

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

2009年7月23日

北新建材(000786.SZ)/13.3元

行业处于大发展的黎明，公司销售迭创新高

原材料·建材

目标估值: 18.6-22.8元

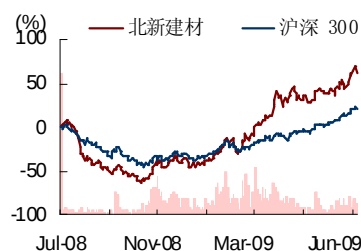
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3213
总股本(万股)	57515
已上市流通股(万股)	57509
总市值(亿元)	75
流通市值(亿元)	75
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	8.0
资产负债率	55.8%
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	17	161	62
相对表现	0	83	34



相关报告

- 1、《北新建材(000786)——营业收入大幅逆势增长，市场开拓力度加大》2009/04/26
- 2、《北新建材(000786)——二线市场加快发展，民用市场初露端倪》2009/03/23
- 3、《北新建材(000786)——朝阳产业龙头蓄势蓬勃》2009/03/16
- 4、《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

1-6月行业增速超过30%，公司增速在40%以上，超过预期；成本持续下降，公司毛利率有大幅提升。上调盈利预测，预计09、10、11年EPS分别为0.62、0.91和1.33元，合理估值区间“18.6-22.8元”，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

- 在宏观经济尚未好转的情况下，纸面石膏板行业出现高速增长，1-6月全行业产量增速达到30.6%，主要原因在于石膏板行业不仅受房地产行业的影响，而且存在对传统砖墙的替代效应，普通建筑和三四线城市的应用在迅速增长。
- 价格是制约纸面石膏板广泛普及的主要因素，价格竞争力处在迅速增强过程中。发达国家70年代开始电厂脱硫后，纸面石膏板成本及销售价格大幅下降，从而获得广泛普及。我国07年电厂脱硫开始出现实质性发展，脱硫石膏产量激增，价格持续下降，预计11年前后将会为0，纸面石膏板的价格将低于其它主要墙体材料，从而为广泛普及扫清道路。
- 纸面石膏板是高端墙体材料，受价格等因素制约在我国当前主要应用于高档酒店和办公楼，消费升级将推动普通酒店、办公楼和家庭的需求。
- 纸面石膏板是替代传统砖墙的主要新型墙体材料，属于固体废弃物处理行业，且能耗低，有利于节能减排。国家关于耕地保护、淘汰粘土砖；环境保护，加强固体废弃物处理；推动节能减排的产业政策都构成公司发展的外部因素。
- 提高盈利预测。公司1-6月的销售增速在40%-50%之间，泰山石膏的同比增速一直超过50%；售脱硫石膏等原材料成本下降影响，公司毛利率出现大幅提升；公司非主营业务经营状况亦好于预期，尤其是用于外墙保温的金邦板产品预计全年盈亏平衡。基于此，我们上调公司的盈利预测，预计09、10、11年石膏板总销量分别为5.04、7.46和11.06亿平方米，销售收入分别为34.2、45.9和65.9亿，EPS分别为0.62、0.91和1.33元。按09年30倍PE，10年25倍PE估值，合理估值区间为“18.6-22.8元”。我们维持对公司“强烈推荐-A”的投资评级。

□ 风险提示：宏观经济仍然存在较大不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3143	2496	3422	4587	6254
同比增长	7%	-21%	37%	34%	36%
营业利润(百万元)	287	284	452	660	980
同比增长	33%	-1%	59%	46%	49%
净利润(百万元)	202	241	357	521	766
同比增长	31%	19%	49%	46%	47%
每股收益(元)	0.35	0.42	0.62	0.91	1.33
PE	37.9	31.8	21.4	14.7	10.0
PB	4.4	3.9	3.5	3.0	2.5

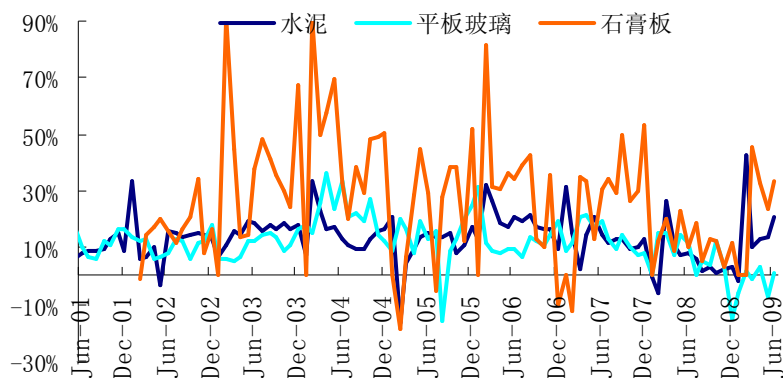
资料来源：招商证券

一、逆宏观经济而动，纸面石膏板行业高速增长

09年在宏观经济尚未明显好转的情况下，纸面石膏板行业出现了持续的高速增长。1-6月，全行业同比增速为30.6%，远远超过了其它建材子行业。

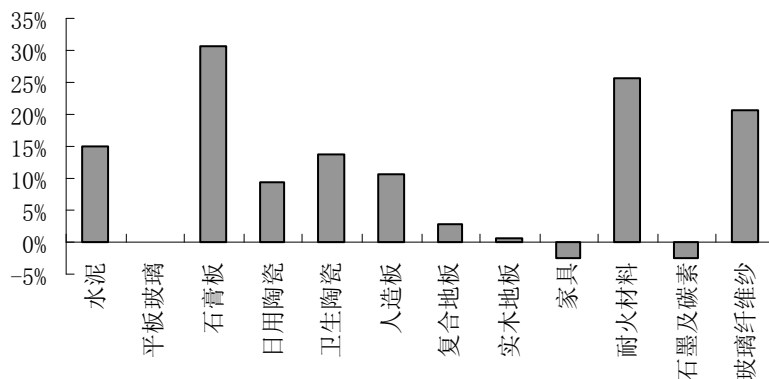
出现这种情况的主要原因是石膏板行业的增长不仅受房地产行业的影响，而且存在明显的对传统砖墙的替代效应。同时，纸面石膏板行业从高档酒店、办公楼向普通酒店、办公楼和民用建筑，从沿海大城市到三、四线城市的普及趋势非常明显。

图1：石膏板产销量高速增长



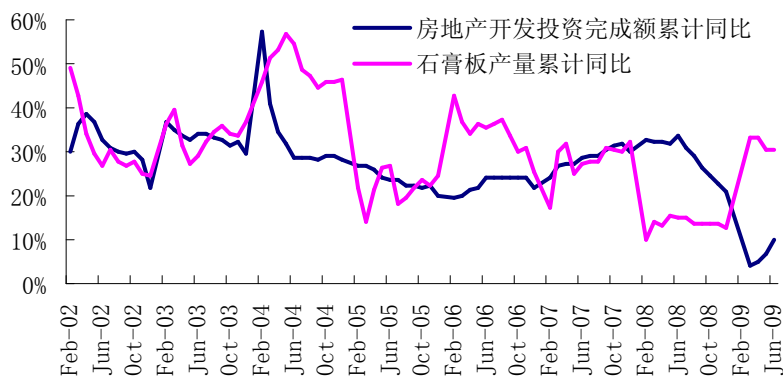
数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

图2：1-6月主要建材产品同比增速比较



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

图3：石膏板行业与地产行业的增速对比



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

二、三大因素将推动纸面石膏板行业出现大发展

19 世纪末，纸面石膏板最早在美国诞生。由于天然石膏开采成本高昂，纸面石膏板隔墙系统相比其它墙体材料不具有竞争性，仅被用于高档建筑。70 年代，发达国家普遍开始火电脱硫后，脱硫石膏产量大大丰富，纸面石膏板变得成本低廉，开始获得日益普遍的应用。

80 年代，石膏板最早应用于北京长城饭店的吊顶和隔墙系统。随后，在高档酒店、高档办公楼和标志性公共建筑中得到普及。

当前，我国纸面石膏板行业出现了全社会广泛普及的趋势，处于大发展的初期。

➤ 成本走低，推动纸面石膏板走向民间。

价格是制约纸面石膏板停留在高档酒店和高档办公楼领域的主要原因。但 07 年以来，我国脱硫石膏产量激增，预计 10 年相比 05 年增长 20 倍以上，纸面石膏板的生产成本持续降低。我们预计到 2011 年，脱硫石膏成本将归 0，纸面石膏板的价格有 20% 的下降空间。

当前，在各类隔墙系统中，高档石膏板的隔墙较传统隔墙价格高 10% 左右，中低档石膏板隔墙价格已基本相当。随着纸面石膏板价格进一步下降，其竞争力将大大增强。

➤ 消费升级，需求端旺盛。

纸面石膏板是高档建材，其美观、健康、防火、防震等性能明显好于传统建材，符合人们消费升级的需要。同时，从规律上讲，突破价格制约后，高档办公楼的装修风格有向普通办公楼的普及的趋势，高档酒店的装修风格有向普通酒店和家庭普及的趋势。

普通办公楼、普通酒店和家庭对纸面石膏板的需求处在大发展的初期。

➤ 有利于保护耕地、节能减排、固体废物处理，获得国家产业政策支持

其一，新型墙体材料，替代传统砖墙，有利于耕地保护。

传统砖墙每年耗费 6000 万吨标准煤，破坏 50-100 万亩耕地，国务院先后发布《关于发展新型建材的若干意见》和《关于进一步推进墙体材料革新和推广节能建筑的通知》等重要文件，要求“2010 年底，全国所有城市都要禁止使用实心粘土砖”。空心粘土砖也存在同样的问题，也在被大规模禁止或限制使用。纸面石膏板是最主要的新型墙体材料之一，墙体材料的改革，有利于纸面石膏获得更广泛的普及。

其二，能耗低，有利于节能减排。

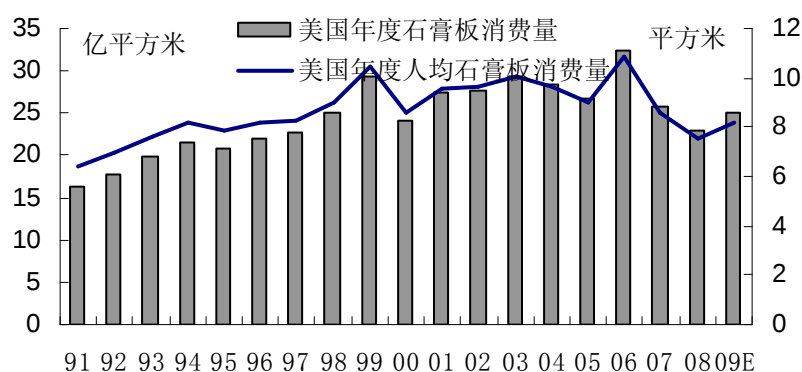
纸面石膏板的生产能耗每平方米不足 1.5kg 标准煤，只是水泥的 1/4，砖墙的 1/3，节能减排效果显著。

其三，固体废物处理，要求行业高速发展。

按十一五规划要求，10 年底工业固体废弃物的再利用率要达到 60% 以上，脱硫石膏属于新近激增的废弃物，10 年的实际利用率预计仅在 20%-30% 左右的水平。脱硫石膏带来的环保压力持续加大，国家支持脱硫石膏再利用的政策将进一步增强。

综合来看，纸面石膏板行业正处在大发展的黎明。尤其是纸面石膏板性能优良，存在广泛需求，脱硫石膏产量激增导致纸面石膏板成本持续降低，最终突破价格瓶颈，从高端走向广泛普及。国家关于耕地保护、发展新型墙体材料，进行节能减排和加强环境保护，加大固体废物处理的政策措施是公司发展的外部动力。

图4: 美国90年代以来的石膏板消费情况



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、08 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。

四、关于行业壁垒问题

市场有意见认为,石膏板行业缺乏壁垒,但从我们在山东、河北、北京等地的实地调研情况看,石膏板行业实际存在着较为明显的壁垒。

- 不同于水泥行业的是,纸面石膏板存在明显的质量差异,大型企业的产品质量明显优于中小企业。中小企业的产品只能充斥于低端市场。
- 石膏板行业明显的存在品牌效应、需要广泛且强大的营销网络,需要优秀的技术支持队伍。
- 与水泥行业类似,石膏板单位产品货值低,物流成本占较大比重,区域性明显。大型的石膏板企业必须跨区域广泛建立生产基地和销售网络,规模小的企业只能局限在本地生产。
- 临近大城市的优质电厂构成行业的资源优势。
- 石膏板行业规模优势明显。一方面体现在石膏板生产线的建设成本上,另一方面表现为综合的物流成本、管理成本、营销网络的利用程度上。
- 不同于天然石膏,脱硫石膏的处理需要较高的技术含量,中小民营企业普遍缺乏处理脱硫石膏的能力。

北新建材在石膏板行业中存在着明显的综合竞争优势,将是纸面石膏板行业大发展的主要受益者。

相关方面的分析可以参考我们以前的报告: 1、《北新建材(000786)——营业收入大幅逆势增长,市场开拓力度加大》2009/04/26; 2、《北新建材(000786)——二线市场加快发展,民用市场初露端倪》2009/03/23; 3、《北新建材(000786)——朝阳产业龙头蓄势蓬勃》2009/03/16; 4、《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。

四、销售增速、毛利率增加超预期，提高盈利预测

1-6 月，公司石膏板销售价格基本保持稳定，销量增速达到 40%-50%左右的水平。销量增速超预期的主要原因是，公司加大了三、四线城市的开拓力度，大幅增强了产品的营销推动，其中泰山石膏的增速一直超过 50%，反映出石膏板正在从高档酒店和办公楼走向普通酒店和办公楼，从沿海大城市走向三、四线城市的大趋势。

脱硫石膏成本持续下降，公司毛利率有较好提升，预计全年石膏板毛利率在 28%-30% 的水平，较先前高出约 3 个百分点，主要原因是由于市场结构良好，纸面石膏板价格基本保持稳定，而脱硫石膏等成本出现大幅下降，导致毛利率提升。

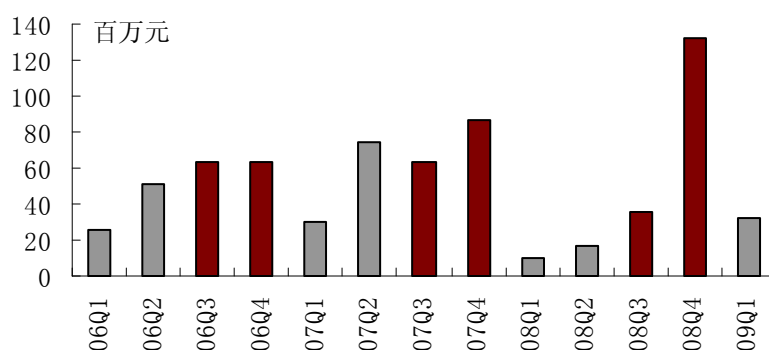
公司的非主营业务经营状况明显改善，油漆、塑钢窗等业务亏损大幅减小，用于外墙保温的金邦板产品今年预计盈亏平衡。

预计 09、10、11 年石膏板总销量分别为 5.04、7.46 和 11.06 亿平方米，销售收入分别为 34.2、45.9 和 65.9 亿，EPS 分别为 0.62、0.91 和 1.33 元。

按 09 年 30 倍 PE，10 年 25 倍 PE 估值，合理估值区间为 18.6-22.8 元。我们维持对公司“强烈推荐-A”的投资评级。

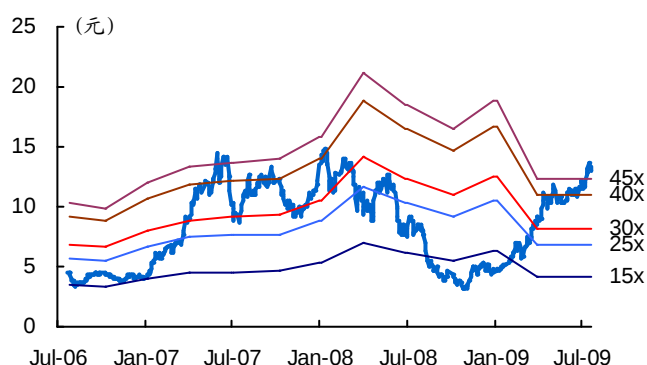
由于 3 季度是公司的销售旺季，4 季度是收到各类财政补贴的主要阶段，我们预计公司下半年的利润状况会好于上半年。

图5：北新建材季度净利润分布情况



数据来源：公司公告，招商证券研发中心

图 6：北新建材历史PE-Band



资料来源：招商证券研发中心

图 7：北新建材历史PB-Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:**1、《北新建材（000786）—营业收入大幅逆势增长，市场开拓力度加大》2009/04/26**

1 季度公司营业收入逆势大幅增长 21.1%，毛利率水平依然稳定在高位，达到 24.3%，但为了加强市场开拓，公司销售费用大幅增长，达 72.5%，EPS 为 0.036 元，扣除非经常性损益后，较去年同期增长 206.0%。维持“强烈推荐-A”的投资评级。

2、《北新建材（000786）—二线城市加快发展，民用市场初露端倪》2009/03/23

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。

3、《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。

4、《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。

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	1607	2076	2476
现金	554	460	200	200	200
交易性投资	97	0	0	0	0
应收票据	12	19	7	9	13
应收款项	390	242	315	422	575
其它应收款	219	82	274	367	500
存货	505	525	503	667	904
其他	361	188	309	411	284
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	5327	6007	6608
流动负债	2432	2239	2342	2595	2555
短期借款	1537	1385	1421	1426	1030
应付账款	330	252	378	502	680
预收账款	106	39	126	167	227
其他	459	563	417	500	618
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	2732	2955	2885
股本	575	575	575	575	575
资本公积金	490	497	497	497	497
留存收益	676	872	1123	1487	2023
少数股东权益	334	332	400	492	628
母公司所有者权益	1741	1944	2195	2560	3095
负债及权益合计	5337	5006	5327	6007	6608

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	143	305	726	645	1102
净利润		241	357	521	766
折旧摊销		0	177	188	199
财务费用		0	80	89	81
投资收益		0	(19)	(25)	(34)
营运资金变动		0	90	(231)	(58)
其它		64	40	102	149
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	(584)	(245)	(702)
借款变动		0	(354)	(24)	(426)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(107)	(156)	(230)
其他		29	(123)	(64)	(47)
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	3422	4587	6254
营业成本	2502	1940	2522	3345	4533
营业税金及附加	8	6	7	9	13
营业费用	159	155	188	252	338
管理费用	187	160	192	257	344
财务费用	88	67	80	89	81
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	19	25	34
营业利润	287	284	452	660	980
营业外收入	31	42	58	74	96
营业外支出	10	4	9	12	16
利润总额	308	322	501	722	1060
所得税	53	30	75	108	159
净利润	255	291	425	613	901
少数股东损益	53	51	68	92	135
母公司所有者净利润	202	241	357	521	766
EPS (元)	0.35	0.42	0.62	0.91	1.33

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	7%	-21%	37%	34%	36%
营业利润	33%	-1%	59%	46%	49%
净利润	31%	19%	49%	46%	47%
获利能力					
毛利率	20.4%	22.3%	26.3%	27.1%	27.5%
净利率	6.4%	9.6%	10.4%	11.4%	12.2%
ROE	11.6%	12.4%	16.3%	20.4%	24.7%
ROIC	7.0%	7.1%	10.3%	13.2%	17.7%
偿债能力					
资产负债率	61.1%	54.5%	51.3%	49.2%	43.7%
净负债比率	44.5%	43.2%	34.0%	29.8%	20.6%
流动比率	0.9	0.7	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.7	0.4	0.5	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.8	0.9
存货周转率	5.1	3.8	4.9	5.7	5.8
应收帐款周转率	8.9	7.9	12.3	12.5	12.5
应付帐款周转率	8.9	6.7	8.0	7.6	7.7
每股资料(元)					
每股收益	0.35	0.42	0.62	0.91	1.33
每股经营现金	0.25	0.53	1.26	1.12	1.92
每股净资产	3.03	3.38	3.82	4.45	5.38
每股股利	0.04	0.07	0.19	0.27	0.40
估值比率					
PE	16.2	13.6	9.2	6.3	4.3
PB	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	23.3	24.0	15.5	11.7	8.7

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

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。