

产能快速扩张，具备长期优势

北新建材 2009 年年报点评

报告关键点：

- 产能快速扩张，利用率有待上升
- 同时具备环保与成本优势

报告摘要：

- 北新建材公布了2009年年报，公司实现营业收入32.75亿元，同比增长31.20%；实现净利润3.22亿元，同比增长33.77%，基本每股收益0.56元，利润分配预案每10股派发现金红利1.2元。
- 2009年主营业务毛利率水平高于我们此前的预期，但业绩略低于预期，我们认为主要原因是公司2009年大量产能释放，宁海、太仓、肇庆、武汉、铁岭等地实现投产，子公司泰山石膏也有包头、衡水项目也已正式投产，新线的产能利用率还需要销售的逐步拉动；此外，持有65%股权比例的子公司泰山石膏于2009年下半年对孙公司“云南泰山”、“泰安金盾”、“陕西泰山”以及“潍坊奥泰”进行了股权回购，泰山石膏收入利润规模的迅速增长，使得上市公司少数股东权益占比在2009年下半年同比出现大幅上升，投资收益相应有所回落。
- 公司2009年主营业务毛利率较上年增长的主要原因原燃材料采购价格较2008年有所降低，以及新生产线的逐步投产后，产品平均运输半径有所下降，物流成本有所降低。此外，公司加大了节能降耗的措施力度，制造成本进一步降低。
- 公司目前在太仓二期、泰山河南偃师和安徽铜陵生产线基本完成建设；在建生产线尚有河北故城、山东平邑、江苏句容、广东惠州、江西丰城、湖北荆门二线等项目。截至2009年底，公司已投产、试产和已签约在建的纸面石膏板生产线合计达到43条，总产能规模达10.39亿平米。
- 随着公司在市场占有率以及品牌价值的提升，以及以脱硫石膏为主要原料的生产方式的推进，其技术及成本优势将在相对较长的时间内持续推升公司的盈利能力。考虑新产能的产能利用率的逐步提升，公司明年业绩仍有望保持约30%的复合增长率。我们小幅调整公司的盈利预测，2010-2012的EPS分别为0.74、0.98、1.26元，考虑公司的新型环保建材概念在未来产业发展中的优势地位，给予2010年25倍PE，调低评级至“增持-B”，6个月目标价18.5元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,496.1	3,275.0	4,355.9	5,518.9	6,900.5
Growth(%)	-20.6%	31.2%	33.0%	26.7%	25.0%
净利润	240.6	321.8	425.6	566.3	725.7
Growth(%)	19.1%	33.8%	32.2%	33.1%	28.1%
毛利率(%)	22.3%	30.9%	29.2%	29.1%	29.2%
净利润率(%)	9.6%	9.8%	9.8%	10.3%	10.5%
每股收益(元)	0.42	0.56	0.74	0.98	1.26
每股净资产(元)	3.96	4.75	5.62	6.75	8.20
市盈率	40.4	30.2	22.8	17.2	13.4
市净率	4.3	3.6	3.0	2.5	2.1
净资产收益率(%)	12.8%	16.9%	18.6%	20.3%	21.4%
ROIC(%)	10.3%	13.5%	17.2%	19.1%	21.2%
EV/EBITDA	25.7	15.3	12.6	10.2	8.2
股息收益率	0.2%	0.0%	0.9%	1.2%	1.5%

评级：
增持-A

上次评级： 买入-B

目标价格：
18.5 元

期限： 6 个月 上次预测： 18.30 元

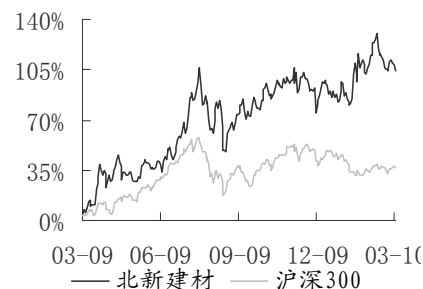
现价： 16.90 元

报告日期：
2010-03-25

市场数据

总市值(百万元)	9,720.04
流通市值(百万元)	9,718.96
总股本(百万股)	575.15
流通股本(百万股)	575.09
12 个月最高/最低	8.14/18.92 元
十大流通股股东(%)	68.49%
股东户数	40,424

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(4.68)	8.08	67.65
绝对收益	(5.15)	3.76	104.10

研究员

石磊	首席行业分析师
021-68765916	shilei@essence.com.cn
王天睿	助理行业分析师
021-68765363	wangtr@essence.com.cn
李孔逸	行业分析师
0755-82558026	liky@essence.com.cn

前期研究成果

北新建材：石膏板毛利率大幅提升致盈利超预期	2009-08-19
北新建材：盈利改善趋势明显，主业大幅增长	2009-04-27
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 2010-3-24

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,496.1	3,275.0	4,355.9	5,518.9	6,900.5	成长性					
减: 营业成本	1,939.7	2,262.7	3,083.3	3,913.8	4,882.7	营业收入增长率	-20.6%	31.2%	33.0%	26.7%	25.0%
营业税费	6.3	8.8	10.9	13.8	17.3	营业利润增长率	-1.1%	87.4%	22.1%	30.8%	31.0%
销售费用	155.1	191.3	267.9	333.9	414.0	净利润增长率	19.1%	33.8%	32.2%	33.1%	28.1%
管理费用	160.3	193.3	278.8	342.2	414.0	EBITDA 增长率	-3.2%	62.6%	24.0%	24.4%	25.6%
财务费用	67.0	71.6	79.2	68.3	62.8	EBIT 增长率	-6.4%	72.0%	20.7%	26.0%	28.1%
资产减值损失	14.6	19.3	-9.1	1.8	1.6	NOPLAT 增长率	4.6%	49.3%	24.9%	26.6%	25.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.2%	-2.0%	14.1%	13.2%	12.6%
投资和汇兑收益	130.6	3.5	4.0	4.0	4.0	净资产增长率	9.7%	20.1%	18.2%	20.2%	21.5%
营业利润	283.6	531.6	648.9	849.1	1,112.0	利润率					
加: 营业外净收支	38.1	11.6	40.0	55.0	60.0	毛利率	22.3%	30.9%	29.2%	29.1%	29.2%
利润总额	321.8	543.1	688.9	904.1	1,172.0	营业利润率	11.4%	16.2%	14.9%	15.4%	16.1%
减: 所得税	30.4	79.8	89.6	117.5	164.1	净利润率	9.6%	9.8%	9.8%	10.3%	10.5%
净利润	240.6	321.8	425.6	566.3	725.7	EBITDA/营业收入	18.3%	22.7%	21.1%	20.7%	20.8%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	14.0%	18.4%	16.7%	16.6%	17.0%
货币资金	460.4	651.1	505.0	365.6	441.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	297	278	243	215	190
应收帐款	324.2	303.9	393.8	514.1	680.6	流动营业资本周转天数	88	34	13	26	35
应收票据	18.6	10.5	29.8	37.8	47.3	流动资产周转天数	264	195	179	162	160
预付帐款	188.5	390.7	421.6	460.7	509.5	应收帐款周转天数	46	26	22	23	24
存货	524.9	681.3	927.8	1,284.8	1,736.5	存货周转天数	75	67	67	72	79
其他流动资产	-0.0	0.0	10.8	22.4	36.3	总资产周转天数	746	605	519	453	410
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	537	430	343	307	278
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	250.5	211.8	221.5	221.3	221.3	ROE	12.8%	16.9%	18.6%	20.3%	21.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.8%	7.7%	9.1%	10.8%	12.0%
固定资产	2,283.2	2,768.2	3,116.6	3,472.7	3,793.1	ROIC	10.3%	13.5%	17.2%	19.1%	21.2%
在建工程	577.4	529.6	475.7	473.0	471.1	费用率					
无形资产	308.0	378.7	381.4	384.0	386.4	销售费用率	6.2%	5.8%	6.2%	6.1%	6.0%
其他非流动资产	70.5	67.8	75.4	78.5	79.2	管理费用率	6.4%	5.9%	6.4%	6.2%	6.0%
资产总额	5,006.3	5,993.7	6,559.6	7,314.8	8,402.9	财务费用率	2.7%	2.2%	1.8%	1.2%	0.9%
短期债务	1,385.2	1,383.9	1,182.9	1,090.1	890.0	三费/营业收入	15.3%	13.9%	14.4%	13.5%	12.9%
应付帐款	287.3	457.0	642.0	804.2	1,003.3	偿债能力					
应付票据	103.5	190.8	253.4	321.7	401.3	资产负债率	54.5%	54.4%	50.8%	46.9%	43.9%
其他流动负债	72.8	108.5	180.7	291.1	429.1	负债权益比	119.9%	119.2%	103.0%	88.4%	78.2%
长期借款	391.0	358.3	208.3	208.3	258.3	流动比率	0.68	0.72	0.76	0.86	1.04
其他非流动负债	99.7	83.8	100.0	105.8	112.7	速动比率	0.44	0.48	0.45	0.45	0.52
负债总额	2,729.6	3,259.9	3,329.0	3,432.9	3,686.4	利息保障倍数	5.24	8.43	9.20	13.43	18.72
少数股东权益	332.4	494.4	650.8	849.1	1,103.1	分红指标					
股本	575.2	575.2	575.2	575.2	575.2	DPS(元)	0.04	-	0.15	0.20	0.25
留存收益	1,369.2	1,664.2	2,004.6	2,457.7	3,038.3	分红比率	8.4%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,276.7	2,733.7	3,230.6	3,881.9	4,716.5	股息收益率	0.2%	0.0%	0.9%	1.2%	1.5%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	291.3	463.3	425.6	566.3	725.7	EPS(元)	0.42	0.56	0.74	0.98	1.26
加: 折旧和摊销	114.5	149.3	191.6	227.0	262.4	BVPS(元)	3.96	4.75	5.62	6.75	8.20
资产减值准备	14.6	19.3	-9.1	1.8	1.6	PE(X)	40.4	30.2	22.8	17.2	13.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	3.6	3.0	2.5	2.1
财务费用	104.1	74.9	73.8	79.2	68.3	P/FCF	-22.6	188.8	-28.0	-37.5	-131.1
投资收益	-130.6	-3.5	-4.0	-4.0	-4.0	P/S	3.9	3.0	2.2	1.8	1.4
少数股东损益	50.7	141.5	173.8	220.2	282.2	EV/EBITDA	25.7	15.3	12.6	10.2	8.2
营运资金的变动	-62.2	673.4	-58.9	-189.9	-267.3	PEG(%)	39.2%	29.6%	27.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	304.5	785.4	798.1	889.9	1,063.5	CAGR(%)	1.0	1.0	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-426.8	-724.2	-495.6	-583.0	-581.0	ROIC/WACC	1.1	1.4	1.8	2.0	2.2
融资活动产生现金流量	29.1	129.6	-389.2	-424.3	-378.1	REP	2.8	2.1	1.5	1.2	0.9

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。

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007年7月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010年1月起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	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@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