

其他建材

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12 个月目标价: 17.50 元

当前股价: 14.50 元

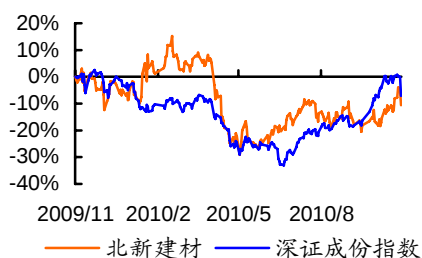
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	12726.54
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	83
EPS (TTM)	0.66
每股净资产(元)	4.75
资产负债率	54.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
北新建材	5.84	7.41	19.21
深证成份指数	2.86	19.16	25.43



相关报告

北新建材

000786

推荐

产能集中释放, 石膏板龙头优势明显

■ 近期, 我们调研了公司, 与公司董秘、证券代表沟通了公司近期及未来的情况。

投资要点:

- **石膏板需求有望实现稳定增长。**石膏板属于节能环保材料, 过去九年需求复合增长率约 30%。目前大部分需求来自于公用建筑, 未来消费升级及节能环保政策将会推动民用需求, 预计未来增长将保持在 15% 以上, 2015 年全国产量有望超过 30 亿平方米。
- **行业龙头, 未来五年市场占有率接近 50%。**公司主要竞争对手为三大外企手: 拉法基、可耐福与圣戈班, 但它们产能仅为 1 亿、1 亿与 0.5 亿平米, 总产能远低于公司 09 年 7.2 亿平米的规模。公司今年销量预计达 6 亿平米, 占市场 30%。随着未来产能扩张, 2015 年市占率将接近 50%。
- **差异化品牌战略, 今明两年新增产能 5.4 亿平米。**公司以两大品牌“龙”牌与“泰山”分别占领高端与中低端市场。其中泰山石膏在收入与利润中贡献均高于七成。公司去年新建 10 条石膏板生产线, 今明两年又将增加 17 条, 产能合计 5.4 亿平方米, 比现有产能增长 75%。公司预计 2015 年实现 15 亿平米规模, 届时将成为世界最大的石膏板产商。
- **未来盈利能力有望趋于稳定。**公司近两年营业收入增速都 30% 以上, 今年收入有望突破 40 亿元。由于脱硫石膏的采用及美废价格处于低位, 过去几年毛利率持续上升, 2009 年达到 30.9%。随着未来脱硫石膏在行业的广泛应用以及美废价格的上涨, 成本优势将有所下降。但公司市场占有率提高有望转移部分成本压力, 预计盈利能力趋于稳定。
- **资金需求量大, 负债率有所上升。**根据生产线投资金额测算, 公司未来投资所需资金约为 13 亿元, 其中约一半将通过银行贷款筹得。目前公司负债率为 58.4%, 如果一半资金来自债务, 则负债率 62%, 财务风险有所增加。
- **投资评级:** 预计 10-12 年, 公司的销售收入将由 43.9 亿增长至 67.9 亿, 对应的 EPS 分别为 0.67, 0.87, 1.00 元, 对应 2010 年 EPS 为 23.88 倍, 给予公司“推荐”的投资评级。

风险提示: ①美废价格上升导致产品成本增加。②行业需求增长慢于预期, 导致公司新增产能无法有效释放, 影响盈利能力。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3275	4391	6013	6788
同比(%)	31%	34%	37%	13%
归属母公司净利润(百万元)	322	384	499	577
同比(%)	34%	19%	30%	16%
毛利率(%)	30.9%	26.7%	26.3%	26.6%
ROE(%)	14.4%	15.0%	16.8%	16.8%
每股收益(元)	0.56	0.67	0.87	1.00
P/E	28.49	23.88	18.38	15.88
P/B	4.09	3.59	3.08	2.66
EV/EBITDA	14	12	9	8

资料来源: 中投证券研究所

目录

一、节能环保，需求有望稳步增长	4
1.1 未来开拓空间广阔，全国需求量保持增长	4
1.1.1 石膏板性能优异，属新型墙体材料	4
1.1.2 需求滞后于房地产投资，增速稳定	5
1.1.3 城市发展保证公用市场需求	5
1.1.4 消费升级与国家政策成发展契机	6
1.2 市场集中度高，公司为行业龙头	6
二、产能扩张，主业加强	7
2.1 收购与剥离资产，主业优势加强	7
2.2 品牌差异化，中低端石膏比重较大	8
2.3 产能迅速扩张，全国布局完善	9
三、未来盈利能力趋于稳定	12
3.1 前几年毛利率上升，今年有所下滑	12
3.2 石膏板成本因素分析	13
3.2.1 火电脱硫大量采用，成本相对优势将减弱	13
3.2.2 美废价格上涨，影响公司盈利能力	13
3.3 内部经营情况分析	14
四、主要盈利预测假设	14
五、投资建议：推荐	15

图表目录

图 1 国内石膏板需求量预测	4
图 2 全国石膏板需求	5
图 3 全国新开工房屋面积	5
图 4 商业营业用房开发投资情况	5
图 5 我国石膏板行业占有率	6
图 6 公司业务体系	7
图 7 北新建材收入比例	9
图 8 北新建材净利润比例	9
图 9 母公司与泰山石膏每年新增产能比较	9
图 10 公司石膏板规模规划	10
图 11 公司各地区收入占比情况	11
图 12 北新建材 10 亿 m ² 石膏板产业布局	11
图 13 公司营业收入情况	12
图 14 公司石膏板整体毛利率走势	12
图 15 纸面石膏板成本构成	13
图 16 我国美废进口价格变化图（美元/吨）	14
表 1 国内主要外资石膏板企业情况	7
表 2 公司近年来资产收购与剥离情况	8
表 3 公司今明两年新增产能情况	10
表 4 公司运营情况	14
表 5 北新建材盈利预测假设	14

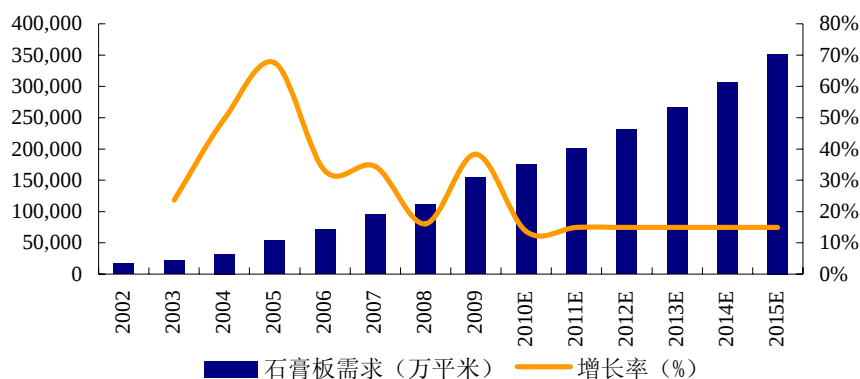
一、节能环保，需求有望稳步增长

1.1 未来开拓空间广阔，全国需求量保持增长

在国内，目前石膏板的需求主要集中在公用市场，如写字楼、医院等领域。由于石膏板需求滞后于房地产新增投资，也由于公用建筑需求占比较大，因此今年石膏板需求受房地产调控政策的影响相对较小，其需求增长情况也较为稳定。

近几年石膏板产量增速都维持在 20% 以上，2009 年全国石膏板产量达到 15 亿平方米，预计今年产量有望达到 17-18 亿平方米。目前我国城镇化率不断提高，预计房地产投资仍会保持增长，又由于民用住宅市场有较大的开拓空间，我们估计未来几年石膏板的需求复合增速保持在 15% 左右，2015 年全国石膏板需求量可望超过 30 亿平方米。

图 1 国内石膏板需求量预测



资料来源：wind、中投证券研究所

1.1.1 石膏板性能优异，属新型墙体材料

石膏板是以建筑石膏为主要原料，在其中加入适量轻集料和外加剂构成芯材，并用护面纸牢固粘在一起的建筑板材。

相对于传统建材材料，石膏板有防火、隔音、防震及经济等优点。首先，防火性能好。石膏板板芯内约含有 20% 的结晶水和和一定的游离水，当遇火时，游离水蒸发与结晶水脱水时能够吸收大量热量，从而减缓温度的上升。据国家检测中心数据，纸面石膏板隔墙耐火极限为 4 小时。第二，生产能耗相对较低。相对于同等面积的水泥来说，石膏板能耗能够节约 70% 以上；采用脱硫石膏作为原材料，还能够减少工业固体废物的排放，实行节能环保。第三，轻质且节约空间。作为隔墙的石膏板，每平米重量为 30-45kg，为同等厚度砖墙的 1/15，一般厚度仅为 9.5-12mm。最后，由于石膏板施工为干作业，施工周期短等优点。

由于石膏板本身兼具节能与环保等优点，适用于公用与民用建筑，也因此成为国家政策中推荐的新型墙体材料。

1.1.2 需求滞后于房地产投资，增速稳定

从历史变化情况看，石膏板需求变化情况与全国房地产开发投资有着紧密的关系，但滞后于房地产投资，因而其波动周期相对较短，波动幅度也较小。近九年来，石膏板需求的复合增长率为 30% 左右，最低增速也为 16%。虽然未来房地产投资增速可能放缓，但我们预计石膏板需求仍能保持 15% 左右的增长。

图 2 全国石膏板需求

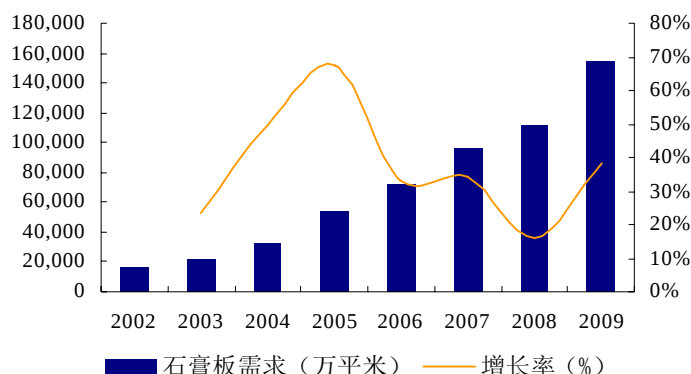
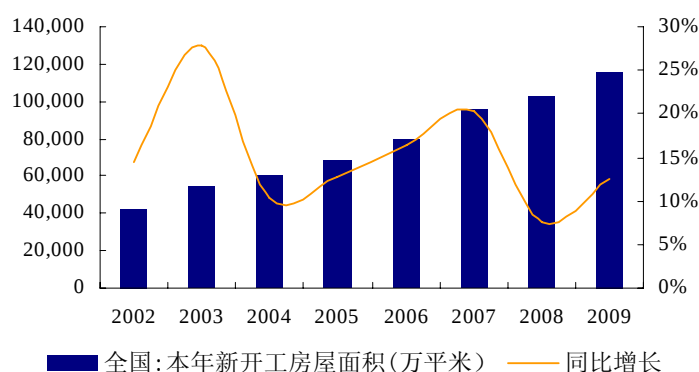


图 3 全国新开工房屋面积

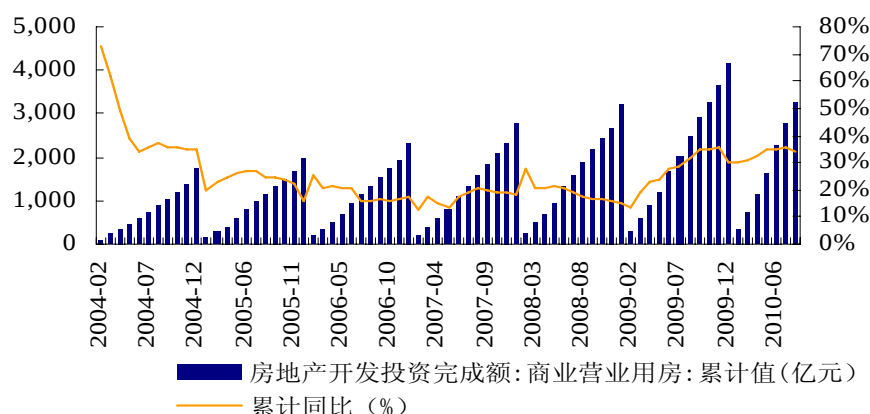


资料来源: wind、中投证券研究所

1.1.3 城市发展保证公用市场需求

近两年，国内商业建筑发展较快，国内商业营业用房投资额增速在 30% 左右。公司目前正在推行的“制高点”策略，对于占领高端市场作用明显。去年公司龙牌石膏板中标上海世博园、全国人大办公楼等重点工程并成为独家供货商，也说明市场对公司高端石膏板的肯定。随着公司布局的展开，以及我国二三线城市经济的发展，写字楼、酒店等公用建筑对石膏板的需求将会保持稳定增长。

图 4 商业营业用房开发投资情况



资料来源: wind、中投证券研究所

1.1.4 消费升级与国家政策成发展契机

依据国外成熟市场经验及石膏板本身的优点，民用建筑才是最大的需求方。我国石膏板主要用于民用建筑的吊顶，隔墙的需求量相对较小。这主要基于以下因素：首先，是居民的传统观念；其次，是石膏板向民用市场推销的时间相对较短。

近年来，我国建筑节能要求逐步加强。目前，建筑能耗约占我国社会总能耗的 28%。据住建部测算，2030 年左右，我国建筑能耗将占总能耗的 30%~40%，达到欧美目前的比例，超过工业成为全社会第一能耗大户。而根据“十一五”规划，我国 2020 年北方和沿海经济发达地区和特大城市新建建筑都要实现 65% 的节能目标。在“十二五”期间，住建部将会强化公共建筑的节能标准，并且直辖市的建筑节能标准也将提升至 65%。随着我国步入十二五阶段，国家与各地的节能方案也将浮出水面。目前，上海、陕西、天津、宁夏等多个地区政府均出台了相关的建筑节能法规，而推广应用新型墙体材料的说法在多地政策中均有体现。可以预见，“十二五规划”的出台，将成为石膏板行业步入成长周期的重要驱动力。

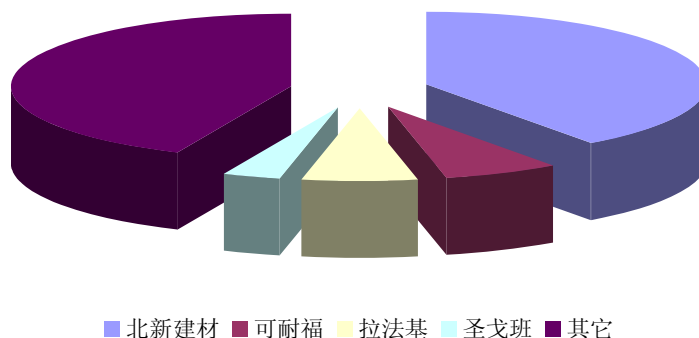
1.2 市场集中度高，公司为行业龙头

我国石膏板行业集中度较高，产能较大的就是北新建材与三大外企。公司近几年通过投资新线实现产能快速增长，实现了基本的全国布局。今年公司销量 6 亿左右，而行业需求约 18 亿；目前公司的市场占有率在 30% 以上，未来有望继续增加。

公司主要的竞争对手为拉法基、可耐福及圣戈班三家外企，该类企业都属于国际上知名的建材集团，技术先进、产品定位高端。它们进入中国的时间约为十年左右，在国内的生产基地约为三四个，且产能扩张速度相对较慢。目前来看，北新建材的产能已远远超过三大外企的规模。

另外，市上还有许多中小企业，其技术低端。随着未来节能环保要求的提高，该类企业竞争力将会变弱。

图 5 我国石膏板行业占有率



资料来源：公司公告、官方网站、中投证券研究所

表 1 国内主要外资石膏板企业情况

公司	国家	生产基地	年份	产能 (平方米)	备注
可耐福	德国	芜湖	1997	1 亿	1932 年成立，年销量居欧洲第一
		天津	2000		
		东莞	2001		
		太仓	2007		
拉法基	法国	上海	2009	1 亿	1833 年成立，石膏建材位居世界第三。
		重庆	2005		
		成都	2008		
圣戈班	法国	上海	1998	5000 万	1915 年成立，石膏板占全球销量 20%。
		常州	2005		

资料来源：公司官方网站、中投证券研究所

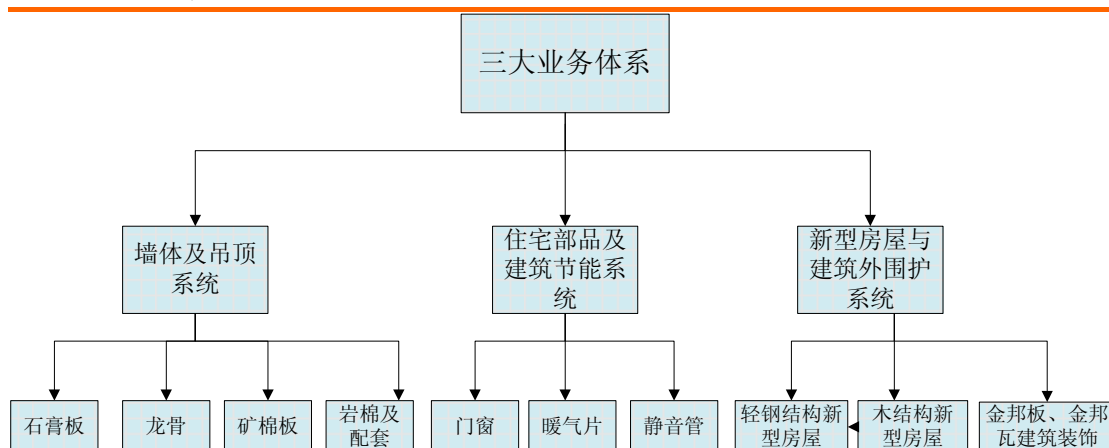
二、产能扩张，主业加强

2.1 收购与剥离资产，主业优势加强

公司目前有三大业务：墙体及吊体系统、住宅部品与建筑节能系统、新型房屋与建筑外围护系统。然而，公司最主要的产能为石膏板。2005 年，公司通过认购山东泰和东新股份有限公司（即泰山石膏）42% 股权；2006 年，又通过间接增持，使总持股比例达到 65%。国内两大石膏板企业合并，使得北新建材在成为市场上绝对的行业龙头，规模优势日益明显。在不断收购石膏板股权与扩大产能的同时，公司还逐步剥离了包括水泥、卫浴及物等流方面的业务，加快主业集中化程度。

公司近两年营业收入增速都在 30% 以上，2009 年收入为 32.7 亿元，今年有望突破 40 亿元。2010 上半年，石膏板收入占据公司总营业收入 78%。

图 6 公司业务体系



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司近年来资产收购与剥离情况

资产收购部分				
年份	所属业务	资产整合类别	资产	金额
2005 年	石膏板	新股认购	山东泰和东新股份有限公司 42% 股权	11765.25 万元
2006 年 8 月	石膏板	收购	东联公司 100% 股权（从而间接增持山东泰和 23% 的股权）	11454 万元
2007 年 3 月	石膏板	收购	江阴泰山 30% 股权	3191160 美元
2009 年 7 月	石膏板	收购	泰山石膏收购云南泰山 65% 股权	3930 万元
2009 年 7 月	石膏板	收购	泰山石膏泰安金盾 60% 股权	1360 万元
2009 年 7 月	石膏板	收购	泰山石膏收购陕西泰山 65% 股权	4289 万元
2009 年 7 月	石膏板	收购	泰山石膏收购潍坊奥泰 25% 股权	1296 万元
2009 年 7 月	石膏板	收购	山东晨翔石膏建材有限公司破产资产	2000 万元
2008 年 6 月	石膏板护面纸	投资设立	泰安泰和建筑装饰材料有限公司	
2005 年	矿棉板	收购	江苏天丰新型建材有限责任公司 75% 的股权	2200 万元
2006 年 6 月	矿棉板	收购	江苏天丰新型建材有限责任公司 13% 的股权	500 万元
2006 年 12 月	矿棉板	收购	江苏天丰新型建材有限责任公司 12% 的股权	500 万元
资产剥离部分				
2005 年	水泥	资产置换	以北新塑管 60% 股权及 3218 万债权置换联合水泥 9.9% 股权	
2005 年	石膏	出售	北新集团隆尧石膏有限责任公司 94.12% 股权和债权	840 万元
2006 年 6 月	卫浴	出售	山东美林卫浴有限公司 20% 的股权	1700.9 万元
2006 年 8 月	水泥	出售	中国联合水泥有限责任公司 9.9% 的股权	7300 万元
2007 年 12 月	贸易类	出售	中建材投资有限公司（原北新物流）80% 股权	41600 万元

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.2 品牌差异化，中低端石膏比重较大

为了满足不同层次需求，公司产品还实行“差异化”战略。石膏板主要有“龙”牌和“泰山”两大子品牌，目前两个品牌价格分别为 6.8-6.9 元/m²、5 元/m²（不

含税)。其中龙牌石膏板主要面向高端公共建筑市场。公司 2006 年收购泰山石膏公司后,凭借着“泰山”牌石膏,对中低端市场的占有率进一步提高。据统计,公司石膏板目前的总体市场占有率在 30%以上。

从公司合并报表上可看出,公司 2007 年末出售中国建材投资公司以后,公司及泰山石膏就成为上市公司收入与利润两大来源。且近几年情况显示,泰山石膏无论在收入还是净利润中占比都在逐年提升。2009 年在合并营业收入中占比约七成,在净利润中占比更是接近 80%。2009 年泰山石膏净利率达到 17%,将公司毛利率从 2008 年的 22.3%提至 30.9%。

从每年石膏板新增产能的情况来看,泰山石膏的增量高于母公司;按目前所公告的所有生产线总产能来看,明后年泰山石膏总产能将达到 7.3 亿平米,而母公司为 5.5 亿平米。中低端产品的高比重,使泰山石膏成为业绩的最大来源。

图 7 北新建材收入比例

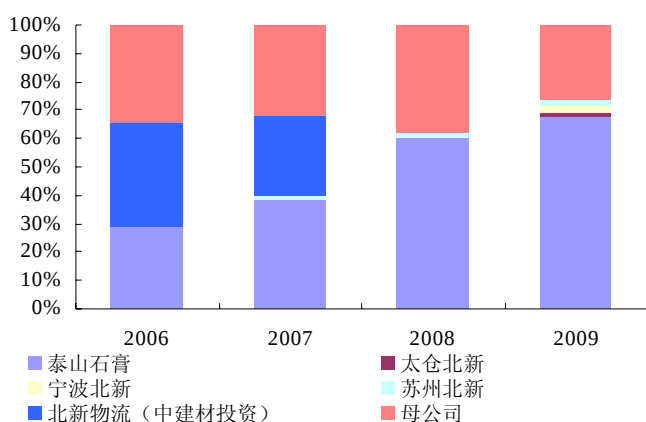
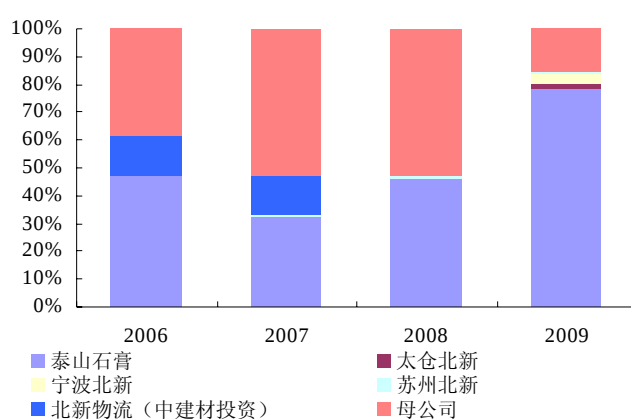
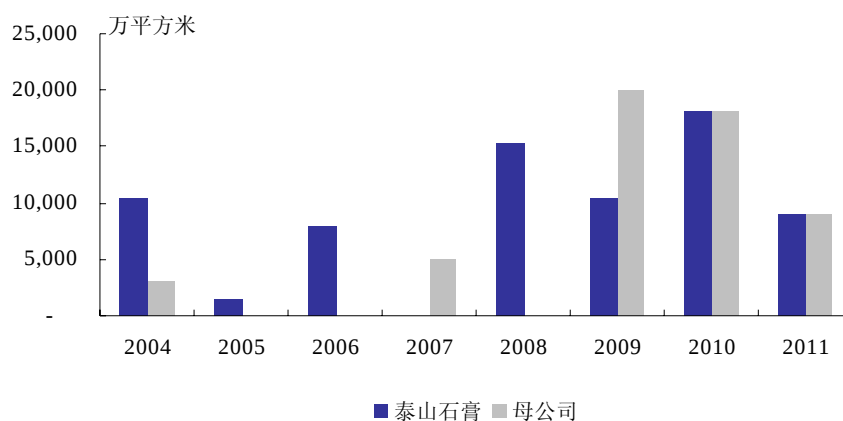


图 8 北新建材净利润比例



资料来源:公司公告、中投证券研究所

图 9 母公司与泰山石膏每年新增产能比较



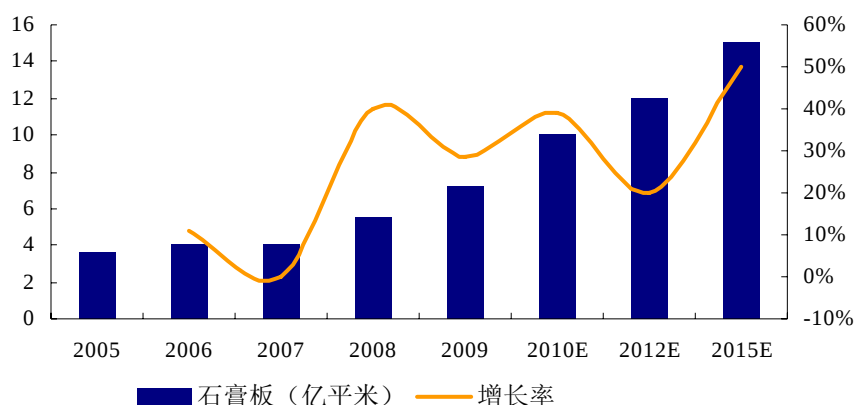
资料来源:公司公告、中投证券研究所

2.3 产能迅速扩张, 全国布局完善

公司 2005 年石膏板业务规模为 3.2 亿平米,近两年产能扩张速度加快,仅 2009 年就有 10 条新建石膏板线投产,2009 业务规模为 7.2 亿平米,预计 2012 年将达到 12 亿平方米,规划 2015 年石膏板产能将达到 15 亿平方米,市场占有率将接近 50%。

公司目前已公告的在今明两年投产的石膏板生产线共计 17 条线，合计增加产能 5.4 亿平方米；轻钢龙骨线 4 条，产能合计 3.1 万吨；以及一条年产 10 万吨护面纸的生产线。根据建设周期推算，今年应是公司产能扩张最快的一年，预计将有 3 亿平方米左右的脱硫石膏板投产。

图 10 公司石膏板规模规划



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 公司今明两年新增产能情况

所属公司	地点	生产线	年产能(万 平米)	投资金额 (万 元)	投产时间
2010 年					
广安北新	四川广安	脱硫石膏板	3000	10485.27	2010 年 3 月
武汉北新	湖北武汉	脱硫石膏板	3000	11331.97	2010 年 5 月
泰山石膏	河南偃师	脱硫石膏板	3000	8236	2010 年上半年
铜陵泰山	安徽铜陵	脱硫石膏板	3000	8972	2010 年上半年
泰山石膏	湖北荆门二线	脱硫石膏板	3000	4931	2010 年投产
江津泰山	重庆江津二期	石膏板	3000		正在建设
故城北新	河北故城	脱硫石膏板	3000	22000	正在建设
故城北新	河北故城	轻钢龙骨	3000 吨		未定
江西泰山	江西丰城	脱硫石膏板	3000	7564	2009 年 8 月开工
镇江北新	江苏镇江	脱硫石膏板	6000	13400	2010 年底投产
镇江北新	江苏镇江	轻钢龙骨	5000 吨		未定
泰山石膏	江苏南通	脱硫石膏板	3000	8968	2010 年底投产
太仓北新	太仓二期	脱硫石膏板	3000	10848	正在建设
广安北新	四川广安	轻钢龙骨	3000 吨		正在建设
2011 年及以后					
北新建材	安徽淮南	纸面石膏板	3000	20000	2010 年 9 月签
北新建材	安徽淮南	轻钢龙骨	2 万吨		协议
泰山石膏	宁夏银川	脱硫石膏板	3000	7020	2011 年底
泰山石膏	广东惠州	脱硫石膏板	3000	7971	建设中
泰山石膏	河北青县	脱硫石膏板	3000	7645	未开工
平邑北新	山东平邑	脱硫石膏板	3000	8052	建设中
句容北新	江苏句容	脱硫石膏板	3000	13260	建设中

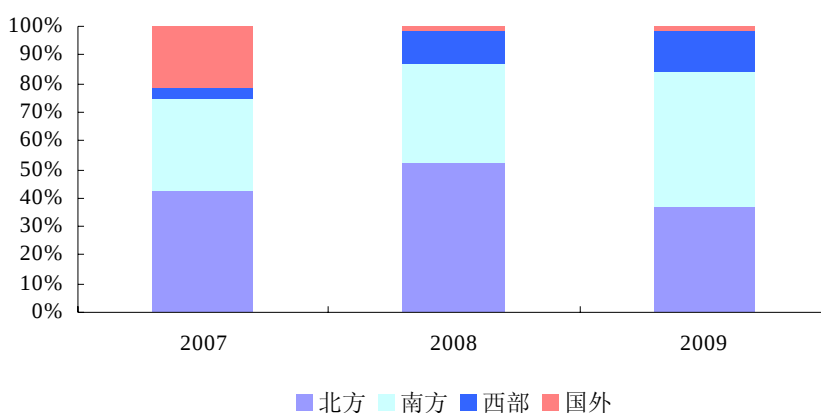
泰山石膏 山东泰安 石膏护面纸 10 万吨 24595 奠基开工

资料来源：公司公告、中投证券研究所

在增加产能规模的同时，公司重视全国战略性布局。不仅在传统的华东、华北与华中增加网点，也开始在西南、华南与东北设立生产线从 2009 年的收入来看，南部地区与西部地区总收入达到 19.8 亿，同比增长 85%，远高于总收入 35%的增速。按比重看，南部与西部所占比例均有所上升，两者总占比从 2008 年的 32%上升至 60%；而北方地区占比则有所下降。

公司计划 2015 年实现石膏板规模 15 亿平米，预计未来几年公司会加大对中西部等潜力地区的开发。同时，公司积极发展经销商，目前公司全国经销商数目为 2000-3000 个，实现分级别管理。公司目前销售网点已经遍布全国 113 个经济发达的地级市及部分重点县级市公司未来市场占有率有望进一步提高。

图 11 公司各地区收入占比情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 12 北新建材 10 亿m²石膏板产业布局



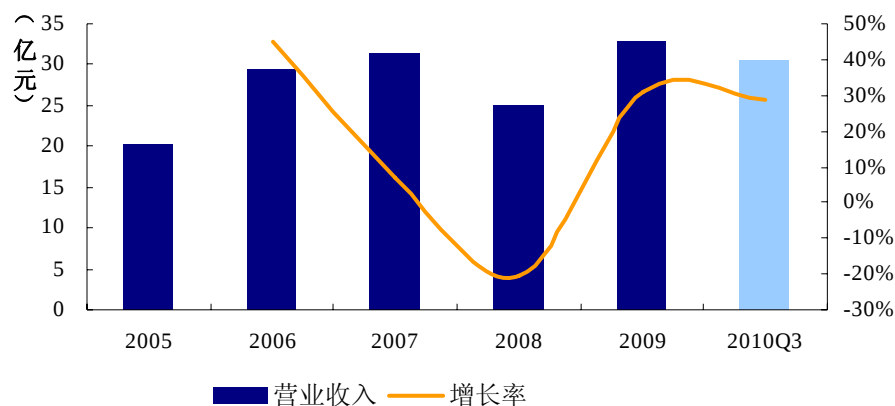
资料来源：公司网站、中投证券研究所

三、未来盈利能力趋于稳定

3.1 前几年毛利率上升，今年有所下滑

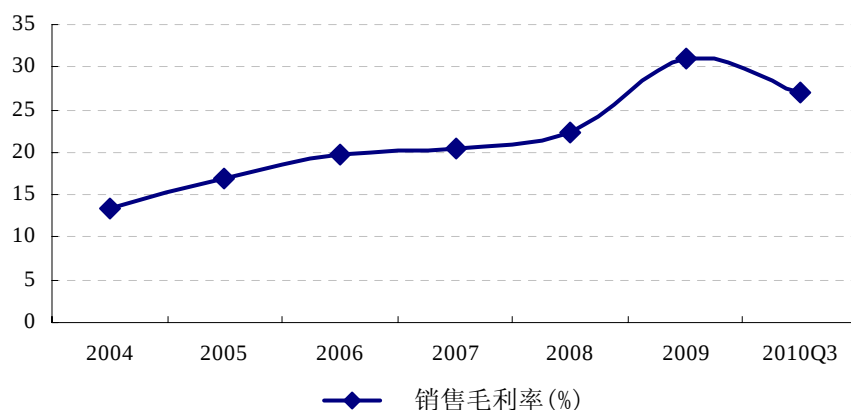
受金融危机影响，公司 2008 年收入下滑明显，2009 年已恢复并超过 2007 年水平。但从盈利水平看，近五年公司毛利率一直稳步上升，并于 2009 年达到 30.9% 的高点。我们认为这主要得益于主业的加强及脱硫石膏的大力采用。今年以来，美废成本的上升影响较大，公司盈利能力有所下降，今年前三季度毛利率为 26.9%。

图 13 公司营业收入情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 14 公司石膏板整体毛利率走势



资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.2 石膏板成本因素分析

3.2.1 火电脱硫大量采用，成本相对优势将减弱

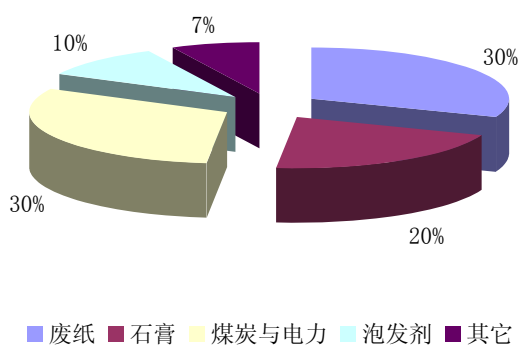
2006 年公司开始提出利用脱硫石膏替代天然石膏以节约成本的做法，在对旧线进行技术改造的同时，新线都采用 100%脱硫装置。从 07 年开始，公司脱硫石膏生产线的比重不断加大，目前已全部使用脱硫石膏。

相对于天然石膏来说，脱硫石膏具有纯度高、成分稳定、有害杂质小等特点，主要来源于火电厂。“十一五”期间，我国将二氧化硫列入总量控制目标（下降 10%），目前已超额完成。目前，我国火电装机约 6.6 亿千瓦，2009 年脱硫装机达 4.7 亿千瓦，占比达 71%。预计今年底，全国火电厂烟气脱硫比例约达到 80%，脱硫石膏产量将达 4600 万吨左右。“十二五”期间仍有 2 亿千瓦机组需要改造，同时每年还需新建 3000-5000 万机组，而已建部分每年有 10%需要更新。因此，脱硫石膏产量将会保持稳定增长。

由于脱硫石膏属于工业废渣，除了用于纸面石膏板，其它用途并不多。公司以脱硫石膏代替天然石膏，不仅可以节约成本，还起到环保作用，由此可得到地方政府的扶持与补贴政策，真是一举两得。

在石膏板的综合生产成本中，脱硫石膏的占比约为 30%。脱硫石膏成本的低廉，成为公司 2006 年以来毛利率上升的一大推动因素。然而，自从石膏厂对脱硫石膏该用途被发掘后，也带动了脱硫石膏的价格。2003 年，脱硫石膏价格仅为 20 多元/吨，而目前广东地区价格已上升至 130-140 元/吨。随着越来越多厂商采用脱硫石膏作为原料，我们预计公司在这一部分的相对优势也会随着减弱。

图 15 纸面石膏板成本构成



资料来源：中投证券研究所

3.2.2 美废价格上涨，影响公司盈利能力

石膏板的成本中废纸所占比重约为 30%，其波动对公司成本影响较大。2008 年底，美废价格下滑至 100 美元/吨以下；2009 年以来进口价格逐步上升，但 2009 年全年均价与正常年份相当。但今年以来，其价格一直维持高位，目前已超过 210 美元/吨，达到历史高点。

由于废纸为进口产品，公司对上游的调控能力较为有限；另外，公司石膏板产品调价并不频繁，也降低了对成本上升的转嫁能力。

图 16 我国美废进口价格变化图（美元/吨）



资料来源: wind、中投证券研究所

3.3 内部经营情况分析

公司今年以来财务状况较好，经营性现金流为 4.8 亿元，同比增长 174.9%。公司前三季度资本性支出为 8.8 亿元，同比增长 167.9%。根据生产线投资金额测算，公司未来投资所需资金约为 13 亿元，其中约一半资金将通过银行贷款筹得。目前公司负债率为 58.4%，如果全部资金来自债权融资，公司负债率将上升至 65%；如果仅一半资金来自债务，则负债率 62%。总体来看，公司未来财务风险将有所加大。

表 4 公司运营情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010-9-30
营运能力						
存货周转率(次)		5.7	5.1	3.8	3.8	3.2
应收账款周转率(次)		8.4	8.9	7.9	13.6	9.2
资金状况						
资产负债率(%)	59.0	60.5	61.1	54.5	54.4	58.4
经营活动现金流(亿元)	1.1	2.7	1.4	3.0	7.9	4.8
增长率(%)		145.7	-46.3	113.1	157.9	174.9
资本性支出						
资本性支出(亿元)	4.4	2.7	4.4	6.6	6.5	8.8
增长率(%)		(38.2)	62.4	48.4	(0.3)	167.9

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

四、主要盈利预测假设

表 5 北新建材盈利预测假设

	2009	2010E	2011E	2012E
泰山石膏				

产能（万平米）	45,700	63,700	72,700	72,700
销量（万平米）	43,871	49,056	63,744	69,792
价格（元/平米）	4.80	4.90	5.00	5.10
收入（万元）	210,581	240,374	318,593	355,797

龙牌

产能（万平米）	28000	46,000	55,000	55,000
销量（万平米）	5,025	15,800	26,288	30,250
价格（元/平米）	6.20	6.50	6.70	6.80
收入（万元）	31,158	102,700	176,130	205,700

石膏板业务

总销量（万平米）	48,897	64,856	90,032	100,042
收入（万元）	241,739	343,074	494,722	561,497
增速（%）	39.1%	41.9%	44.2%	13.5%
成本（万元）	152,479	236,342	347,422	392,587
增速（%）	18.1%	55.0%	47.0%	13.0%
毛利率（%）	36.9%	31.1%	29.8%	30.1%

其它产品

收入（万元）	85,763	96,055	106,621	117,283
增速（%）	13.0%	12.0%	11.0%	10.0%
成本（万元）	73,793	85,600	95,872	105,459
增速（%）	13.7%	16.0%	12.0%	10.0%
毛利率（%）	14.0%	10.9%	10.1%	10.1%

主营业务收入总计

（万元）	327,503	439,129	601,343	678,780
成本（万元）	226,271	321,941	443,294	498,046
毛利率（%）	30.9%	26.7%	26.3%	26.6%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

五、投资建议：推荐

根据投资评级：预计 10-12 年，公司的销售收入将由 43.9 亿增长至 67.9 亿，对应的 EPS 分别为 0.67, 0.87, 1.00 元，对应 2010 年 EPS 为 23.88 倍，给予公司“推荐”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表	2009	2010E	2011E	2012E	利润表	2009	2010E	2011E	2012E
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2038	2718	3810	4290	营业收入	3275	4391	6013	6788
现金	651	790	1143	1290	营业成本	2263	3219	4433	4980
应收账款	238	298	419	472	营业税金及附加	9	9	12	14
其它应收款	66	87	122	137	营业费用	191	220	301	339
预付账款	391	563	776	872	管理费用	193	255	353	400
存货	681	960	1322	1485	财务费用	72	81	108	108
其他	11	20	30	34	资产减值损失	19	13	12	13
非流动资产	3956	4839	5308	5412	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	212	212	212	212	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	2768	3834	4384	4490	营业利润	532	595	795	933
无形资产	379	445	505	568	营业外收入	30	50	40	40
其他	597	347	206	142	营业外支出	19	10	10	10
资产总计	5994	7557	9118	9702	利润总额	543	635	825	963
流动负债	2818	3900	4826	4686	所得税	80	86	111	135
短期借款	1384	2597	3197	2871	净利润	463	549	714	828
应付账款	357	612	842	946	少数股东损益	142	165	215	251
其他	1077	691	787	868	归属母公司净利润	322	384	499	577
非流动负债	442	443	445	445	EBITDA	752	878	1163	1335
长期借款	358	358	358	358	EPS (元)	0.56	0.67	0.87	1.00
其他	84	85	87	87					
负债合计	3260	4343	5271	5131	主要财务比率				
少数股东权益	494	660	875	1126	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	575	575	575	575	成长能力				
资本公积	507	507	507	507	营业收入	31.2%	34.1%	36.9%	12.9%
留存收益	1157	1472	1890	2362	营业利润	87.4%	11.9%	33.6%	17.4%
归属母公司股东权益	2239	2554	2972	3445	归属于母公司净利润	33.8%	19.3%	29.9%	15.8%
负债和股东权益	5994	7557	9118	9702	获利能力				
					毛利率	30.9%	26.7%	26.3%	26.6%
					净利率	9.8%	8.7%	8.3%	8.5%
					ROE	14.4%	15.0%	16.8%	16.8%
					ROIC	13.9%	11.2%	12.8%	14.1%
					偿债能力				
					资产负债率	54.4%	57.5%	57.8%	52.9%
					净负债比率	55.71%	69.77%	68.86%	64.40%
					流动比率	0.72	0.70	0.79	0.92
					速动比率	0.48	0.45	0.51	0.60
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.65	0.72	0.72
					应收账款周转率	12	14	15	13
					应付账款周转率	7.44	6.65	6.10	5.57
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.56	0.67	0.87	1.00
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	0.26	1.18	1.88
					每股净资产(最新摊薄)	3.89	4.44	5.17	5.99
					估值比率				
					P/E	28.49	23.88	18.38	15.88
					P/B	4.09	3.59	3.08	2.66
					EV/EBITDA	14	12	9	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434