

北新建材(000786.SZ)

建材

[2010.12.06]

产能持续扩张的石膏板龙头

——北新建材研究报告

评级: 买入

当前价格: ¥15.89

2010.12.06

马静如 渤海建材组
86-22-28451665 86-10-58362787
SAC 执业证书编号 S1150200010069 uibe101@yahoo.com.cn
majingru@vip.sina.com

投资要点:

- **节能降耗和防火性能优异的新型墙体材料。**公司主打产品石膏板主要应用于房屋隔墙和天花板装饰装潢。做为新型墙体材料,石膏板具备生产能耗低、保温隔热、防火隔音、施工方便、轻质抗震和施工方便的性能。
- **行业成长空间广阔。**(1)我国人均石膏板用量远远低于西方发达国家水平,发展差距决定了中国石膏板行业容量具备广阔的提升空间。(2)目前墙体材料主要使用粘土砖。发展新型墙体材料替代粘土砖,有利于保护耕地、节约能源。国家于2000年、2005年、2009年先后公布三批禁止使用实心粘土砖城市名单。另外国家颁布一系列政策推动新型墙体材料的应用和推广。产业政策的扶持将推动以石膏板为代表的新型墙体材料对传统高耗能的粘土砖等墙体材料的替代。(3)由于我国七八成的房地产投资集中于住宅,未来随着节能政策的引导和居民消费习惯的改变,住宅市场将成为石膏板的主要增长点。
- **诸多优势保障公司龙头地位。**公司2009年石膏板产能为7.2亿平米,在国内市场份额达35%,是亚洲最大的石膏板生产商。公司产能高速扩张,远景规划2015年实现产能15亿平,成为全球最大的石膏板企业。2007-2015产能复合增长率为18%,2010-2015年为10.8%。公司43条生产线布局全国主要城市,紧邻电厂,抢占脱硫石膏资源,对其他企业设置进入壁垒。公司销售网络覆盖全国,开发二三线城市和重点城镇,开拓空白市场,为产能投放充分预热并有利于节省运输费用。
- **盈利预测与估值。**预计公司2010-2012年EPS分别为0.69元、0.88元和1.07元,动态PE分别为23倍、18倍和15倍,估值优势明显,鉴于公司石膏板产品在节能降耗和防火领域优异的性能,行业市场容量和公司份额良好的拓展空间,维持对北新建材“买入”评级。



公司简介

公司是国内最大的新型建材研发、生产、销售基地,是国内最大的新型建材综合制造商和系统集成商,是亚洲最大的石膏板产业集团。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,业务规模达到10.39亿平米。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	2496	3275	4296	5208	6147
EBITDA(百万元)	349	768	921	1117	1286
净利润	241	322	395	504	613
摊薄 EPS(元)	0.42	0.56	0.69	0.88	1.07
PE(X)	37.7	28.1	22.9	18.0	14.8
EV/EBITDA(X)	31.8	14.0	11.0	8.5	6.8
PB(X)	3.98	3.31	2.83	2.37	1.98
ROIC	4.75%	11.56%	12.36%	14.76%	14.88%
总资产周转率	0.48	0.60	0.69	0.76	0.78

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1 of 13

公司更新报告

渤海证券研究所

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	460	651	836	1352	2391	营业收入	2496	3275	4296	5208	6147
应收票据	19	11	23	28	33	营业成本	1940	2263	3127	3749	4418
应收账款	242	238	313	379	447	营业税金及附加	6	9	11	14	16
预付款项	188	391	468	509	557	销售费用	155	191	256	308	364
其他应收款	82	66	86	104	123	管理费用	160	193	253	307	363
存货	525	681	894	1072	1263	财务费用	67	72	72	52	46
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	15	19	0	0	0
长期股权投资	250	212	212	212	212	投资收益	131	3	42	30	30
固定资产	2283	2768	2886	2907	2874	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	577	530	365	282	241	营业利润	284	532	617	808	971
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	38	12	20	17	33
无形资产	308	379	355	332	308	税前利润	322	543	637	826	1004
长期待摊费用	4	4	3	3	3	减：所得税	30	80	96	124	151
资产总计	5006	5994	6489	7226	8497	净利润	291	463	541	702	853
						归属于母公司的					
短期借款	1385	1384	500	0	0	净利润	241	322	395	504	613
应付票据	103	191	264	316	373	少数股东损益	51	142	146	197	240
应付账款	252	357	400	508	604	基本每股收益	0.42	0.56	0.69	0.88	1.07
预收款项	39	52	68	89	113	稀释每股收益	0.42	0.56	0.69	0.88	1.07
应付职工薪酬	35	20	20	20	20	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
应交税费	-1	36	300	300	300	成长性					
						营收增长率	-20.6				
其他应付款	36	100	100	100	100		%	31.2%	31.2%	21.2%	18.0%
						EBIT 增长率	-18.5				
其他流动负债	0	600	812	1049	1292		%	163.8%	4.7%	28.1%	18.8%
长期借款	391	358	658	858	958	净利润增长率	19.1%	33.8%	22.7%	27.7%	21.6%
负债合计	2730	3260	3283	3397	3916	盈利性					
股东权益合计	2277	2734	3206	3829	4581	销售毛利率	22.3%	30.9%	27.2%	28.0%	28.1%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	9.6%	9.8%	9.2%	9.7%	10.0%
净利润	291	463	541	702	853	ROE	10.6%	11.8%	12.3%	13.2%	13.4%
						ROIC			12.36	14.76	
折旧与摊销销	114	149	273	287	299		4.75%	11.56%	%	%	14.88%
经营活动现金						估值倍数					
流	305	785	1070	1120	1257						
投资活动现金						PE					
流	-427	-724	-160	-172	-172		37.1	27.7	22.6	17.7	14.6
融资活动现金						P/S					
流	29	130	-725	-431	-46		3.6	2.7	2.1	1.7	1.5
现金净变动	-93	191	184	517	1039	P/B	3.92	3.27	2.78	2.33	1.95
期初现金余额	554	460	651	836	1352	股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.9%	1.1%
期末现金余额	461	651	836	1352	2391	EV/EBITDA	31.4	13.8	10.8	8.4	6.7

1. 石膏板-性能优异的新型墙体材料

公司主打产品石膏板主要应用于房屋隔墙和天花板装饰装潢。做为新型墙体材料，石膏板具备优异的性能。

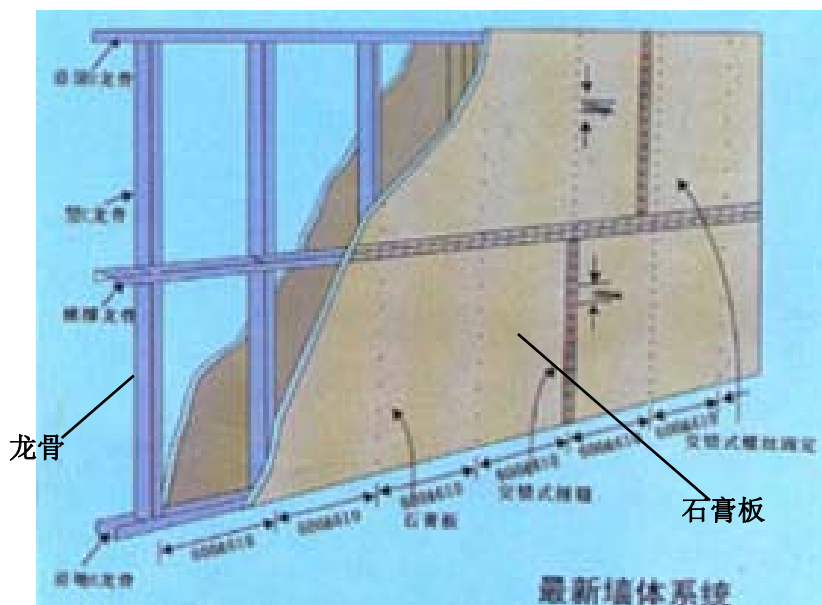
在生产环节，每平方米石膏板生产能耗不超过 1.5kg 标准煤，不足空心黏土砖的 2/5，仅为实心黏土砖的 1/8,水泥的 1/4，玻璃的 1/6,铸石的 1/10。在使用环节，石膏板拥有良好的保温隔热性能，传热系数为 $0.41w \cdot m^{-2} \cdot k$ ，比黏土砖低 25%。总体而言，石膏板隔墙系统在制造和使用流程中，节能降耗的作用比较明显。

轻钢龙骨石膏板墙体厚度一般在 150mm 左右，基本不足混凝土墙体厚度的一半。考虑到国内是按照建筑面积进行房价结算，则轻钢龙骨石膏板墙体的使用将提升建筑的成房率，增加房屋的使用面积。

轻钢龙骨石膏板墙体的重量约为混凝土砌块墙体的十分之一，有效降低整体建筑的荷载，提高建筑物的抗震等级。

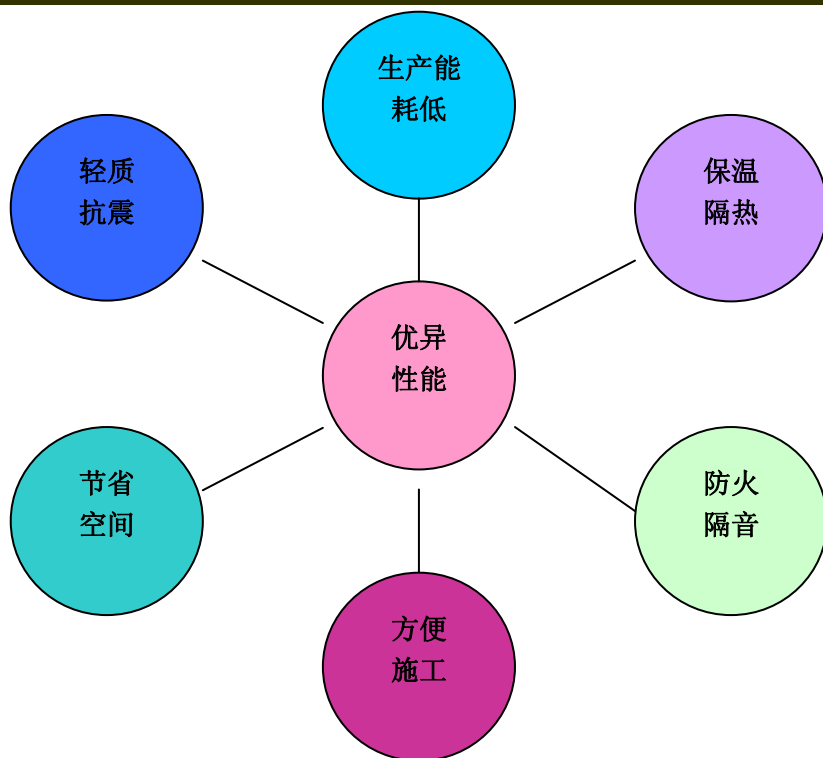
石膏板防火源于成分中含有 $CaSO_4 \cdot 2H_2O$ 。石膏板受火时，先是板芯中的游离水分蒸发出来，吸收少量的热量，降低板周的温度。当温度继续升高，二水石膏的结晶水开始脱离，分解成石膏和水分，这个过程需要吸收大量的热量，可以在比较长的时间里影响板面四周的升温。

图 1: 轻钢龙骨石膏板墙体示意图



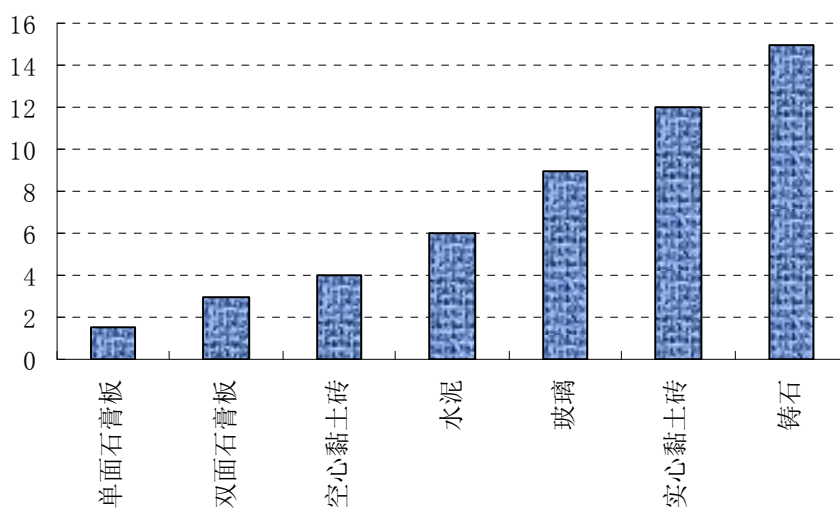
数据来源：渤海证券研究所

图 2: 石膏板性能



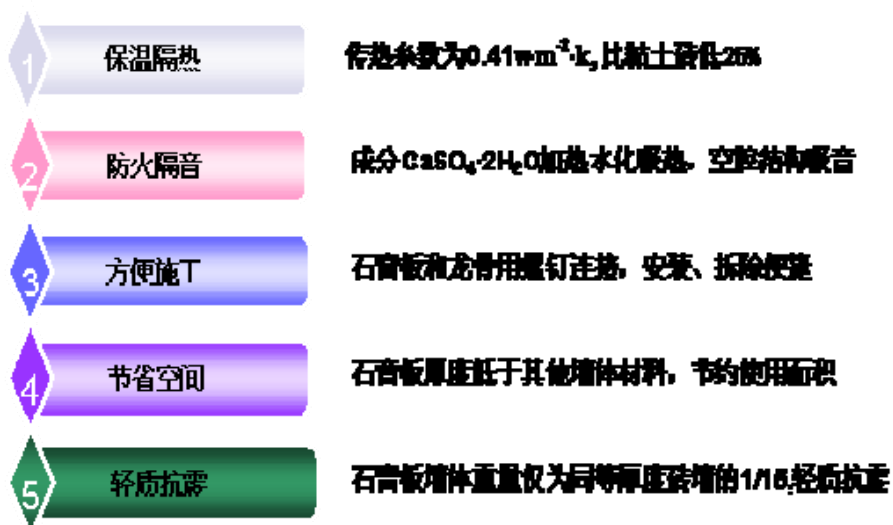
数据来源：渤海证券研究所

图 3: 隔墙材料生产能耗 (kg 标煤/平米)



数据来源：渤海证券研究所

图 4：石膏板性能简介



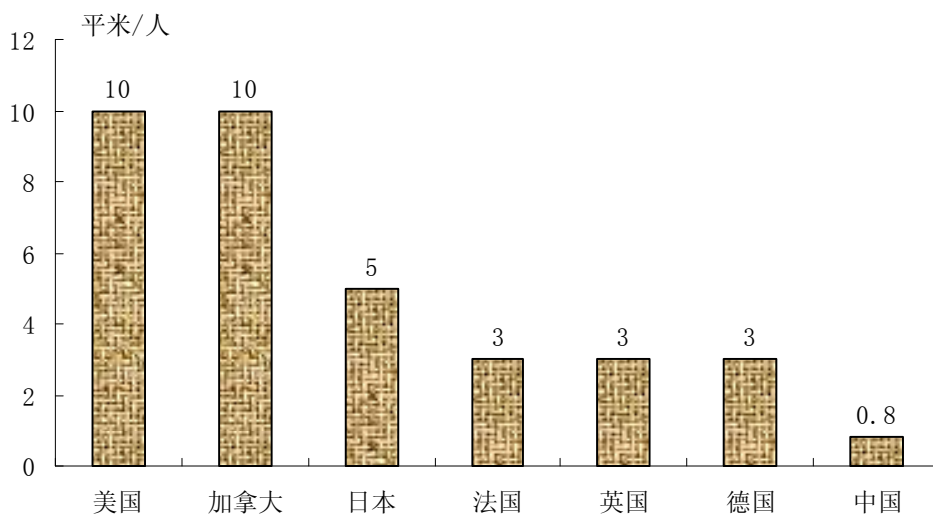
数据来源：渤海证券研究所

2. 石膏板行业市场容量广阔

2.1 发展落后于发达国家水平

我国人均石膏板用量远远低于西方发达国家水平。2008 年，人口仅为 3 亿的美国，石膏板产量达到 25 亿平米；而人口为 13.3 亿人的中国，石膏板产量却仅为 11.1 亿平米，发展差距决定了中国石膏板行业容量具备广阔的提升空间。

图 5：人均用量远低于发达国家



数据来源：渤海证券研究所

2.2 国家产业政策扶持

建筑能耗占社会总能耗的 25%-30%，目前墙体材料主要使用粘土砖。发展新型墙体材料替代粘土砖，有利于保护耕地、节约能源。国家于 2000 年、2005 年、2009 年三次发布《关于公布“在住宅建设中逐步限时禁止使用实心粘土砖”大中城市名单的通知》，先后公布三批禁止使用实心粘土砖城市名单。

另外国家颁布一系列政策推动新型墙体材料的应用和推广。2005 年发布的《关于进一步推进墙体材料革新和推广节能建筑的通知》要求到 2010 年，新型墙体材料产量占墙体材料总量的比重达到 55%以上，建筑应用比例达到 65%以上。2007 年发布的《建材工业“十一五”发展规划纲要》要求到“十一五”末，新型墙体材料产量比例达 60%以上，所有城市禁止使用实心黏土砖。2009 年发布的《关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》规定销售符合规定的纸面石膏实现的增值税实行即征即退 50%。

产业政策的扶持将推动以石膏板墙体材料为代表的新型墙体材料对传统高耗能的粘土砖等墙体材料的替代。

2.3 行业成长驱动力

石膏板用量一般为房屋建筑面积的 3 倍左右，我国 2009 年房屋竣工面积为 7.3 亿平米，构成增量房屋石膏板墙体需求；1987 年以来我国商品房销售面积累计为 57.9 亿平米，这部分存量房屋也存在重新装修的需求，当然存量房还包括非商品房部分。考虑到未来城市化率和百姓购买力的提升，房屋市场对石膏板的需求将随之增长。

在下游结构方面，美国 80%的石膏板用于住宅，而我国 70%的石膏板用于酒店、宾馆、体育场馆、写字楼等公共建筑领域，因此短期受房地产调控的影响较小。长期来看，由于我国七八成的房地产投资集中于住宅，未来随着节能政策的引导和居民消费习惯的改变，住宅市场将成为石膏板的主要增长点。而且在房屋内部使用结构方面，国内 30%的石膏板用于吊顶系统，而国外 80%用于隔墙系统。由于隔墙用量约为吊顶的 2 倍，这一块也构成石膏板在国内市场的增量空间。

图 6: 石膏板在公建和住宅占比-美国

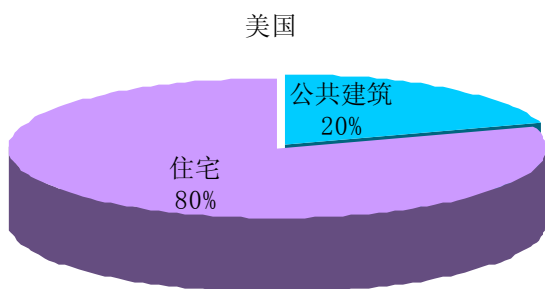
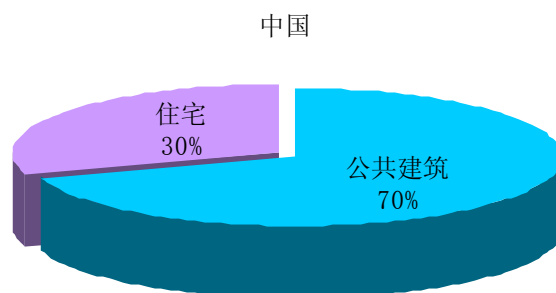


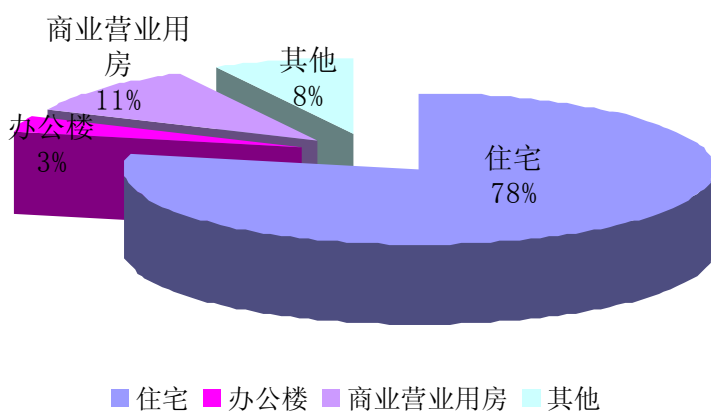
图 7: 石膏板在公建和住宅占比-中国



数据来源: 铁道部, 渤海证券研究所

数据来源: 铁道部, 渤海证券研究所

图 8: 我国房地产投资结构



数据来源: 渤海证券研究所

图 9: 石膏板在隔墙和吊顶占比-美国

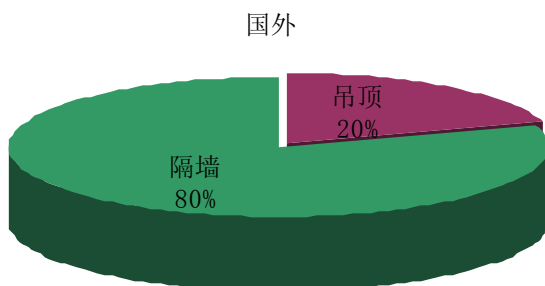
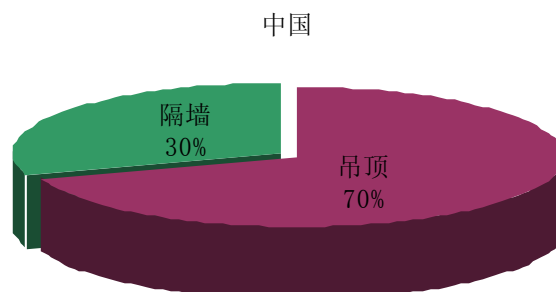


图 10: 石膏板在隔墙和吊顶占比-中国



数据来源: 铁道部, 渤海证券研究所

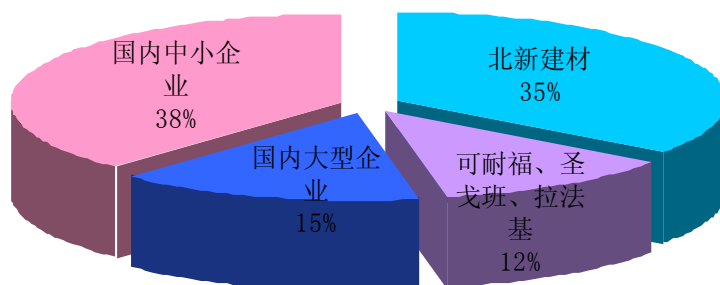
数据来源: 铁道部, 渤海证券研究所

3. 竞争优势保障未来成长

3.1 产能亚洲最大，市场占有率国内第一

公司 2009 年石膏板产能为 7.2 亿平米，是亚洲最大的石膏板生产商。公司在国内市场份额达 35%，远超过国外石膏板巨头和国内大型企业等主要竞争对手在国内的市场份额，占据绝对领先地位。

图 11：石膏板行业市场占有率

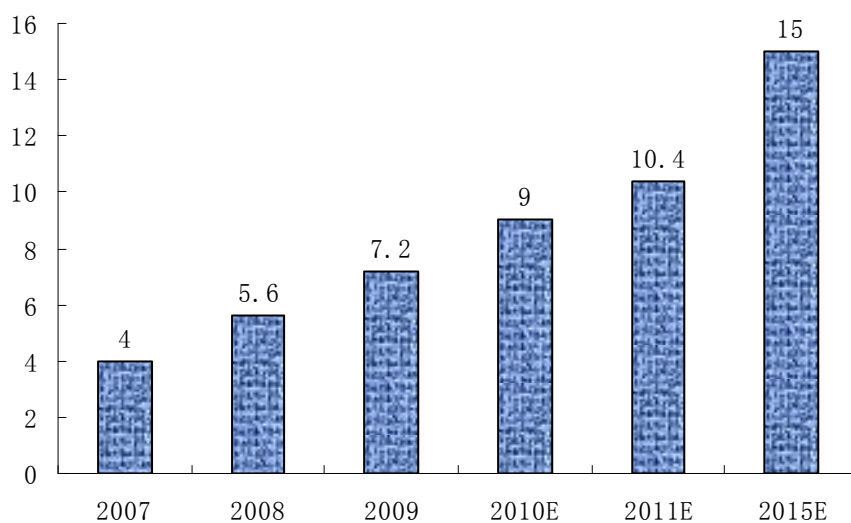


数据来源：渤海证券研究所

3.2 产能高速扩张

公司目前投产、在建和规划石膏板生产线合计为 43 条，合计产能 10.4 亿平米，将于 2011 年全部投产。公司远景规划 2015 年实现产能 15 亿平米，成为全球最大的石膏板企业。2007-2015 产能复合增长率为 18%，2010-2015 年为 10.8%。

图 12: 北新建材石膏板产能（亿平米）



数据来源：渤海证券研究所

3. 3 全国布局，抢占先机

图 13: 北新建材石膏板产业布局



数据来源：渤海证券研究所

公司 43 条生产线布局全国主要的城市和区域，紧邻电厂，抢占脱硫石膏资源，并积极开拓市场，对其他企业设置进入壁垒。

公司销售网络覆盖全国，开发二三线城市和重点城镇，开拓空白市场，为产能投放充分预热并有利于节省运输费用。

3. 4 标杆工程树立口碑

北新建材凭借优异的产品品质和多年的业绩口碑和品牌效应，以及与设计院、建筑施工单位的良好合作，相继中标了包括人民大会堂、国家大剧院、鸟巢、世博会场馆等为代表的国家重点工程项目，为未来参与国内重点工程招投标打下良好基础。

图 14：北新建材重点工程

国家项目			
人民大会堂	国家大剧院	国家会议中心	中央电视台 首都机场三号航站楼
上海世博园	毛主席纪念堂	白云机场	楼
酒店项目			
北京王府饭店	青岛香格里拉	重庆希尔顿酒店	澳门威尼斯人酒店
商场项目			
北京西单商场	新世界百货	北京新东安市场	世纪金源购物中心
写字楼项目			
上海国际会议中心			
中环世贸中心	心	工行总行	上海环球金融中心
银联总部大楼	国贸三期	中行总行	北京东方广场
体育馆项目			
奥林匹克水上公园			
国家体育场（鸟巢）	世博会系列场馆	园	工人体育馆
北京奥运大厦	北京射击馆	国奥村	首都体育馆
学校项目			
清华经济管理学院	北京大学逸夫楼	人民大学明德楼	南开大学教学楼

数据来源：渤海证券研究所

3. 5 双品牌战略，全面覆盖高、中端市场

公司主打石膏板双品牌战略，“龙牌”和“泰山”两个品牌均为中国驰名商标。龙牌产品主要覆盖高端市场，泰山牌产品主要覆盖中端市场。

做为石膏板龙头品牌，“龙牌”曾获得中国名牌产品、中国石膏板市场用户满意第一品牌等荣誉。“泰山”牌获得中国名牌产品、中国环境标志认证产品、中国绿色建材名优品牌等称号，赢得市场广泛认同。

4. 盈利预测和评级

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.69 元、0.88 元和 1.07 元，动态 PE 分别为 23 倍、18 倍和 15 倍，估值优势明显，鉴于公司石膏板产品在节能降耗和防火领域优异的性能，行业市场容量和公司份额良好的拓展空间，维持对北新建材“买入”评级。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn