

分析师:	刘元瑞, 邹戈	(8621)68751757	zouge@cjsc.com.cn	执业证书编号:	S0490209080266
联系人:	周旭辉	(8621)68751757	zhouxuhui1007@gmail.com		

业绩稳步增长，持续成长可期——北新建材 10 年 1 季报点评

事件描述

北新建材今日发布 10 年一季报，其主要内容为：

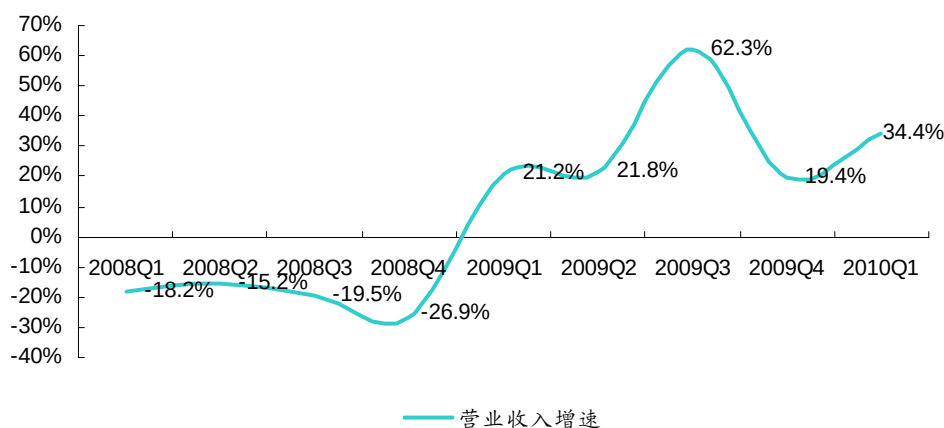
- 报告期内公司实现营业收入 71122.6 万元，同比增长 34.4%；
- 实现归属于母公司的净利润 2522.13 万元，同比增长 23.5%；
- 实现每股收益 0.044 元，扣除非经常性损益后的每股收益 0.044 元，同比分别增长 22.2%、22.2%。

事件评论

第一，公司加快在全国布局，规模扩张带来营收持续增长

- 随着石膏板全国产业布局的实施，公司业务规模逐渐扩大。09年以来，相继有浙江宁波、江苏太仓、广东肇庆、四川广安、辽宁铁岭和湖北武汉六条共计1.8亿平米的生产线投产，规模的扩张一方面带来产量和营业收入的增长，另一方面将继续增强公司在行业的垄断地位。

图 1：营业收入增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1：石膏板生产线（万平米）

生产地点	产能	附注	生产地点	产能	附注
北京	2000		浙江宁波	3000	09.04 投产

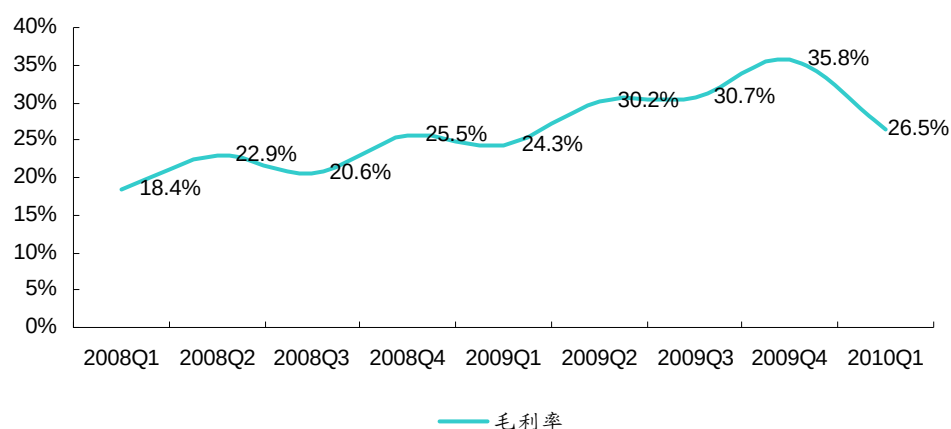
河北秦皇岛	2000		江苏太仓一期	3000	09.07 投产
河北平山	3000		广东肇庆	3000	09.09 投产
新疆天山	1000		四川广安	3000	09.09 试产
江苏邳州	2500		辽宁铁岭	3000	09.09 试产
大阪城	1000		湖北武汉	3000	09.09 试产
云南曲靖	2000		浙江嘉兴	3000	08.08 开工
山东枣庄	3000	04.11 试产	四川成都	3000	在建
山东潍坊	3000	05 年投产	山东枣庄	3000	在建
湖北荆门	2000	05 年投产	重庆江津	3000	在建
江苏江阴	6000	06 年投产	河北故城	3000	09.06 开工
河北涿州	5000	07.10 投产	江苏太仓二期	3000	09.07 开工
重庆江津	2000	06 年开工	河南偃师	3000	09.08 开工
山西潞城	2200	06 年开工	安徽铜陵	3000	09.08 开工
辽宁阜新	4000	06 年开工	江西丰城	3000	09.08 开工
湖南湘潭	3000	07 年开工	广东惠州	3000	09.08 开工
浙江温州	3000	07 年开工	河北青县	3000	09.08 开工
河南洛阳	5000	07 年开工	江苏镇江	6000	09.12 开工
河北华澳	3000	07 年开工	江苏南通	3000	09.12 开工
湖南铜陵	5000	08 年开工	宁夏银川	3000	09.12 开工
内蒙包头	3000	08 年开工	湖北荆门	3000	09.12 开工

数据来源：公司公告，长江证券研究部

第二，在美废和煤价上涨的情况下，公司毛利率同比仍保持上涨

10 年 1 季度，公司毛利率为 26.5%，环比虽然大幅下滑，但是同比仍高于去年同期。

图 2：毛利率环比下滑，同比仍高于去年同期

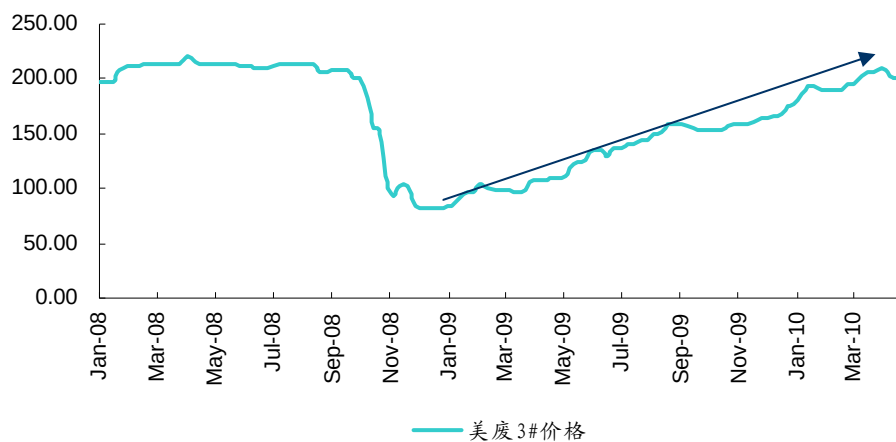


资料来源：公司公告，长江证券研究部

毛利率的环比下滑主要有两个原因：

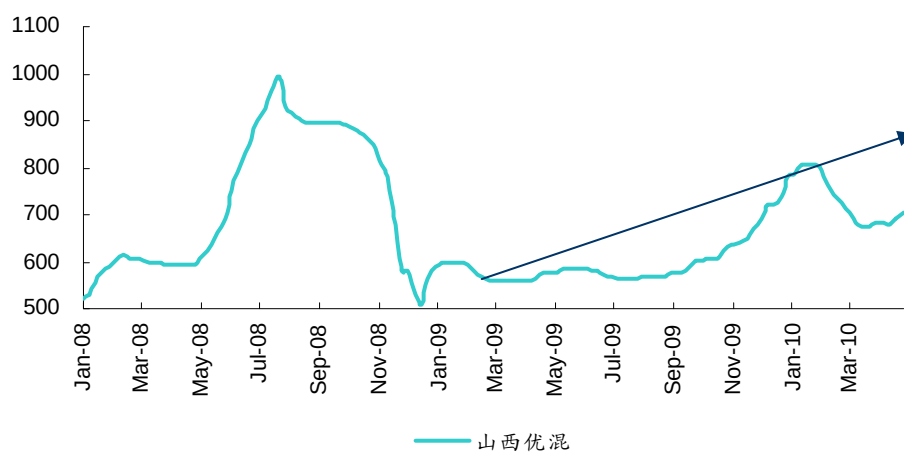
- 1 季度本来就是全年的淡季，毛利率要低于全年最旺的 4 季度
- 1 季度废纸和煤炭价格仍在上涨，导致这块的生产成本上升：美废自去年年初以来处于持续的上涨通道中，去年一季度均价仅 96 美元/吨，四季度 161 美元/吨，今年一季度已涨至 195 美元/吨；秦皇岛中转地煤价，我们以山西优混为例，去年一季度均价仅 577 元/吨，四季度 675 元/吨，今年一季度已涨至 743 元/吨。

图 3：美废持续涨价



资料来源：wind，长江证券研究部

图 4：煤炭价格持续上涨



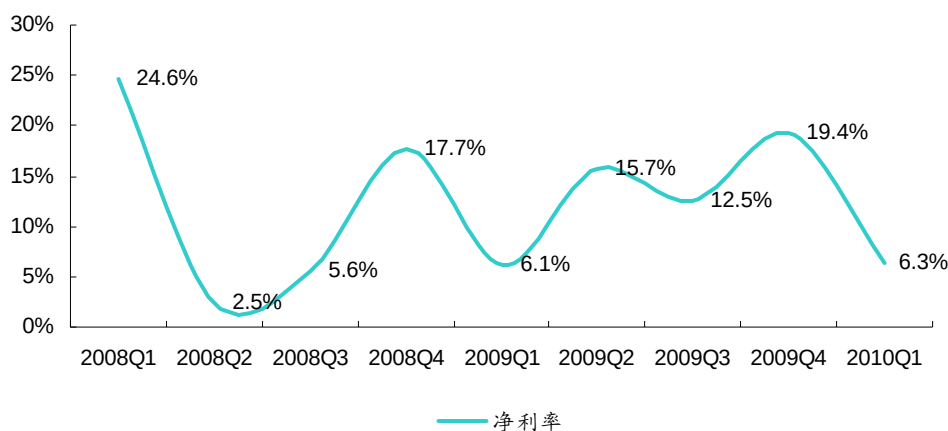
资料来源：wind，长江证券研究部

但是我们也应该看到，和去年一季度相比，在美废和煤价同比大幅上涨的情况下，毛利率仍高于去年，显示公司利用脱硫石膏对成本的下降，而我们认为未来几年，火电脱硫仍将产生大量脱硫石膏工业废料，公司在原材料成本上的下降将是持续的。

第三， 净利率率同比保持上升

公司持续扩张，加大了管理费用率，但是总体来说，公司 1 季度净利率达到 6.3%，同比高于去年。

图 5：公司净利率同比略高于去年同期

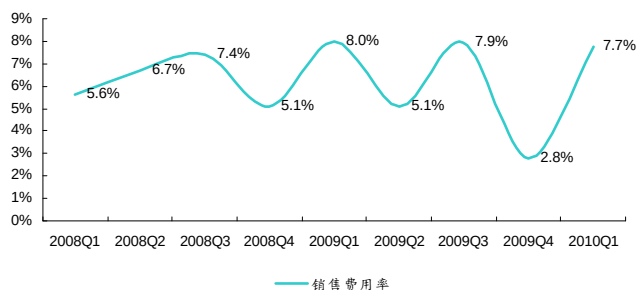


资料来源：公司公告，长江证券研究部

销售费用虽然比上年同期增长 29.77%，主要是因为公司规模扩大，增加了销售人员和运费等各项费用，销售费用率同比还略有下降（由 8.02% 下降至 7.74%）；

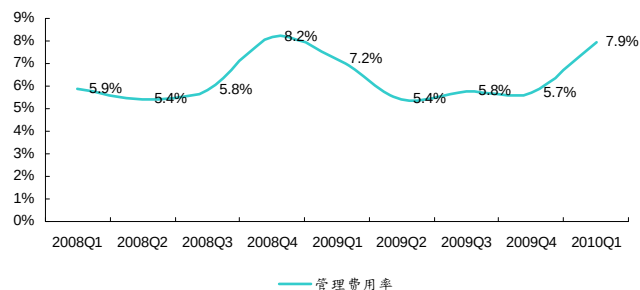
管理费用比上年同期增长了 48.06%，增长的主要原因是：随着石膏板全国产业布局，设立新公司，员工人数增加、员工薪酬提高导致人工成本增加；新公司的日常运营费用、折旧费以及土地房产的相关税费增加；公司加大新产品的研发力度导致研发费用增加；管理费用比去年同期增加了 0.73 个百分点。

图 6：销售费用率低于去年同期



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 7：管理费用率上升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

第四， 市场对公司受房地产政策的影响可能担忧过度。

目前，受房地产调控政策影响，房地产下游的建材行业均大幅调整。市场普遍担心房地产对石膏板市场的影响，我们认为这种担忧可能有些过度：此次房地产政策主要调控对象是住宅市场，对公共建筑的影响相对较小，而目前石膏板主要运用在公共建筑中（占比 70% 以上），如学校、图书馆、体育馆、银行、酒店、写字楼等，这些市场受政策影响较小。

图 8：石膏板产量一季度保持较高增速



资料来源：wind，长江证券研究部

第五， 我们看好公司的持续成长性。

■ 首先，石膏板仍处于成长期，未来从公用向民用，从吊顶到隔墙的推广应用值得期待。

在发达国家广泛运用在住宅装修中，占比为 80%，公共建筑（包括酒店、银行、医院、学校、机场等）占比为 20%，国内住宅装修市场仅占 20%，公共建筑占比为 80%；而从 08 年我国房地产施工面积来看，住宅占比为 79%，市场潜力巨大。

国外广泛运用于隔墙中，占比为 80%，用于吊顶不到 20%；而国内占 70% 以上的石膏板用于吊顶，不到 30% 用于隔墙。而隔墙是房屋基础性架构，其面积远远大于吊顶。

我们认为石膏板向民用市场推广是个长期的持续的过程，目前市场仍未到饱和地步。

■ 其次，未来政策推广可能会更加强力。

一方面，目前国家强调的经济结构调整将推动建材行业走入低碳时代，促进纸面石膏板行业的快速发展；另一方面，2005 年，国务院办公厅《关于进一步推进墙体材料革新和推广节能建筑的通知》提出，“2010 年底，全国所有城市都要禁止使用实心粘土砖”。发展新型墙体材料替代大量的实心黏土砖，具有保护耕地、节约能源、利用废渣、治理环境污染、改善建筑功能等重大社会经济效益。随后，国家和各地方政府加大了淘汰实心粘土砖的力度，08 年以来，全国多个省份又陆续出台了禁止或限制使用空心粘土砖的政策。纸面石膏板在节能降耗、环境保护方面性能卓越，是取代实心粘土砖最理想、最经济的墙体材料之一，未来我国可能会出台进一步的建筑节能政策，推广石膏板的应用。

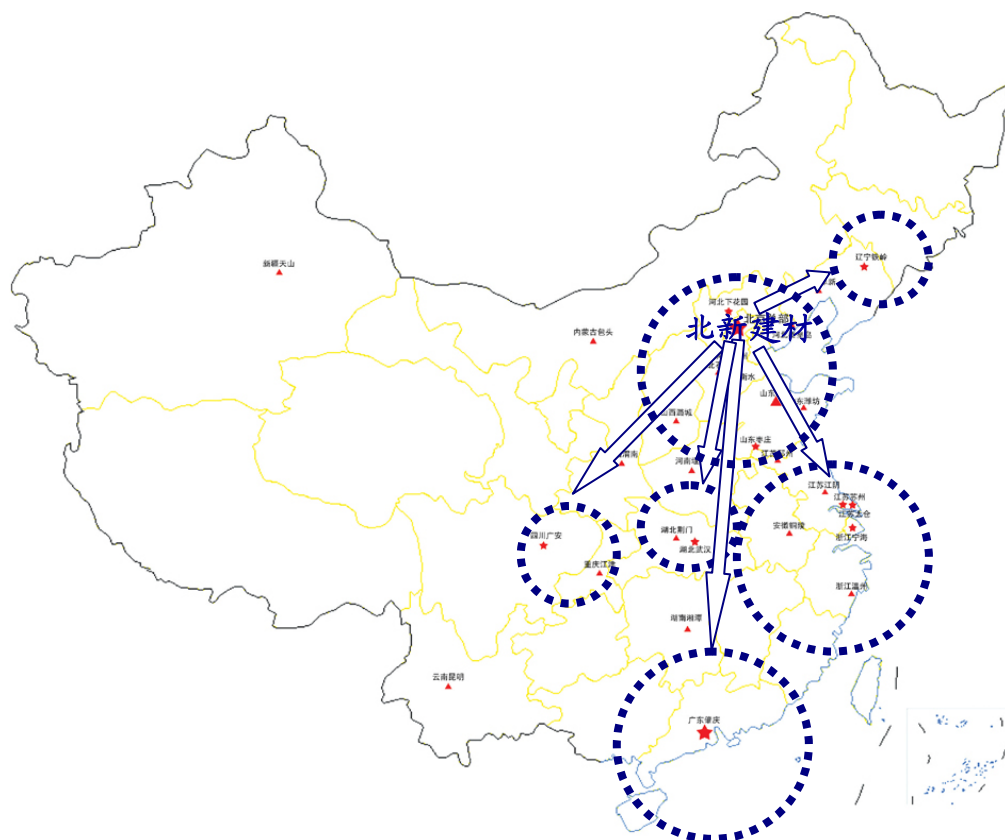
■ 再次，公司未来几年的产能扩张非常快速，公司在全国范围内的布局将持续稳固其在行业的垄断地位

公司快速推进全国石膏板产业布局规划和基地建设。河北故城纸面石膏板项目已开工建设，山东平邑、江苏句容纸面石膏板生产线项目也在快速推进。同时，公司控股子公司泰山石膏股份有限公司项目建设进展顺利。河南偃师和安徽铜陵纸面石膏板生产线项目已基本完成项目建设任务进入调试阶段；广东惠州、江西丰城、湖北荆门二线项目已进入建设阶段；泰安市年产 10 万吨石膏板护面纸生产线项目也已奠基开工。由于石膏板存在运输半径，生产基地更贴近消费市场，将进一步降低运输成本，而且公司在布局全国的同时，也在占领脱硫石膏资源，这些都将持续节省成本费用。

公司全面占领全国各地和细分行业的地标建筑和重点工程，并与各地主要的建筑公司和装修公司结为战略合作伙伴取

得显著成效的基础上，占领全国各地各市场的主流经销渠道取得重大突破，未来公司的市场控制力将进一步提高。

图 9：北新建材产能扩张图



资料来源：公司网站，长江证券研究部

第六，我们维持北新建材的“推荐”评级。

我们预计公司2010年~2012年EPS 分别为0.717、1.021、1.353元，对应的PE分别为19.25、13.51、10.20，鉴于公司规模持续扩张、垄断能力不断加强以及石膏板的市场推广可能超预期，我们维持“推荐”的投资评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3275	4233	5229	7073	货币资金	651	423	523	707
营业成本	2263	2949	3544	4858	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1012	1284	1685	2215	应收账款	304	393	485	656
% 营业收入	30.9%	30.3%	32.2%	31.3%	存货	681	888	1067	1463
营业税金及附加	9	11	14	19	预付账款	391	509	612	839
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	191	246	303	410	流动资产合计	2038	2227	2704	3688
% 营业收入	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	193	250	309	417	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	长期股权投资	212	212	212	212
财务费用	72	79	64	38	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.2%	1.9%	1.2%	0.5%	固定资产合计	1244	1820	2037	2177
资产减值损失	19	15	15	28	无形资产	379	360	342	325
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	24	24	24	24
投资收益	3	0	0	0	递延所得税资产	20	2	2	4
营业利润	532	684	980	1302	其他非流动资产	2078	2078	2078	2078
% 营业收入	16.2%	16.2%	18.7%	18.4%	资产总计	5994	6723	7398	8508
营业外收支	12	12	12	12	短期贷款	1458	1250	795	113
利润总额	543	696	991	1313	应付款项	548	714	858	1176
% 营业收入	16.6%	16.4%	19.0%	18.6%	预收账款	52	67	82	111
所得税费用	80	102	146	193	应付职工薪酬	20	27	32	44
净利润	463	594	846	1120	应交税费	36	47	66	87
归属于母公司所有者的净利润	321.8	412.3	587.5	778.1	其他流动负债	704	916	1105	1512
少数股东损益	142	181	258	342	流动负债合计	2818	3019	2937	3044
EPS (元/股)	0.56	0.72	1.02	1.35	长期借款	358	358	358	358
现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	785	913	1259	1591	递延所得税负债	4	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	80	80	80	80
收回现金	6	0	0	0	负债合计	3260	3457	3375	3481
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	2239	2590	3089	3750
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-644	-792	-552	-571	少数股东权益	494	676	934	1276
其他	-80	0	0	0	股东权益	2734	3265	4023	5027
投资活动现金流净额	-724	-792	-552	-571	负债及股东权益	5994	6723	7398	8508
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	27	0	0	0	EPS	0.560	0.717	1.021	1.353
银行贷款增加 (减少)	241	-208	-455	-681	BVPS	3.89	4.50	5.37	6.52
筹资成本	139	-141	-152	-155	PE	24.66	19.25	13.51	10.20
其他	-278	0	0	0	PEG	0.72	0.56	0.39	0.30
筹资活动现金流净额	130	-349	-607	-836	PB	3.54	3.06	2.57	2.12
现金净流量	191	-228	100	184	EV/EBITDA	12.12	9.14	6.13	4.31
					ROE	14.4%	15.9%	19.0%	20.7%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

周旭辉，复旦大学管理学院企业管理系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。