

强烈推荐-A (维持)**北新建材 000786.SZ**

目标估值: 19.00 元

当前股价: 15.55 元

2010 年 11 月 10 日

有估值修复的需要**基础数据**

上证综指	3135
总股本(万股)	57515
已上市流通股(万股)	57509
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	89
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	15.6
资产负债率	58.4%
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	29	-1
相对表现	1	4	-2

**相关报告**

1、《北新建材-朝阳产业龙头，蓄势蓬勃》，2009/3

王晶晶

0755-82943246

wangjj@cmschina.com.cn

S1090209090314

过去一年股价是以时间换空间的盘整表现，这让我们重新审视：公司是否还是那个原来我们所认为的 **tenbagger**？我们近日调研了公司，认为其长期发展的空间并没有发生改变，需求的年增长仍维持在 30% 左右，当前估值是 2010 年 20 倍左右，目前时点上存在估值修复的需要。

- **石膏板行业增长空间并未发生变化。**由于石膏板保温节能、轻质、舒适、耐火、易施工的特点，其在室内加大使用的趋势是一种必然。空间上，我们看到美国的人均消费面积是 10 平米，日本是 5 平米，中国是不到 2 平米；从每平米完工面积使用看，美国在 6-8 平米，日本在 6-10 平米，中国是 2 平米。当然将后来的需求分布会转化为新增和翻新需求，翻新比例会上升。
- **北新建材的布局优势和品牌优势越发明显。**公司 09 年底产能规模 7.2 亿平，国内市场占有率在 30% 左右，是亚洲最大石膏板生产商。在行业平均增长 10-20% 的情况下，公司销量依然能保持 30% 以上的增长，我们认为这与其强劲的产能扩张、龙牌泰山的品牌策略相关。公司与优势电厂战略合作，每年新增产能预计在 2 亿平米左右，与此同时，我们仍较难看到主要竞争对手大幅扩张的身影。
- **民用市场的推广循序渐进，保障房需求锦上添花。**我们认为市场原先对于民用的需求增长期望可能有点好高骛远，我们看到在美国石膏板行业的发展过程中，60 年代对耐火性能的认识、70 年代对产业化住宅中的使用认识、此后对于舒适性的认识、以及脱硫石膏的使用是重要的节点。我们看到北新在这些事情上都在做着重要的努力。此前媒体公布过北新与大同政府签订一个亿左右的合同，我们判断虽然盈利水平略低，但这也是品牌战略的重要方面。
- **维持“强烈推荐-A”的投资评级。**基于市场空间和公司竞争优势的判断，我们认为公司能较长时间维持一个 20-30% 的增长，石膏板节能、固废利用的特点应当在十二五中得到体现。原材料美废的价格在 6 月后基本维持一个平稳的态势，问题石膏事件将逐步淡去；目前 2010 年估值在 20 倍左右，首先存在修复的必要，其次要等待催化剂的出现，如政府补贴、脱硫石膏政策等。给予 2011 年 20 倍的目标估值，目标价为 19 元。风险在于地产销量长期萎缩，原材料价格暴涨。

财务数据与估值

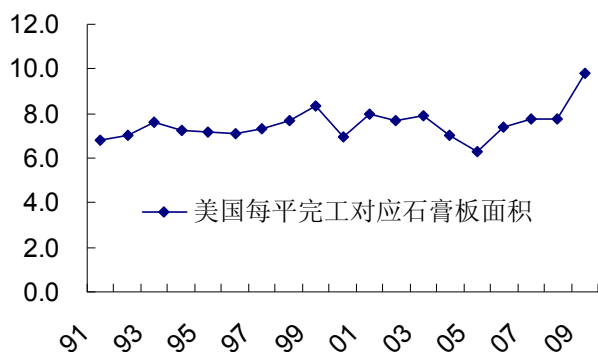
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2496	3275	4471	5912	7655
同比增长	-21%	31%	37%	32%	29%
营业利润(百万元)	284	532	617	843	1165
同比增长	-1%	87%	16%	37%	38%
净利润(百万元)	241	322	409	532	728
同比增长	19%	34%	27%	30%	37%
每股收益(元)	0.42	0.56	0.71	0.92	1.27
PE	35.9	26.8	21.1	16.2	11.9
PB	4.4	3.9	3.4	3.0	2.5

资料来源：招商证券

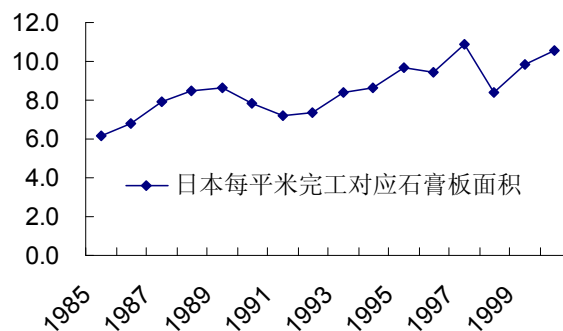
表 1: 分产品收入

	2008	2009H	2009	2010H
泰山	控股 65%			
销量(亿平)	2.6	1.6	4.0	2.2
收入(亿元)	12.6	8.1	20.4	11.1
净利润(亿元)	1.6		3.6	
龙牌				
销量(亿平)	0.6	0.3	0.7	0.4
收入(亿元)	4.1	2.5	5.1	2.9
石膏板收入占比	67%	77%	78%	77%
其他产品				
收入(亿元)	8.2	3.1	7.2	4.1
总收入(亿元)	25.0	13.7	32.8	18.1

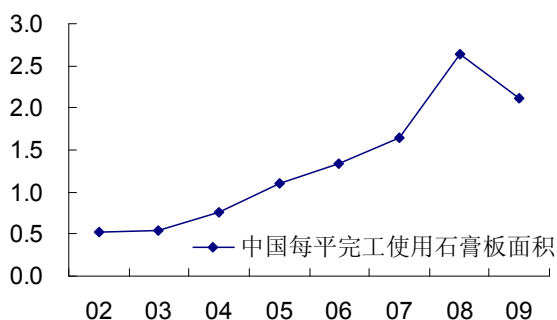
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 2: 美国每平米完工对应石膏板面积


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

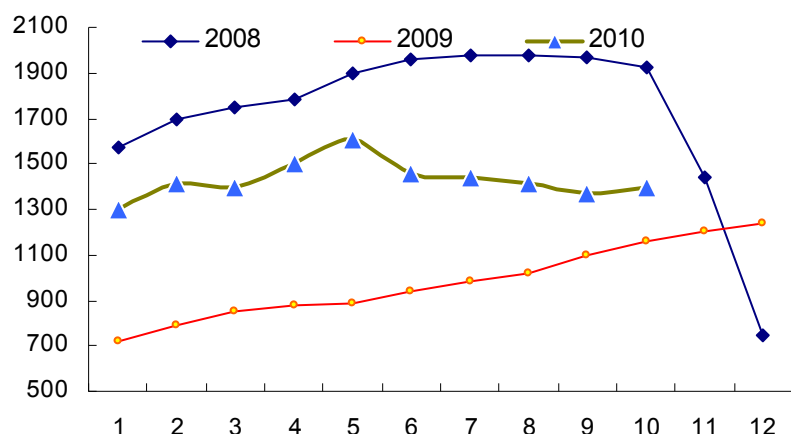
图 3: 日本每平米完工对应石膏板面积


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 4: 中国每平米完工对应石膏板面积


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 5: 美废价格指数



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

盈利预测假设:

- 明后年石膏板产能利用率由 70%提升至 75%左右, 需求增长 30%以上;
- 明后年价格小幅上涨 2%, 毛利率为 28%、29%;
- 随着规模效应显现, 明后年三项费用率为 13%、12.5%

表 2、销售收入结构预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产能	5.6	7.2	9.5	12.5	15
产能增长	36.6%	28.6%	31.9%	31.6%	20.0%
产量 (亿平米)	3.8	4.8	6.6	8.8	11.4
产销量增长	20.3%	25.1%	37.9%	33.5%	30.3%
价格(元/米)	4.57	5.08	5.03	5.13	5.24
价格增长	4.4%	11.2%	-1.0%	2.0%	2.0%
石膏板销售收入(亿元)	17.37	24.17	33.0	44.9	59.7
销售收入增长	25.6%	39.1%	36.5%	36.2%	32.9%
销售收入 (亿元)	24.96	32.75	44.7054	59.1178	76.548
主营业务收入增长	-21%	31%	37%	32%	29%
石膏板毛利率	26%	37%	33%	32%	32%
综合毛利率	22%	31%	27%	28%	28%

资料来源: 招商证券

表 3: 盈利预测简表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3275	4471	5912	7655
营业成本	2263	3244	4273	5502
营业税金及附加	9	12	16	21
营业费用	191	228	307	398
管理费用	193	264	337	429
财务费用	72	94	123	130
资产减值损失	19	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	3	3	4	4
营业利润	532	617	843	1165
营业外收入	30	65	40	40
营业外支出	19	10	10	10
利润总额	543	672	873	1195
所得税	80	87	114	155
净利润	463	585	760	1040
少数股东损益	142	175	228	312
归属于母公司净利润	322	409	532	728
EPS (元)	0.56	0.71	0.92	1.27

资料来源: 招商证券

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

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1517	2038	2159	2812	3481
现金	460	651	500	500	500
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	19	11	22	30	38
应收款项	242	238	304	402	521
其它应收款	82	66	134	177	230
存货	525	681	875	1276	1642
其他	188	391	324	427	550
非流动资产	3490	3956	4342	5244	5979
长期股权投资	250	212	212	212	212
固定资产	2283	2768	3090	3792	4552
无形资产	308	379	341	307	276
其他	648	597	700	934	939
资产总计	5006	5994	6502	8056	9460
流动负债	2239	2818	2900	3888	4500
短期借款	1385	1384	1556	2170	2336
应付账款	252	357	487	641	825
预收账款	39	52	97	128	165
其他	563	1026	760	949	1173
长期负债	491	442	406	372	343
长期借款	391	358	322	290	261
其他	100	84	84	82	82
负债合计	2730	3260	3306	4260	4843
股本	575	575	575	575	575
资本公积金	497	507	507	507	507
留存收益	872	1157	1443	1816	2325
少数股东权益	332	494	670	898	1210
母公司所有者权益	1944	2239	2526	2898	3408
负债及权益合计	5006	5994	6502	8056	9460

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	0	0	493	838	1216
净利润			409	532	728
折旧摊销			201	226	263
财务费用			94	123	130
投资收益			(3)	(4)	(4)
营运资金变动			(401)	(294)	(243)
其它			193	254	342
投资活动现金流	0	0	(603)	(1135)	(1005)
资本支出			(599)	(1130)	(1000)
其他投资			(4)	(5)	(5)
筹资活动现金流	(0)	(0)	(42)	297	(210)
借款变动			172	579	133
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(123)	(160)	(218)
其他			(91)	(122)	(126)
现金净增加额	(0)	(0)	(151)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2496	3275	4471	5912	7655
营业成本	1940	2263	3244	4273	5502
营业税金及附加	6	9	12	16	21
营业费用	155	191	228	307	398
管理费用	160	193	264	337	429
财务费用	67	72	94	123	130
资产减值损失	15	19	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	131	3	3	4	4
营业利润	284	532	617	843	1165
营业外收入	42	30	65	40	40
营业外支出	4	19	10	10	10
利润总额	322	543	672	873	1195
所得税	30	80	87	114	155
净利润	291	463	585	760	1040
少数股东损益	51	142	175	228	312
母公司所有者净利润	241	322	409	532	728
EPS (元)	0.42	0.56	0.71	0.92	1.27

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-21%	31%	37%	32%	29%
营业利润	-1%	87%	16%	37%	38%
净利润	19%	34%	27%	30%	37%
获利能力					
毛利率	22.3%	30.9%	27.4%	27.7%	28.1%
净利率	9.6%	9.8%	9.2%	9.0%	9.5%
ROE	12.4%	14.4%	16.2%	18.4%	21.4%
ROIC	7.8%	11.5%	12.1%	13.4%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	54.5%	54.4%	50.8%	52.9%	51.2%
净负债比率	35.5%	29.1%	29.4%	30.9%	27.8%
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.8	3.8	4.2	4.0	3.8
应收帐款周转率	7.9	13.6	16.5	16.7	16.6
应付帐款周转率	6.7	7.4	7.7	7.6	7.5
每股资料(元)					
每股收益	0.42	0.56	0.71	0.92	1.27
每股经营现金	0.00	0.00	0.86	1.46	2.11
每股净资产	3.38	3.89	4.39	5.04	5.92
每股股利	0.07	0.12	0.21	0.28	0.38
估值比率					
PE	35.9	26.8	21.1	16.2	11.9
PB	4.4	3.9	3.4	3.0	2.5
EV/EBITDA	15.5	9.5	7.7	5.9	4.5

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。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007 年加盟招商证券，入围 2009 年新财富最佳策略分析师（团队），现任建材行业研究员。

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±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。