集团合作，占得脱硫石膏原料。
- **2009 年后 3 季度业绩将继续提升。**1、2008 年下半年 1.6 亿平方米的产能释放取得不错效果，剔除股权转让和该投资收益后使 2009 年 1 季度净利润增 89.52%。2、2009 年和 2010 年石膏板产能集中释放，2009 年增速达 42%。3、住宅装修潜在市场巨大。公司公共建筑装修比例约 70%，而在国外住宅装修比例高达 60%-70%，且国内房地产投资中住宅投资占 71.7%。4、石膏板的新增需求市场有从谷底回升的迹象，特别是办公楼和商业营业用房累计投资增速超 2008 年来的低位运行态势。翻新市场需求稳定增长的概率较大。资本金比例下调政策将成为需求增长新动力。5、公司成本下降，盈利能力提升可能性较大。6、公司最坏的时期已经过去，业绩三季度达到高点。
- **盈利预测、估值与投资评级。**预计 2009 年和 2010 年 EPS 为 0.45 元和 0.60 元，对应的动态 PE 为 25 倍和 20 倍，绝对估值价格为 13.05 元，由于前期价格涨幅较大，给予公司“增持”评级。
- **风险提示。**1) 产能释放的使用进程不确定和达不到预期的风险。2) 家装市场的拓展进程不确定性风险。



目 录

1. 围绕大股东战略整体布局，崛起为亚洲石膏板大王	4
2. 公司产品符合国家产业调整政策要求，属朝阳产业	7
2.1 石膏板节能环保，生产属工业废弃物综合再利用	7
2.2 国内石膏板的使用刚起步	7
3. 公司市场竞争优势突出	8
3.1 全国布局生产基地和营销网络	8
3.2 公司脱硫石膏产品技术成熟，抓重点项目能力强	8
3.3 规模效应和品牌优势占市场和资源先机	9
4. 2009 年后 3 季和 2010 年业绩将继续增长	10
4.1 产能集中释放提升将提升公司业绩	10
4.1.1 2008 年近 1.6 亿平方米的产能释放效益明显	10
4.1.2 2008 年产能释放提升 2009 年 1 季度业绩	11
4.1.3 公司 2009 年和 2010 年产能将集中释放	11
4.2 市场需求继续保持稳定增长的可能性较大	11
4.2.1 石膏板产品需求公装为主，家装市场拓展空间广阔	11
4.2.2 产品新增市场需求基础稳固	13
4.2.3 翻新市场建筑面积增长较稳定	14
4.3 2009 年和 2010 年盈利能力提升可能性较大	15
4.4 公司发展最坏的时期已经过去，三季度业绩达到高点	17
5. 盈利预测、投资评级和估值	18
5.1 盈利预测	18
5.1.1 盈利预测假设	18
5.1.2 公司 2009 年和 2010 年盈利预测	19
5.2 估值	19
5.2.1 相对估值	19
5.2.2 绝对估值	20
5.3 投资评级	21
6. 风险提示	22
6.1 产能释放达不到预期的风险	22
6.2 家装市场的拓展进程不确定性风险	22



图表目录

图表 1: 产品收入构成图.....	4
图表 2: 公司股权结构图.....	5
图表 3: 石膏板产能、收入占比表.....	5
图表 4: 北新建材主要生产线一览表.....	6
图表 5: 世界各国石膏板人均使用量表.....	7
图表 6: 公司全国生产线布局图.....	8
图表 7: 公司各季度固定资产投放效益图.....	10
图表 8: 公司固定资产（产能投放）效益数据表.....	10
图表 9: 公司石膏板产能释放表.....	11
图表 10: 公司产品市场需求构成图.....	12
图表 11: 2009 年 1 季度房地产投资中各用途房屋占比图	12
图表 12: 房地产投资增速图.....	13
图表 13: 四万亿投资去向图.....	14
图表 14: 投资资本金下调一览表.....	14
图表 15: 2001-2005 年办公楼和商业营业用房施工和竣工面积累积增速图	15
图表 16: 石膏板成本结构图.....	15
图表 17: 废纸价格和煤炭价格走势图表.....	16
图表 18: 石膏板毛利率变化图.....	17
图表 19: 北新建材盈利预测表.....	19
图表 20: 北新建材滚动市盈率和市净率曲线图.....	20
图表 21: DCF 估值假设表	20
图表 22: DCF 估值敏感性分析表	21

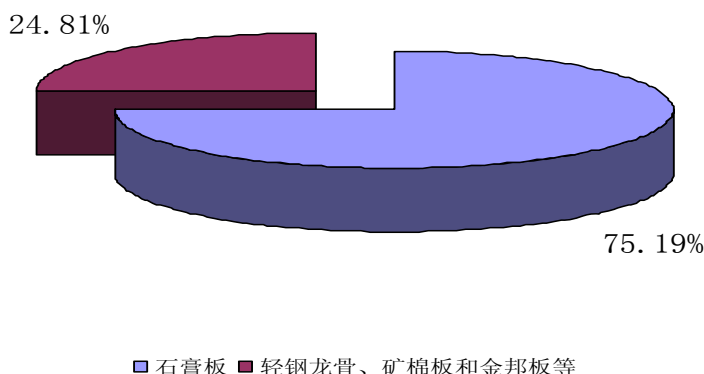
1. 围绕大股东战略整体布局，崛起为亚洲石膏板大王

1. 公司地位和主要业务

公司是国内最大的新型建材研发、生产、销售基地，是国内最大的新型建材综合制造商和系统集成商，是亚洲最大的石膏板产业集团。目前已形成三大主营业务：1、以石膏板、龙骨、矿棉板及配套产品构成的完整墙体及吊顶系统；2、以建筑节能为核心构成的门窗节能、采暖节能、保温节能、环保涂料等住宅部品业务系统；3、以金邦板为核心构成的纤维水泥外墙板系统、水泥屋面瓦系统及轻钢混和结构的多层房屋系统。

公司主要产品是以石膏板为主，包括轻钢龙骨、矿棉板、金邦板、涂料以及其他新型建材等产品。2008 年石膏板占总收入比例为 75.19%，其他业务像轻钢龙骨、矿棉板和金邦板等占比为 24.81%。随着石膏板产能的扩张，占比将进一步大幅提升。

图表 1：产品收入构成图

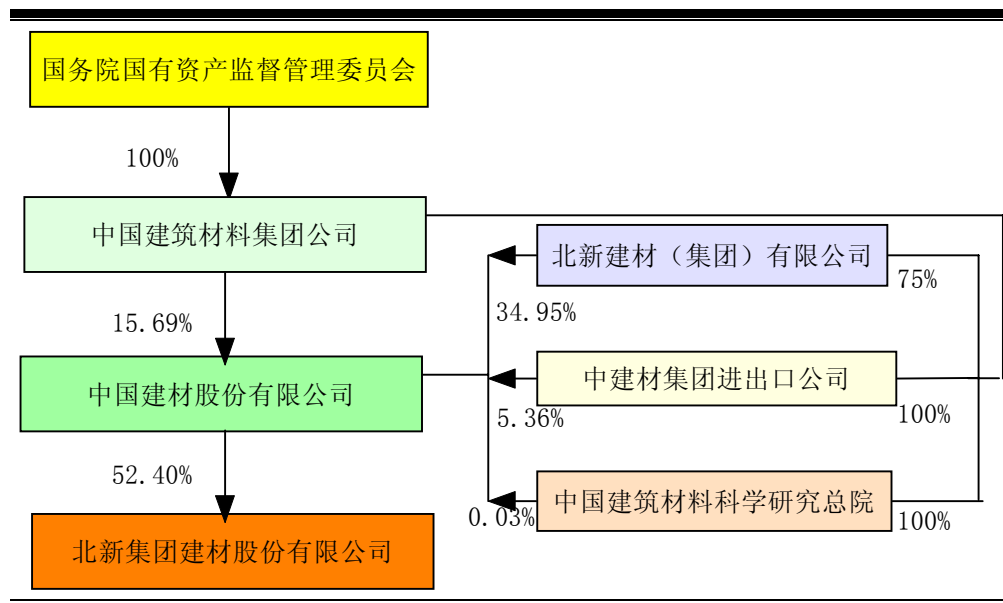


资料来源：天相投顾

2. 实际控制人和公司股权结构

公司实际控制人中国建筑材料集团公司，是国有资产监督管理委员会直接控股的大型国有企业。中国建材集团现有资产总额 550 亿元，员工总数逾 5 万名，直接管理的全资、控股企业 19 家，控股上市公司 6 家，其中海外上市公司 2 家，并参股上市公司 10 家。涉及水泥、玻璃、石膏板、特种纤维等多种建材产品，控股的上市公司有北新建材、洛阳玻璃、瑞泰科技、中国建材（港股）、中国玻纤、方兴科技等。

图表 2：公司股权结构图



资料来源：公司公告、天相投顾

3. 大股东战略下公司石膏板主业发展迅猛

中国建筑材料集团公司的战略目标是通过联合重组和资本运营加快做大做强的步伐，成为国际竞争力强的企业。

正是在这个战略目标之下，北新集团建材股份有限公司主业发展目标明确，即成为国际性的石膏板产业龙头集团。2006 年以来公司通过资产剥离，转让了卫浴和水泥的业务，集中力量进行石膏板项目的建设和扩能。通过对泰山石膏股份有限公司两次收购股权，在控股 42% 的基础上提升到 65%，把泰山石膏股份有限公司纳入旗下，加快利用脱硫石膏技术的石膏板的新建生产线建设，在全国范围内布局。

公司所建生产线均经过国资委直属的中国建筑材料集团公司（公司是其孙公司）的审批，生产线的实施均符合中国建筑材料集团的总体规划。通过收购和新建公司 2005 年石膏板年产能达到 3.6 亿平方米，2007 年底达到 4 亿平方米，截止 2008 年底，公司石膏板产能达到 5.6 亿平方米。

图表 3：石膏板产能、收入占比表

时间	石膏板产能 (亿平米)	石膏板收入 (亿元)	石膏占总 收入占比	石膏板毛 利率
2006	4	11.32	40.70%	25.81%
2007	4	13.84	46.60%	27.40%
2008	5.48	17.37	75.19%	25.69%
2009Q1E	5.5	4.136	75.20%	27%

资料来源：公司公告、天相投顾

目前公司已经发展成为亚洲最大的石膏板为主业的国际建材领先企业，公司产能已占到全国总产能的 50%。在其他业务产能规模不变或略有增加的情况下，公司计划

2010 年石膏板产能达到 10 亿平方米，总生产线数量增加到 50 条左右，进一步成为世界第三的石膏板制造商。

图表 4：北新建材主要生产线一览表

	地点		产能
石膏板 单位： 万平方米		河北秦皇岛	2000
		新疆天山	1000
		江苏邳州（2×1500）	3000
		江苏江阴（2×3000）	6000
		山西潞城	2200
		河北西柏坡	3000
		湖北荆门	2000
	分公司泰山石膏	云南昆明	2000
		浙江温州	3000
		辽宁阜新	4000
		湖南湘潭 在建	3000
		重庆江津 在建	2000
		内蒙包头 在建	3000
		河南洛阳 在建	5000
		湖南铜陵 在建	5000
		河北故县 拟建	3000
		浙江嘉兴 拟建	3000
		合计	52200
		公司本部	北京（不完全脱硫）
	辽宁铁岭在建预计2009年下半年投产		3000
	湖北武汉在建预计2009年下半年投产		3000
	河北涿州（不完全脱硫）		5000
	山东枣庄（不完全脱硫）		3000
	江苏太仓（试生产）预计2009年投产		3000
	浙江宁波（试生产）预计2009年投产		3000
	广东肇庆（试生产）预计2009年投产		3000
	四川广安（试生产）预计2009年投产		3000
	合计		28250
	石膏板总产能	80450	

其他产品	轻钢龙骨（单位：万吨）	8.8
	矿棉板（单位：万平方米）	1600
	金邦板（单位：万平方米）	180
	其它：型材 2万吨	2
	涂料 6万吨	6

资料来源：公司公告、天相投顾

2. 公司产品符合国家产业调整政策要求，属朝阳产业

2.1 石膏板节能环保，生产属工业废弃物综合再利用

1. 环保特点突出

公司纸面石膏板利用火电厂的脱硫石膏作为原材料，而脱硫石膏属于工业废弃物。利用脱硫石膏生产石膏板的技术不但能降低公司成本，而且很好地节约了天然石膏和土地资源，解决燃煤电厂中二氧化硫大气污染和脱硫石膏没法存放的问题，减轻脱硫石膏粉末对大气造成的严重污染，实现了资源的综合再利用和环境的保护。公司目前用掉脱硫石膏 560 万吨，预计 2010 年每年可消纳 800 万吨。

2. 节能优势明显

在施工的过程中，具有节能、节水、节地、节材和保护环境等特点，工业废水经处理后回收可以全部用于生产，其生产能耗约为水泥的 1/4。

3. 质轻、保温特性显著

纸面石膏板具有公认的质轻、耐火、保温、隔声、施工便捷、便于表面装饰等特点，其重量仅为同厚度砖墙的 1/15，砌块墙体的 1/10。其导热系数约为 0.16W/(M2.K)，而灰砂砖砌块高为 1.1W/(M2.K)。

4. 独特的舒适性

纸面石膏板板芯存在着大量微孔结构，具有较高的透气性能。当室内湿度较高时，可吸湿，而当空气干燥时，又可放出一部分水分。因而对室内湿度起到一定的调节作用即所谓的“呼吸”作用，维持着动态平衡，能够调节居住及工作环境的湿度，是绿色环保建材。

产品特性符合国家节能环保政策的新型建筑材料要求，这使得公司产品比较容易受益于国家产业调整政策。

2.2 国内石膏板的使用刚起步

石膏板优点多，其使用已成为全球建筑工程领域的一大趋势，但石膏板在国内的开始应用是由国外引进。目前主要用于酒店、写字楼、医院、学校和政府工程等公共建筑的施工和装修，主要用户在大中城市。随着人们对纸面石膏板优越性能的进一步认识，中小城市及沿海一带农村地区的纸面石膏板用量也正在迅速增加。

尽管石膏板使用在我国发展速度很快，但目前其用量仍然不足新型墙体材料的 7%，而美国石膏板产量超过 30 亿平方米，平均每平方米建筑使用纸面石膏约 4 平方米。同时中国石膏板的人均使用量也远低于国外水平。

图表 5：世界各国石膏板人均使用量表

	美国	日本	加拿大	法国	英国	德国	中国
石膏板人均用量 (m ²)	10	5	10	3	3	3	0.8

资料来源：天相投顾



与发达国家比较,我国纸面石膏板年产量和人均年消费量都很低。中国的石膏板应用还属于起步初期,特别是住宅装修市场的应用还不是特别的广泛,市场需求存在广阔的发展空间。

3. 公司市场竞争优势突出

3.1 全国布局生产基地和营销网络

公司产品国内市场占有率超过 50%。公司生产线遍布从东北辽宁到南部广东肇庆以及远至西北部的新疆地区,已基本实现全国布局的初步战略规划。

公司营销积极深入开发二线城市以及周边地区,开拓新兴和空白市场。销售网点遍布全国 113 个经济发达的地级市及部分重点县级市,在行业客户、终端客户中拓展。建立各级营销网络,通过经销商覆盖县级以上市场的中小工程,通过战略合作伙伴开拓住宅装修市场。

例如与金螳螂装饰、龙发装饰等单位签署全面协议,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。

图表 6: 公司全国生产线布局图



资料来源: 公司网站

3.2 公司脱硫石膏产品技术成熟, 抓重点项目能力强

2005 年公司研发成功应用 100%脱硫石膏生产纸面石膏板的技术。公司申报的发改委国家高技术产业化项目即利用电厂脱硫石膏生产纸面石膏板技术产业化示范项目获得国家发改委批复, 政府资助金额 1000 万元, 泰安市财政局也对公司新建生产



线提供奖励。公司的产品龙牌石膏板产品荣获国家质量奖（行业内唯一）和中国名牌产品。公司在国家和北京市质检中获得 AAA 企业。

公司继 2007 年成功中标奥运会项目后，公司石膏板等产品 2010 年率先入驻上海世博会园区项目。全国各地的地标性建筑工程、国家重点工程、主要酒店和大厦等全部使用龙牌产品，像 2008 年重点工程有：中国人寿总部大厦、济南奥体中心、广州电视塔（世界第一高塔）、天津津塔中心（北方第一高楼）、天津空客 A320 总装线项目等工程。

3.3 规模效应和品牌优势占市场和资源先机

中国的石膏板行业市场竞争状况为 3 家外资企业和北新建材以及中小企业共存的局面。这三家外资企业为：可耐福、拉法基和圣戈班，公司的高档产品竞争对手是这些外资企业，中低档品的竞争对手是一些中小企业。

1. 外资企业产能有待扩展

三家外资企业产能总和目前为 1.7 亿平方米，仅占北新建材目前总产能的 30%。可耐福在东莞和芜湖有两个生产基地，有 3 条生产线，石膏板的总产能达到 7000 万平方米。圣戈班有常州生产基地，产能为 3000 万平方米。拉法基生产基地在重庆、上海，产能超过 7000 万平方米，同时上海宝山将建设新的石膏板生产线产能 6200 万平方米，但目前已经停工。这些石膏板制造商的单线生产能力均小于 2000 万平方米。

2. 中小企业存在成本和规模劣势

中小企业使用的原材料为天然石膏，一般都建在天然石膏矿附近，像山东平邑、河北晋州等地。这些企业受运输成本提升比较敏感，运输成本的上升会缩小其市场竞争的范围和半径。以天然石膏为原料和单位耗煤较多也会提升其成本，随着国家对于经营环境的规范，这些企业的发展空间将逐渐变小。同时由于资金的问题，中小企业建立规模以上的生产线能力较小。

3. 公司品牌和规模带来市场竞争优势

龙牌石膏板和泰山石膏板的市场知名度和公司全国范围内规模化经营带来的市场定价权和低成本效应会使得公司的市场竞争优势明显。预计公司国内市场份额将继续不断扩大。可耐福的盈利来自于华东市场包括上海地区的供不应求，随着北新建材江苏太仓生产线的投产将会对其盈利能力产生一定的抑制。拉法基重庆生产基地的盈利由于成本劣势也会在北新建材四川广安生产线的投产后受到影响。泰山石膏产品对于中小企业的冲击也是相当的大。

4. 公司规模效应带来资源和成本竞争优势

公司规模化的生产，使用脱硫石膏量较大。这能够有效解决火电厂脱硫石膏这个工业废渣的处理，所以公司容易和许多家大型电厂建立良好的长期战略合作关系，优先占有了丰富的原材料资源。如公司与华能集团在全国范围内的合作，公司享有合作的优先选择权。这也提升公司在市场上的资源和成本优势。

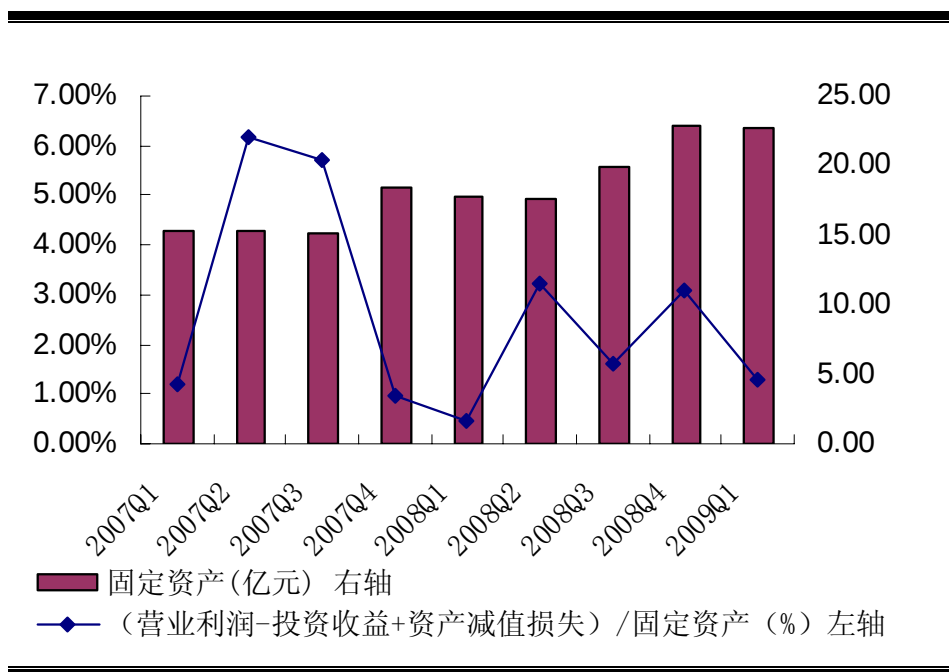
4. 2009 年后 3 季和 2010 年业绩将继续增长

4.1 产能集中释放提升将提升公司业绩

4.1.1 2008 年近 1.6 亿平方米的产能释放效益明显

为了考察 2008 年公司产能大幅投放的效果，我们构建一个财务判断指标为：（营业利润-投资收益+资产减值损失）/固定资产，用这个指标我们可以看出：2008 年第 4 季度这个指标同比增加 2.13 个百分点，2009 年第 1 季度同比增加 0.84 个百分点。这反映出过去在 2008 年近 1.6 亿平方米石膏板产能的释放收益明显，也就是说这些产能的投放并没有造成产能效益的降低。

图表 7：公司各季度固定资产投放效益图



资料来源：公司公告、天相投顾

图表 8：公司固定资产（产能投放）效益数据表

季度	2009Q1	2008Q4	2008Q3	2008Q2	2008Q1	2007Q4	2007Q3	2007Q2
固定资产(亿元)	22.65	22.83	19.82	17.6	17.78	18.35	15.09	15.24
(营业利润-投资收益+资产减值损失)/固定资产 (%)	1.31%	3.09%	1.61%	3.23%	0.47%	0.96%	5.73%	6.17%

资料来源：公司公告、天相投顾

4.1.2 2008 年产能释放提升 2009 年 1 季度业绩

公司 2009 年 1 季度营业收入同比增加 21.18%，我们剔除 2008 年 1 季度由于转让中建材投资股份有限公司 80%股权的收益和其投资收益后，2009 年 1 季度营业利润同比增长 230.67%，归属于母公司所有者的净利润同比增长 89.52%。

原因主要是 2008 年下半年特别是第四季度公司子公司泰山石膏股份有限公司产能释放近 1.6 亿平方米。

其中有河北、温州各有 1 条 3000 万平方米、3000 万平方米共计 6000 万平方米的石膏板生产线转固投产。同时还有 1 条江津 2000 万平方米的生产线、1 条阜新 4000 万平方米的生产线和 1 条湘潭 3000 万平方米的生产线，2008 年转为固定资产的比例分别高达 98.86%、99.95%和 95.17%。

4.1.3 公司 2009 年和 2010 年产能将集中释放

2008 年公司石膏板产能增速达到 40%，预计 2009 年公司石膏板产能将达到 7.8 亿平方米，新增产能为 2.2 亿平方米，增速为 39.3%。2010 年石膏板产能达到 10 亿平方米，新增产能 2.2 亿平方米，增速约为 28.2%。

图表 9：公司石膏板产能释放表

时间	2006	2007	2008	2009Q1E	2009E	2010E
石膏板产能 (亿平米)	4	4	5.48	5.5	7.3	10

资料来源：公司公告、天相投顾

具体转为固定资产的石膏板生产线有：1、江苏太仓、浙江宁波、广东肇庆和四川广安的各有一条 3000 万平方米石膏板生产线处在试生产阶段，将在 2009 年下半年逐步转固投产。2、辽宁铁岭和湖北武汉也各有一条 3000 万平米的生产线预计将在 2009 年下半年试生产或投产。3、预计安徽铜陵一条扩建的 5000 万平方米的生产线在 2009 年底或 2010 年年初转固投产的可能性较大。

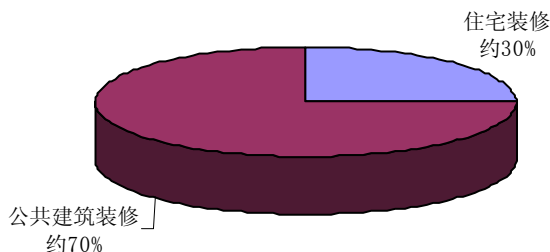
虽然实际产量的增速和转固的速度可能会因市场的需求的变化而变动，但产能的稳定增长成为公司业绩提升的基础。根据公司生产线现状我们预计 2009 年产能释放主要在 2009 年第三、四季度。

4.2 市场需求继续保持稳定增长的可能性较大

4.2.1 石膏板产品需求公装为主，家装市场拓展空间广阔

公司产品主要用于公共装修市场，像酒店、写字楼、医院等企事业单位的装修。公共装修方面的占比达到约 70%，而住宅装修市场约占 30%。

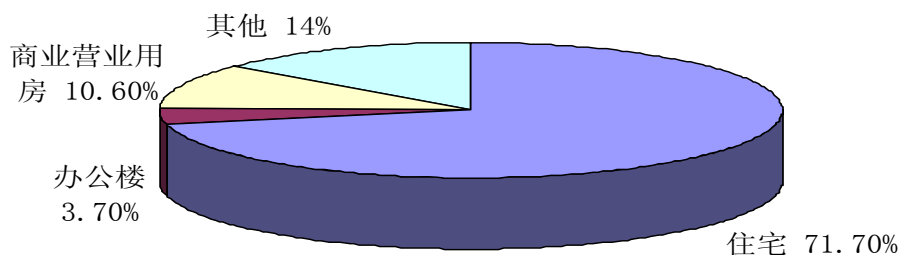
图表 10：公司产品市场需求构成图



资料来源：公司公告、天相投顾

而国外石膏板的主力市场是住宅市场，家装市场占到石膏板市场的 60%-70%，中国房地产行业用的石膏板很少。根据国家统计局数据显示：在中国房地产投资中住宅占比高达 72%左右，而办公楼和商业营业用房占比仅为 3.7%和 10.6%左右，所以住宅装修市场存在着巨大的潜在市场空间。随着国家禁止使用实心粘土砖等墙改政策的实施，纸面石膏板在我国发展空间将更加广阔。

图表 11：2009 年 1 季度房地产投资中各用途房屋占比图



资料来源：国家统计局、天相投顾

虽然住宅装修市场的拓展还需要一个过程，包括居民生活条件的提高、对于居住条件的要求的提高和装修观念的转变。但如果公司一旦打开并确立自己在住宅装修市场的地位，住宅装修市场需求的提升将大大提升公司产能使用率，使得公司产能作用充分发挥，业绩大幅提升。

4.2.2 产品新增市场需求基础稳固

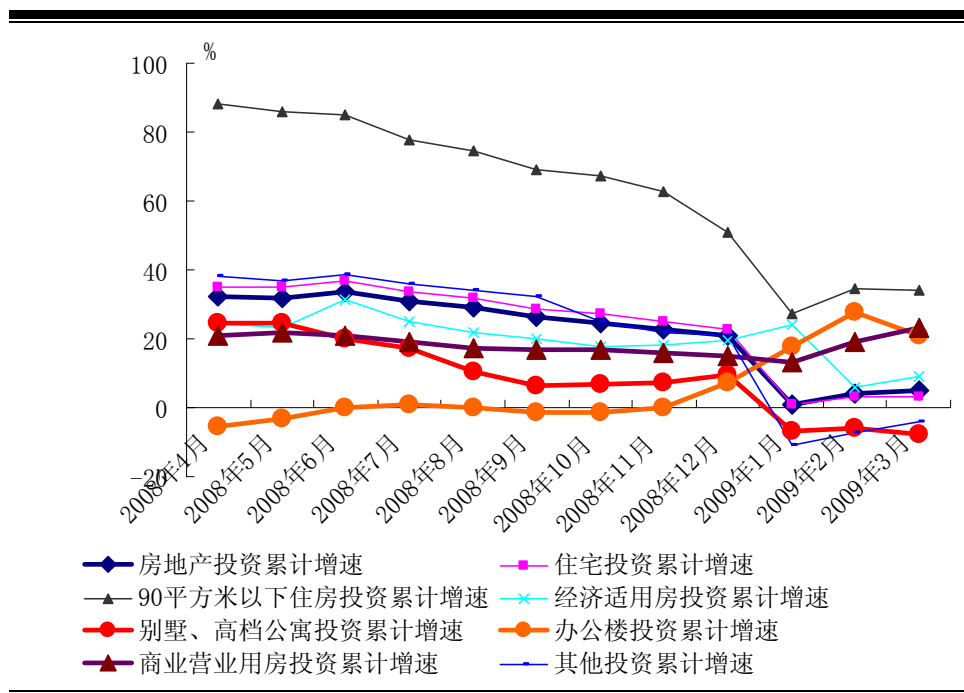
公司新增需求主要来自包括新建办公楼、商业营业用房等房地产方面和国家对“铁公机”的大力投资中交通枢纽的建设及灾后重建等。

1. 2009 年 1 季度办公楼和商业营业用房投资增速提升

房地产累计投资增速从 2009 年 1 月份仅有 1%的历史低谷逐渐回升，2009 年 1 季度升至 4.1%，特别是办公楼和商业营业用房累计投资增速远超 2008 年以来的低位运行态势，创出新高。2009 年 1 季度办公楼和商业营业用房累计增速分别达到 20.9% 和 23.2%。虽然别墅和高档公寓累计投资增速有所下降，一季度降至-7.7%，但是这部分比例较小，仅占总投资比例约为 6.5%左右。

公司以公共装修市场为主，房地产投资增速总体上对于公司产品需求影响不大，但办公楼和商业营业用房累计投资增速的提升为公司产品需求提供了向好发展保证。

图表 12：房地产投资增速图

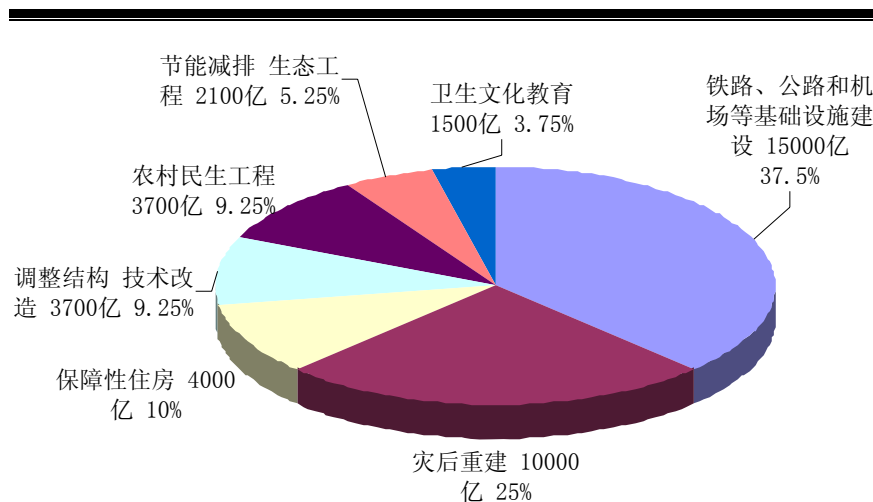


资料来源：国家统计局、天相投顾

2. 中央四万亿投资正陆续分阶段展开

国家 4 万亿投资中，有 1.5 万亿用于铁路、公路、机场、水利等重大基础设施的建设和改造，汶川地震灾后恢复重建为 1 万亿，石膏板作为交通枢纽和灾后重建的新型建筑材料需求将会因投资的不断进行而提升。目前国家投资已进行了 1/3，其余部分将陆续分阶段投放。

图表 13： 四万亿投资去向图



资料来源：国家发改委网站、天相投顾

3. 房地产和铁公机等投资资本金比例下调

2009年5月27日国家下调了铁路、公路和机城市轨道交通投资资本金由35%下调到25%。机场、港口、沿海及内河航运等项目的最低资本金比例下调至30%。房地产投资资本金中保障性住房和商品房由35%下降到20%，其它房地产项目下调到30%。这些都将成为新增市场需求稳定增长的动力，特别是从第三季度开始政策的作用显现比较明显。

图表 14： 投资资本金下调一览表

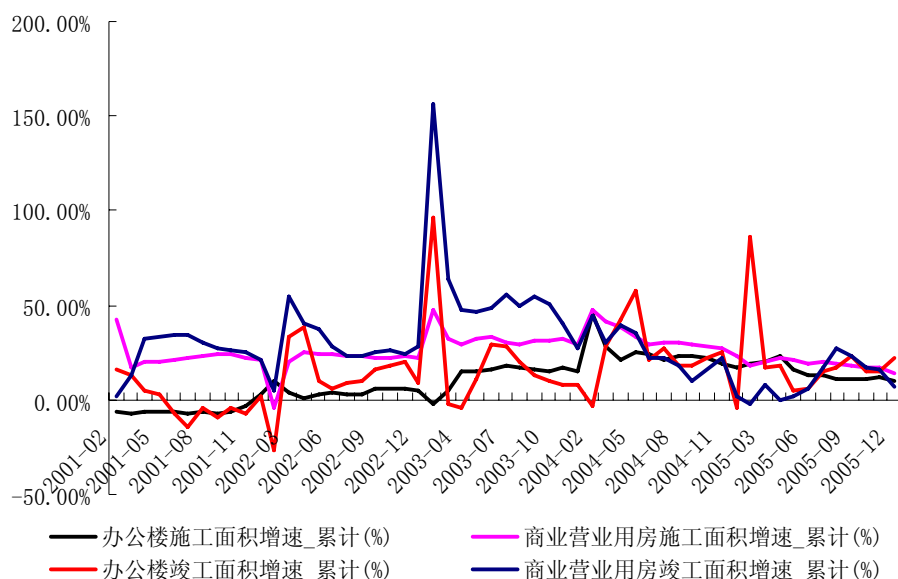
各行业固定投资项目最低资本金比例		
项目	调整前	调整后
铁路、公路、城市轨道交通等	35%	25%
机场、港口、沿海及内河航运等	35%	30%
保障性住房和普通商品房项目	35%	20%
其它房地产开发项目	35%	30%

资料来源：中国政府网

4.2.3 翻新市场建筑面积增长较稳定

公司产品翻修市场的需求，包括现存的办公楼和商业营业用房等建筑物的装修翻新等。酒店、办公楼等公共建筑装修翻新的年限一般为5-8年，所以我们通过5-8年前办公楼和商业营业用房的施工面积和竣工面积累积增速可以粗略看出石膏板翻新市场需求的变化。通过数据可以看出整体上办公楼和商业营业用房施工和竣工的面积累积增速基本保持平稳波动，也就是说石膏板翻新市场的需求基本上能够保持稳定增长的态势概率较大。

图表 15：2001-2005 年办公楼和商业营业用房施工和竣工面积累积增速图

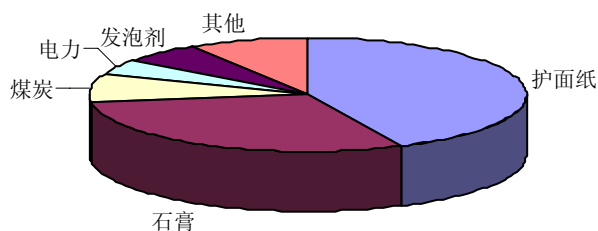


资料来源：中经网、天相投顾

4.3 2009 年和 2010 年盈利能力提升可能性较大

公司石膏板产品的原材料主要是护面纸、石膏、煤炭等。其中主要原材料占比达到 70%，其它人工、折旧等占到 30%。

图表 16：石膏板成本结构图



资料来源：天相投顾

1. 全线使用脱硫石膏技术

公司新建生产线均使用火电厂的工业废弃物脱硫石膏，目前火电厂脱硫石膏可以

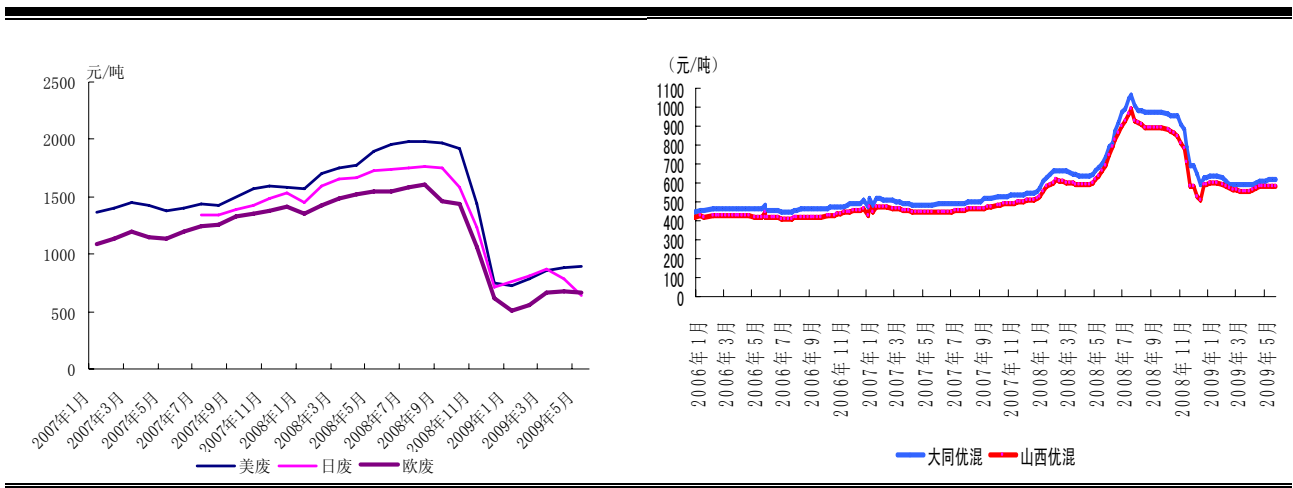


支持 30 亿平米的石膏产品，公司产能发展原材料充足。脱硫石膏和天然石膏的加工成本相当，但脱硫石膏的价格比天然石膏每吨要低约 23 元。国家强制规定 2009 年年底所有生产线都一律使用脱硫石膏，。公司三条旧线也将进行技术改造。改造期对正常生产影响较小。脱硫石膏生产技术的全线应用将进一步降低公司成本。

2. 护面纸和煤炭价格回落至低位，大幅上涨可能性不大

护面纸使用废纸生产，美废、日废和欧废价格能够反映出废纸价格的变化走势。美废、日废和欧废价格从 2009 年 1 月份开始从高位回落后一直在低位运行。煤炭价格从 2009 年 1 月份大幅回落以来也一直低位整理。虽然 2009 年 5 月份以来有微涨，但是在经济增速变缓见底的环境下，美废、日废和欧废以及煤炭的价格短期内不会有大幅的波动。

图表 17：废纸价格和煤炭价格走势



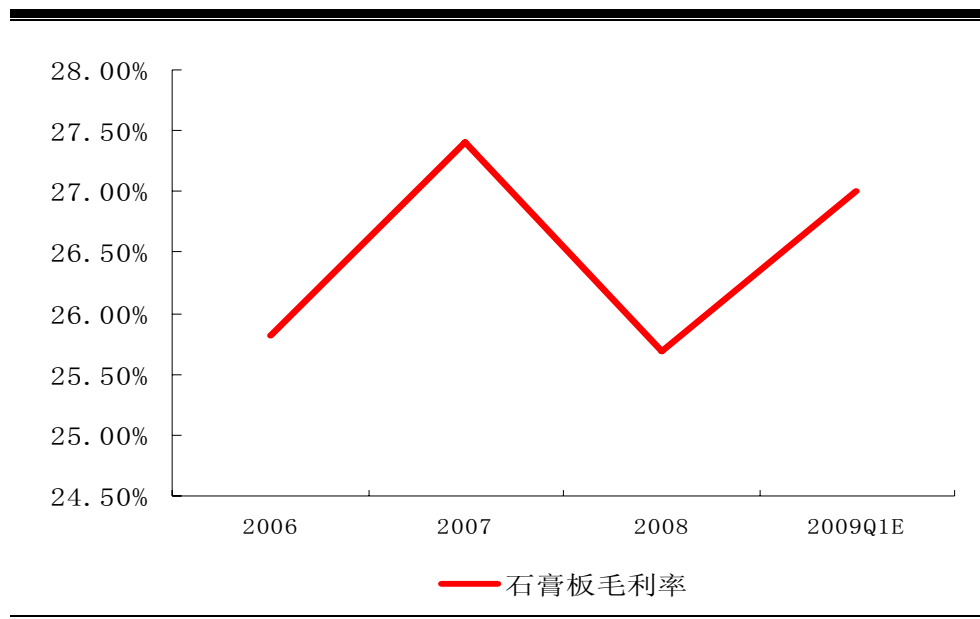
资料来源：中国纸网、中国煤炭网、天相投顾

3. 新建生产线运输成本下降

公司新建石膏板生产线充分考虑降低运输成本的需要，贴近资源地和消费市场。有的甚至建在火电厂附近或者一个院子里，降低了公司运输成本。

4. 石膏板毛利率 2009 年 1 季度大幅回升

图表 18: 石膏板毛利率变化图



资料来源：公司公告、天相投顾

2009 年 1 季度公司石膏板毛利率为 24.3%，同比增加 5.9 个百分点。作为公司主要收入的产品毛利率提升将使公司 2009 年和 2010 年毛利率进一步提升的可能性较大。

4.4 公司发展最坏的时期已经过去，三季度业绩达到高点

在需求稳定增长不会出现大幅波动和盈利能力提升的情况下，公司未来业绩发展随着产能的释放也不会出现大幅下降的可能。

特别是从 2009 年 1 月份新增市场需求中，办公楼和商业营业用房的累计投资增速达到谷底，从 2 月份开始恢复性增长，且增速高于 2008 年的水平。国家基础设施投资铁公机的交通枢纽建设还在继续进行，灾后重建还需要时间来完成。

房地产和基础设施建设资本金比例的下调，将促进房地产市场需求的进一步提升。翻新市场总体上需求保持平稳增长的可能性较大。同时，公司 2009 年计划释放的 2.3 亿平方米的产能也在 2009 年 1 季度后将逐步释放。

虽然公司业绩随着宏观经济波动依然存在受消极影响的可能性，但公司正从谷底中缓缓起步，最坏的时候已经过去。

根据公司生产线的目前现状，我们预计公司 2009 年产第 3 季度能释放达到最大，公司业绩也将达到高点。



5. 盈利预测、投资评级和估值

5.1 盈利预测

5.1.1 盈利预测假设

- 1、2009 年石膏板产能达到 7.8 亿平方米，2010 年达到近 10 亿平方米。
- 2、2009 年和 2010 年产能转固比率在历史的基础上略有提升。
- 3、销量和产能转固的增速成正比。
- 4、2009 年产品价格 2009 年一季度的水平的基础上波动不大，2010 年价格会略有上涨。
- 5、2009 年毛利率比 2009 年一季度略有提升到 24.76%，2010 年毛利率因技改和成本变化的可能基本保持 2009 年的水平为 24.3%。
- 6、各种费用保持和历史相应的比例水平。

5.1.2 公司 2009 年和 2010 年盈利预测

图表 19：北新建材盈利预测表

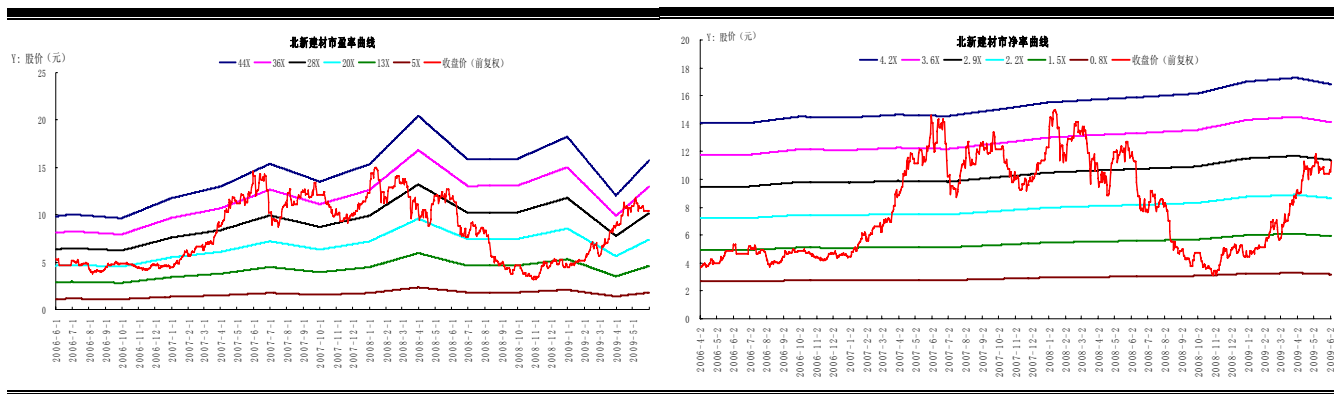
报告期间	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	314,323	249,615	315,898	395,148
	7.08%	-20.59%	26.55%	25.09%
减：营业成本	250,177	193,973	237,687	299,127
毛利率	20.41%	22.29%	24.76%	24.30%
营业税金及附加	760	633	790	988
资产减值损失	2,461	1,463	0	100
销售费用	15,859	15,512	19,617	24,539
销售费用率	5.05%	6.21%	6.21%	6.21%
管理费用	18,730	16,035	19,586	23,551
管理费用率	5.96%	6.42%	6.20%	5.96%
财务费用	8,793	6,696	11,038	12,780
财务费用率	2.80%	2.68%	3.49%	3.23%
费用合计	43,382	38,243	50,241	60,869
费用率	13.80%	15.32%	15.90%	15.40%
投资净收益	9,470	13,062	2,000	5,000
加：公允价值变动净收益	1,664	0	0	0
二、营业利润	28,678	28,365	29,181	39,064
		-1.09%	2.88%	33.87%
营业利润率	9.12%	11.36%	9.24%	9.89%
加：营业外收入	3,099	4,228	5,502	6,808
减：营业外支出	969	415	569	672
其中：非流动资产处置净	88	79	0	0
三、利润总额	30,808	32,178	34,114	45,200
减：所得税费用	5,339	3,045	3,070	4,204
四、净利润	25,470	29,133	31,043	40,996
净利润率	8.10%	11.67%	9.83%	10.37%
归属母公司所有者的净利	20,207	24,058	25,768	34,674
		19.06%	7.11%	34.56%
少数股东权益	5,263	5,075	5,275	6,322
EPS(全面摊薄/元)	0.35	0.42	0.45	0.60

资料来源：天相投顾

5.2 估值

5.2.1 相对估值

图表 20: 北新建材一年滚动市盈率和市净率曲线图

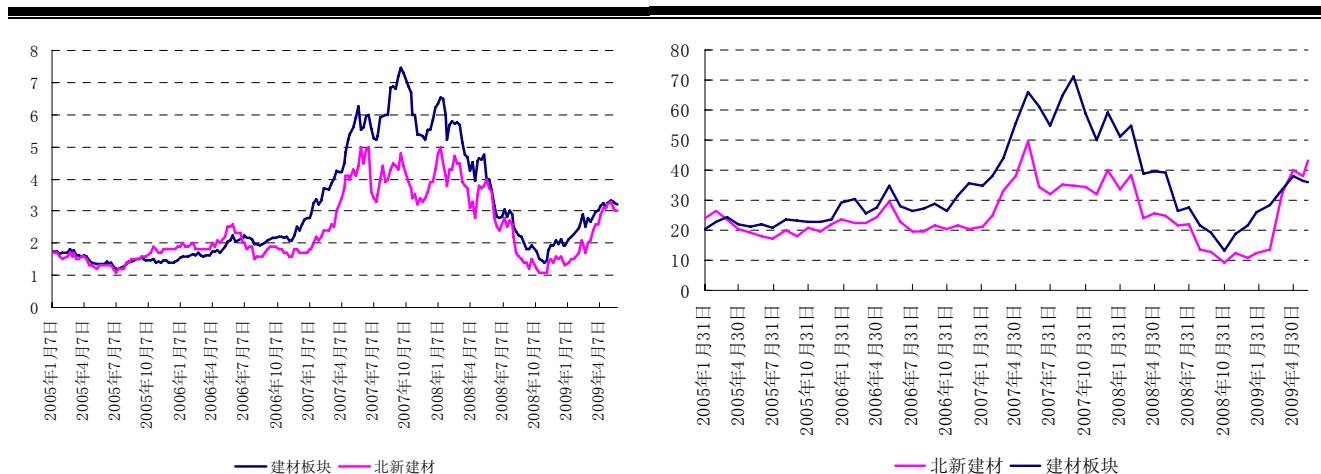


资料来源: 天相投顾

通过与历史滚动市盈率的比较我们可以看出公司目前的市盈率处于历史的中等水平。但是公司目前处于高速成长期, 未来业绩将继续增长, 建材板块 2009 年的预测市盈率为 27 倍, 基于公司的高速成长, 我们在建材板块的基础上略微调高到 29 倍的 PE, 2009 年相对应股价为 13.05 元。

通过市净率曲线图我们也可以看出公司目前市净率为 2.9 倍, 处于历史的中等水平, 而历史曾经达到 4.2 倍。

图表 22: 北新建材和建材板块的 PB (左) 和 PE (右) 曲线图



资料来源: 天相投顾

通过和建材板块的市净率比较可以看出, 北新建材作为一个新型建材的龙头公司其 PB 值一直低于建材板块的 PB 值, 目前 PB 值虽然开始出现恢复性上涨, 但仍低于建材板块的市净率水平。一年的滚动市盈率同建材板块相比近期提升超过建材板块的 PE 值, 作为一个 2009 年和 2010 年快速成长的企业有着其背后的业绩的支持。

5.2.2 绝对估值

图表 21: DCF 估值假设表

假设	数值
第二阶段(2013-2021)年数	8
第二阶段增长率	9.64%
长期增长率	2.60%
应付债券利率	0.00%
无风险利率Rf	3.60%
β	116.00%
Rm	11.00%
Ke	12.18%
税率	25.00%
Kd	3.80%
Ve	653,946
Vd	177612
WACC	10.39%

资料来源：天相投顾

在上述的假设情况下我们利用 DCF 模型对公司进行估值，得出公司绝对股价为 13.05 元。按照 2009 年每股收益 0.45 元计算，公司 PE 为 29 倍，符合我们相对估值中给定的 PE 值。

为了更全面地描述公司股价的变化，我们改变长期增长率和加权平均资本成本，对其进行敏感性分析，分析结果如下：

图表 22：DCF 估值敏感性分析表

敏感性测试结果	长期增长率(g)								
WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
7.50%	18.25	19.22	20.36	21.73	23.40	25.49	28.18	31.77	36.79
8.00%	16.74	17.53	18.44	19.53	20.83	22.43	24.42	26.98	30.40
8.50%	15.43	16.08	16.83	17.71	18.74	19.98	21.50	23.40	25.84
9.00%	14.30	14.84	15.46	16.17	17.01	17.99	19.18	20.62	22.43
9.50%	13.31	13.76	14.28	14.87	15.55	16.34	17.28	18.41	19.79
10.00%	12.43	12.81	13.25	13.74	14.30	14.95	15.71	16.61	17.68
10.50%	11.65	11.98	12.35	12.76	13.23	13.77	14.39	15.11	15.96
11.00%	10.95	11.24	11.55	11.90	12.30	12.74	13.26	13.85	14.53
11.50%	10.33	10.57	10.84	11.14	11.48	11.85	12.28	12.77	13.33
12.00%	9.77	9.98	10.21	10.47	10.75	11.07	11.43	11.84	12.30
12.50%	9.26	9.44	9.64	9.86	10.11	10.38	10.69	11.03	11.42

资料来源：天相投顾

5.3 投资评级

预计公司 2009 年和 2010 年每股收益为 0.45 元和 0.60 元，以昨日收盘价 11.37 元计算，公司 2009 年和 2010 年动态 PE 为 25 倍和 20 倍，虽然前期价格涨幅较大，存在一定的市场风险。但基于公司产能的集中释放、石膏板行业在中国所处的发展阶段、公司龙头地位带来的较强市场竞争力和一定的市场定价权以及公司长期的投资价值，给予公司“增持”评级。

6. 风险提示

6.1 产能释放使用进程不确定和达不到预期的风险

虽然 2008 年大幅产能释放效益显著，但是 2009 年和 2010 年产能大幅释放是否能够以较高的产能使用率进行和释放能否达到预期效果存在着不确定性。

从 2008 年的 5.6 亿平方米的石膏板产能增长到 2010 年的 10 亿平方米，石膏板产量的年平均增长速度将达到 34%。经济增长速度大幅放缓的 2009 年和 2010 年，公司积极的市场开拓和总体市场需求的增长能否和产能的扩张速度相匹配存在着不确定性。

6.2 家装市场的拓展进程不确定性风险

中国的住宅装修虽然存在着巨大的潜在市场空间，但是市场的开发还需要一个过程。因为中国是一个发展中国家，虽然近年来有了装修的观念和对于石膏板产品的了解，但是大多数居民对于装修得要求不高。所以住宅装修的市场拓展将会和人们的观念和生活水平信息相关。家装市场的开拓是个需要时间，循序渐进的过程，不可能一蹴而就。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100