



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图 5：石膏板年产量及增速

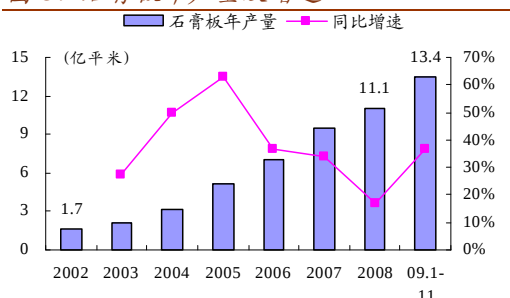


图 6：竞争格局及主要竞争对手对比

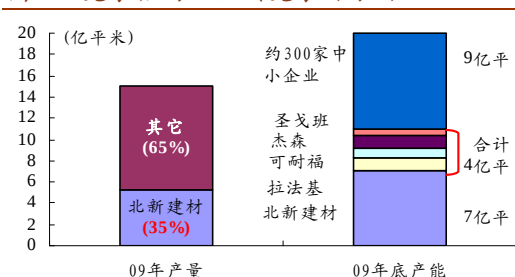


图 7：不同国家人均石膏板使用量对比

(m2)	加拿大	美国	日本	英国	中国	全球平均
石膏板人均用量	13	10	5	3.8	0.8	1.8

图 8：脱硫石膏板成本结构

护面纸	石膏	电费	燃料(煤)	发泡剂	折旧	其他
30%	15%	10%	20%	5%	8%	12%

图 9：面临变革的石膏产业

种类	来源	产量(万吨)	采购成本	主要下游及占比(2009E)
脱硫石膏	火电厂	2150	5500	0~80
磷石膏	磷肥厂	3770	4800	0~60
天然石膏	天然石膏矿	6000	6000	80~150

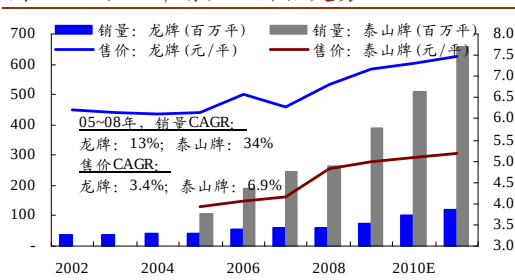
主要下游及占比(2009E)：水泥缓凝剂(30%)；纸面石膏板(15%)；粉刷石膏(15%)；其他(40%)。

图 10：09 年收购的 4 项少数股权

万元	收购股	收购	08年	收购	对合并报表
	权比例	价格	净利润	市盈率	净利润影响
云南泰山	65%	3930	1586	3.8	670
泰安金盾	60%	1360	748	3.0	292
陕西泰山	65%	4289	1506	4.4	636
潍坊奥泰	25%	1296	1253	4.1	204
合计	n.m.	10875	5092	3.9	1,801

注：以上4家公司均为公司持股65%的泰山石膏的子公司

图 11：分品牌销量、价格走势



资料来源：公司资料，中金公司

行业背景：

纸面石膏板：1，行业历史增速：03~08 年国内产量复合增速 39%，主要受益于我国城市化、城镇化趋势及节能减排驱动的应用普及度提升；**2，竞争法则：逐步演绎原料(资源)占有为王。**石膏板属以经销商为主要渠道、具有一定运输半径(500 公里内)的大宗类新型建材，终端需求具较高价格敏感度，成本比拼是关键竞争点。与以天然石膏为原料相比，以脱硫/磷石膏废弃物制作石膏板具明显成本优势(图 9)、受政策扶持(免增值税)，同时产品性能相同而技术/规模壁垒高(单线投资额约亿元)。因其它主要成本项基本趋同，我国火电脱硫石膏废渣排放量的快速增长驱动了石膏板行业**脱硫/磷石膏废渣占有为王**的竞争法则的确立和行业集中度的持续攀升；**3，竞争格局：北新建材一枝独秀，主要源于两项优势。****原料占有占先机：**公司已达成多个区域市场脱硫/磷石膏废渣的独家/优先占有，我们估算随着公司目前在产能全面达产，公司将独占国内约 20%脱硫石膏废渣资源(1100 万吨)，资源垄断性及区域市场排他性将逐步清晰；**双品牌定位差异化：**与主要同行单一品牌所不同，公司 05 年收购并整合泰山石膏后确立了双品牌定位，其中，龙牌石膏板独占高端市场 40%，高营销投入/高定价以牵制外资同行产品定位，压制外资同行扩展空间；泰山牌石膏板则充分发挥成本优势(原料优势/装备优势等)独占中端市场的竞争空白点，从而加速全国性布局及中低端市场整合。

成长持续性：

石膏板产业中长期空间明确。基数低、空间大：我国 08 年人均年消费量仅 0.8 平方米，远低于主要发达国家，达到全球平均水平(3~4 平方米/年)也具有 3~4 倍成长空间；**政策支持：**我国火电占比、高硫煤占比、磷肥产量都远高于全球平均，石膏废弃物污染环境，且完全取代天然石膏仍将有所富余(图 9，石膏产业也因此面临变革)，持续性政策支持符合国家节能减排战略；**路径明确：**1，我国城市化、城镇化趋势持续扩大需求基数；2，从公用建筑向民用建筑、从吊顶向隔墙拓展：随着我国近年开始逐步限制实心粘土砖的使用，同时持续加大新型绿色建材的推广力度(概括为“禁实、限粘、推新”)，我国目前仅约 30%石膏板用于民用建筑、隔墙的格局有望向发达国家石膏板大部分用于民用建筑、80%用于隔墙的格局靠拢。

石膏板业务奠定公司中期成长趋势，外墙新型保温材料带来新长期增长点。石膏板业务上，除目前已经确立的行业竞争格局有助于公司持续推进区域扩张外，公司主要成本项也面临有利因素(参见财务分析)，这使得公司石膏板业务中期成长趋势更为确定；其它业务上，公司金邦板、纤维水泥瓦等新型外墙体节能建材也已逐步渡过孵化期：金邦板项目已于 09 年投产(180 万平产能)，纤维水泥瓦预计年内投产，未来受益于我国建筑节能趋势可能成为新增长点。

财务分析：

毛利率：多因素驱动 09 年大幅改善，2010 年后仍可稳定在约 28~30%。受益于原料成本下滑、石膏板提价、其它内生性改善因素，公司 1~3Q09 毛利率同比大幅攀升 8.2ppt。尽管护面纸、电煤等价格 2010 年出现同比小幅上涨的概率较高，但公司主要成本项仍将面临多项有利因素，包括：石膏废渣的控制公司已占先机且成本下行趋势已经确立，自给率上升有望强化公司对护面纸成本的控制力，装备/工艺改进降低折旧及单位物料消耗，公司生产基地向中西部挺进有望缓解煤电价格。综合看，我们目前预计公司 2010~11 年综合毛利率均为 29.8%，较 09 年同比下滑 0.6ppt。

09 年 4 项少数股权收购预计可增厚 2010 年业绩 4%。泰山石膏 3Q09 收购了 4 家子公司的少数股权(图 10)，预计可增厚 2010 年业绩约 4%。

北京基地搬迁或带来非经常性损益，暂未纳入盈利模型。公司北京基地 2010 年将实施搬迁，我们判断搬迁补偿将足以覆盖搬迁涉及的各种显性、隐性成本从而导致一次性收益，但暂未纳入盈利模型。

图 12: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

北新建材 损益表 (人民币百万)							
000786	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入	2,132	2,935	3,143	2,496	3,233	4,041	5,230
销售成本及税金	-1,770	-2,362	-2,509	-1,946	-2,260	-2,849	-3,686
营业费用	-111	-147	-159	-155	-200	-246	-319
管理费用	-104	-157	-187	-160	-204	-255	-329
EBIT	169	294	375	351	565	693	889
EBITDA	285	439	490	465	720	864	1,078
财务费用	-55	-79	-88	-67	-127	-122	-117
投资收益	22	62	111	131	12	12	8
其他损益项	62	-32	-3	24	0	11	1
所得税	-13	-17	-53	-30	-59	-74	-99
少数股东损益	-42	-49	-53	-51	-116	-126	-155
归属于股东的净利润	120	154	202	241	279	392	535

北新建材 资产负债表 (人民币百万)							
000786	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
现金	534	680	554	460	433	108	156
应收帐款	393	313	390	242	399	498	645
预付帐款	142	317	351	188	221	288	399
存货	369	468	505	525	555	700	906
其他流动资产	282	237	337	101	118	142	173
流动资产	1,720	2,015	2,138	1,517	1,725	1,736	2,279
固定资产	2,304	2,159	2,308	2,861	2,995	3,394	3,699
长期投资	381	564	556	250	250	250	250
其他长期资产	130	162	335	379	406	432	458
长期资产	2,814	2,886	3,199	3,490	3,651	4,077	4,407
资产总额	4,534	4,901	5,337	5,006	5,376	5,813	6,686
短期借款	1,303	948	1,537	1,385	1,685	1,685	1,685
各项应付款	583	693	656	394	551	694	898
应交税费	6	18	37	-1	-1	-2	-2
应付职工薪酬	26	46	42	35	41	52	67
其他流动负债	198	455	160	426	242	53	69
流动负债	2,116	2,159	2,432	2,239	2,518	2,482	2,716
长期借款	542	780	800	391	191	191	191
其他长期负债	28	25	31	100	100	100	100
长期负债	570	805	830	491	291	291	291
负债总额	2,685	2,964	3,262	2,730	2,809	2,773	3,007
少数股东权益	381	351	334	332	381	499	640
股本	575	575	575	575	575	575	575
公积金及未分配利润	893	1,011	1,166	1,369	1,611	1,966	2,463
股东权益	1,468	1,586	1,741	1,944	2,186	2,541	3,038
负债及股东权益	4,534	4,901	5,337	5,006	5,376	5,813	6,686

北新建材 现金流量表 (人民币百万)							
000786	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	120	154	202	241	279	392	535
折旧/摊销	116	145	116	114	154	171	189
运营资本变化	-203	-100	-221	-38	-68	-172	-260
其他项	75	66	46	-13	231	236	263
经营活动现金流	108	266	143	305	597	627	727
固定资产投资	-440	-272	-442	-656	-306	-590	-517
其他投资活动	104	155	14	229	2	6	6
投资活动现金流	-337	-117	-428	-427	-304	-585	-511
股权融资	37	-	-	-	-	-	-
借款变动	515	158	348	173	-89	-200	-
其他融资活动	-222	-211	-207	-182	-232	-168	-167
融资活动现金流	330	-53	141	-8	-321	-367	-167
现金(等价物)变化	102	96	-145	-131	-28	-325	49

历史股价表现							
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年	
行业板块	-2%	-6%	0%	0%	193%	28%	
行业板块	工业	工业	二级行业	二级行业	金属、非金属	金属、非金属	
第一大股东	中国建材股份	中国建材股份	持股比率	持股比率	52.4%	52.4%	
总市值	86.3 亿元	86.3 亿元	流通市值	流通市值	86.3 亿元	86.3 亿元	
发行股数	5.75 亿股	5.75 亿股	股票现价	股票现价	15.00 元	15.00 元	

成长性分析							
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入	39%	38%	7%	-21%	30%	25%	29%
销售毛利	66%	58%	11%	-13%	76%	23%	30%
EBITDA	86%	54%	12%	-5%	55%	20%	25%
EBIT	134%	74%	27%	-6%	61%	23%	28%
净利润	39%	28%	31%	19%	16%	40%	37%

盈利能力分析							
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
毛利率	17.0%	19.5%	20.2%	22.0%	30.1%	29.5%	29.5%
营业费用率	5.2%	5.0%	5.0%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%
管理费用率	4.9%	5.4%	6.0%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%
EBITDA利润率	13.4%	15.0%	15.6%	18.6%	22.3%	21.4%	20.6%
EBIT利润率	7.9%	10.0%	11.9%	14.0%	17.5%	17.2%	17.0%
净利润率	7.6%	6.9%	8.1%	11.7%	12.2%	12.8%	13.2%

偿债能力分析							
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
流动比率	0.81	0.93	0.88	0.68	0.69	0.70	0.84
速动比率	0.62	0.72	0.67	0.44	0.46	0.42	0.51
现金比率	12%	14%	10%	9%	8%	2%	2%
资产负债率	59%	60%	61%	55%	52%	48%	45%
有息债务/权益	106%	91%	116%	99%	84%	65%	53%
净债务/权益	77%	55%	84%	79%	67%	61%	49%
利息覆盖倍数	3	3	3	4	3	4	6

杜邦分析							
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净资产收益率	11.0%	12.8%	14.6%	15.0%	18.1%	20.4%	22.7%
= 总资产收益率	3.6%	4.2%	4.8%	5.8%	7.4%	8.9%	10.3%
× 总资产/净资产	3.09	3.09	3.07	2.57	2.46	2.29	2.20
= 销售净利率	7.6%	6.9%	8.1%	11.7%	12.2%	12.8%	13.2%
× 资产周转率	0.47	0.60	0.59	0.50	0.60	0.70	0.78
× 总资产/净资产	3.09	3.09	3.07	2.57	2.46	2.29	2.20

回报率分析							
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
投入资本回报率	6.7%	7.4%	8.8%	10.5%	13.8%	15.5%	17.4%
资本回报率	11.0%	12.8%	14.6%	15.0%	18.1%	20.4%	22.7%
加权平均资本成本	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%

每股指标							
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益	0.21	0.27	0.35	0.42	0.49	0.68	0.93
每股经营性现金	0.43	0.46	0.25	0.53	1.04	1.09	1.26
每股股息	0.07	0.08	0.04	0.07	0.07	0.07	0.07
每股净资产	2.55	2.76	3.03	3.38	3.80	4.42	5.28

估值分析							
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
市盈率	71.8	55.9	42.7	35.9	30.9	22.0	16.1
市净率	5.9	5.4	5.0	4.4	3.9	3.4	2.8
股价/每股经营性现金流	79.7	32.4	60.4	28.3	14.5	13.8	11.9
红利收益率	0.5%	0.5%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
DCF估值(RMB)	21.00	21.00	21.00	21.00	21.00	21.00	21.00
目标股价(RMB)	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
目标市盈率				56.9	47.8	41.2	29.4
目标市净率				6.6	5.9	5.3	4.5

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。