

强烈推荐-A (维持)

北新建材 000786.SZ

目标估值: 17.60-19.60 元

当前股价: 13.33 元

2011 年 2 月 10 日

问题石膏板事件正面进展, 估值偏低

基础数据

上证综指	2774
总股本(万股)	57515
已上市流通股(万股)	57509
总市值(亿元)	77
流通市值(亿元)	77
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	-7	-9	-20
相对表现	-4	-15	-17



相关报告

- 1、《北新建材-朝阳产业龙头, 蓄势蓬勃》, 2009/3
- 2、《北新建材-有估值修复的需要》, 2010/11

王晶晶

0755-82943246
wangjj@cmschina.com.cn
S1090209090314

据美国消费产品安全委员会日前公布的调查报告显示, 中国产石膏板的产品质量与美国媒体报道的 11 人死亡事件无关。虽诉讼还在进行中, 但无疑有正面加分, 需求方面短期还需承受地产调控的影响, 但目前估值仅为 2011 年 13 倍, 我们相信已部分反应地产调控的负面影响, 而未来五年行业仍处在增长期并且公司市场占有率能继续提升, 维持“强烈推荐-A”投资评级, 12 个月目标价 17.6-19.6 元。

□ **问题石膏板事件正面推进。**2011 年 1 月 31 日, CPSC (美国消费产品安全委员会) 称, 对 11 位据报道称因家中使用中国产石膏板或到访过使用中国产石膏板房屋的死亡者进行调查, 认定其死因与石膏板产品质量没有关系。2010 年 5 月, 公司公告称收到来自美国关于使用中国石膏板诉讼的送达传票提及金额为 15 万美元; 泰山石膏收到传票提及金额为 522 万美元。(上述传票涉及被告也包含数十家出口石膏板到美国的中国生产商和出口商)。公司对自己的产品充满信心, 正在积极应诉中, 而本次 CPSC 报告的发布也是为中国石膏板问题给予了正面的回答, 也为国内推广石膏板扫除消费者疑虑。

□ **石膏板行业周期性弱于地产; 而公司的集中度仍在提升中。**2010 年石膏板全年产量 18.5 亿平, 增速 21%。从增速看, 石膏板需求周期性弱于地产。公司已达到 10 万平的产能规模, 市场担心公司的市场占有率已经较大, 难以提升。事实上, 借助与优势电厂合作的布局优势和龙牌泰山品牌优势, 我们预计公司的市占率正逐步从 09 年 32% 提升至 35%, 未来目标在 50% 以上, 有助于话语权的提升。日本的吉野石膏在当地的市占率为 75%。

□ **估值偏低, 价值投资良好标的。**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。问题石膏事件将逐步淡去; 假设诉讼费用占比收入 1%, 假设 10 亿元的搬迁补贴有一半左右现金会影响财务费用; 预测 2010-2012 年 EPS 为 0.71、0.98、1.27 元。目前 2011 年估值在 13 倍左右, 已部分反应地产调控的影响, 可作为价值投资的合适标的。给予 2011 年 18-20 倍的目标估值, 目标价为 17.6-19.6 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

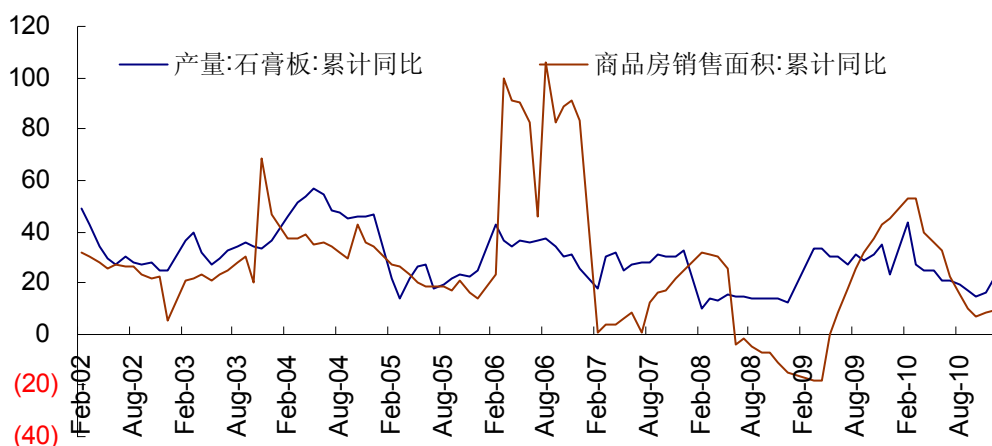
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2496	3275	4284	5853	7430
同比增长	-21%	31%	31%	37%	27%
营业利润(百万元)	284	532	612	923	1198
同比增长	-1%	87%	15%	51%	30%
净利润(百万元)	241	322	408	563	731
同比增长	19%	34%	27%	38%	30%
每股收益(元)	0.42	0.56	0.71	0.98	1.27
PE	31.1	23.2	18.3	13.3	10.2
PB	3.8	3.3	3.0	2.2	1.9

资料来源: 招商证券

盈利预测假设

- 2011-2012 年石膏板产能利用率由 70%提升至 75%左右,需求增长 30%以上;2010 年行业整体的产量增长为 21%,整体周期性要弱于商品房销售。
- 2011-2012 年价格小幅上涨,毛利率为 28%、28.6%;
- 随着规模效应显现,2011-2012 年三项费用率为 13%、12.5%
- 假设诉讼费用占比收入 1%
- 假设 10 亿元的搬迁补贴有一半左右现金会正面影响财务费用
- 预测 2010-2012 年 EPS 为 0.71、0.98、1.27 元。

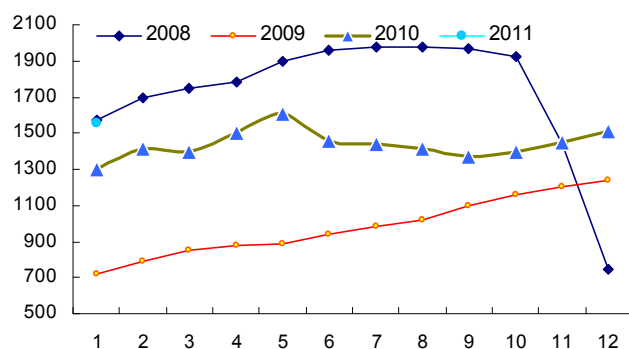
图 1: 石膏板需求周期性要弱于商品房销售,最差时期也能维持 15%左右增长



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

2011 年总体来说还面临一定的原材料上涨压力,护面纸在石膏板成本中占比 40%左右,是影响毛利率的重要因素,我们假设美废同比 10%的上涨、人民币累计 5%的升值,对石膏板毛利率影响在 2 个点左右,假设石膏板的小幅提价、规模效应、技改等因素,2011 年综合毛利率基本持平于 2010 年。

图 2: 美废价格指数: 同比在上涨; 人民币在升值



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

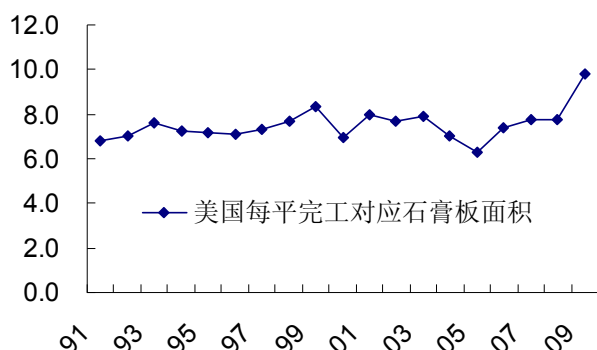
表 1: 分产品收入

	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

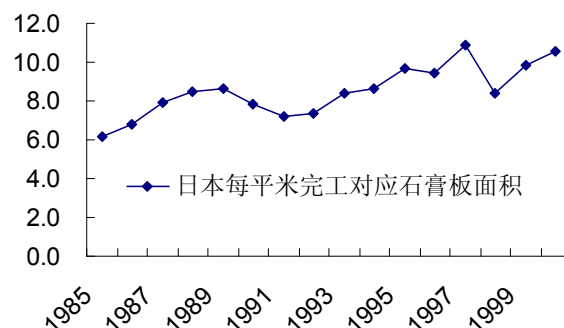
□ **石膏板行业增长空间并未发生变化。**由于石膏板保温节能、轻质、舒适、耐火、易施工的特点, 其在室内加大使用的趋势是一种必然。空间上, 我们看到美国的人均消费面积是 10 平米, 日本是 5 平米, 中国是不到 2 平米; 从每平米完工面积使用看, 美国在 6-8 平米, 日本在 6-10 平米, 中国是 2 平米。当然将后来的需求分布会转化为新增和翻新需求, 翻新比例会上升。

图 3: 美国每平米完工对应石膏板面积



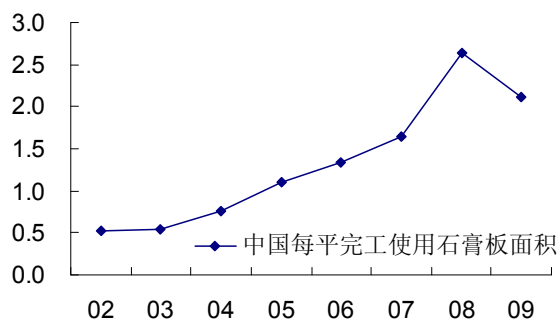
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 4: 日本每平米完工对应石膏板面积



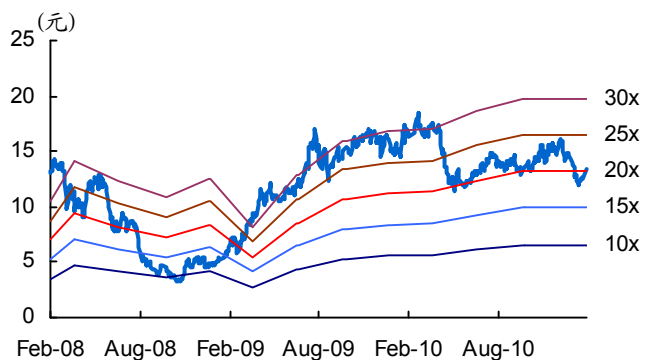
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 5: 中国每平米完工对应石膏板面积



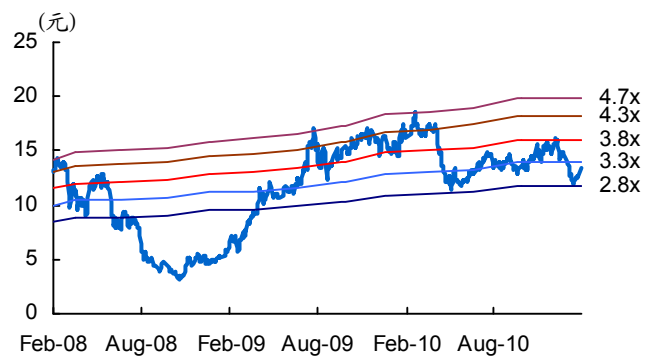
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 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	2080	2767	3382
现金	460	651	500	500	500
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	19	11	21	29	37
应收款项	242	238	291	398	505
其它应收款	82	66	129	176	223
存货	525	681	831	1246	1585
其他	188	391	308	418	531
非流动资产	3490	3956	4308	5229	5985
长期股权投资	250	212	212	212	212
固定资产	2283	2768	3056	3776	4558
无形资产	308	379	341	307	276
其他	648	597	700	934	939
资产总计	5006	5994	6389	7996	9367
流动负债	2239	2818	2758	3266	3794
短期借款	1385	1384	1471	1580	1694
应付账款	252	357	462	626	797
预收账款	39	52	92	125	159
其他	563	1026	732	935	1144
长期负债	491	442	436	399	417
长期借款	391	358	352	317	336
其他	100	84	84	82	82
负债合计	2730	3260	3194	3665	4211
股本	575	575	575	575	575
资本公积金	497	507	507	1007	1007
留存收益	872	1157	1443	1837	2349
少数股东权益	332	494	669	911	1224
母公司所有者权益	1944	2239	2525	3420	3931
负债及权益合计	5006	5994	6389	7996	9367

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	0	0	496	825	1193
净利润			408	563	731
折旧摊销			185	207	242
财务费用			92	96	102
投资收益			(3)	(4)	(4)
营运资金变动			(376)	(307)	(219)
其它			190	270	342
投资活动现金流	0	0	(553)	(1135)	(1005)
资本支出			(549)	(1130)	(1000)
其他投资			(4)	(5)	(5)
筹资活动现金流	(0)	(0)	(94)	310	(188)
借款变动			117	73	130
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	500	0
股利分配			(123)	(169)	(219)
其他			(88)	(94)	(98)
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	4284	5853	7430
营业成本	1940	2263	3081	4175	5312
营业税金及附加	6	9	12	16	20
营业费用	155	191	223	299	372
管理费用	160	193	253	334	416
财务费用	67	72	92	96	102
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	612	923	1198
营业外收入	42	30	40	60	60
营业外支出	4	19	18	58	58
利润总额	322	543	634	925	1200
所得税	30	80	51	120	156
净利润	291	463	583	805	1044
少数股东损益	51	142	175	241	313
母公司所有者净利润	241	322	408	563	731
EPS (元)	0.42	0.56	0.71	0.98	1.27

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-21%	31%	31%	37%	27%
营业利润	-1%	87%	15%	51%	30%
净利润	19%	34%	27%	38%	30%
获利能力					
毛利率	22.3%	30.9%	28.1%	28.7%	28.5%
净利率	9.6%	9.8%	9.5%	9.6%	9.8%
ROE	12.4%	14.4%	16.2%	16.5%	18.6%
ROIC	7.8%	11.5%	12.8%	14.2%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	54.5%	54.4%	50.0%	45.8%	45.0%
净负债比率	35.5%	29.1%	29.1%	24.2%	22.0%
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
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	4.1	4.0	3.8
应收帐款周转率	7.9	13.6	16.2	17.0	16.5
应付帐款周转率	6.7	7.4	7.5	7.7	7.5
每股资料(元)					
每股收益	0.42	0.56	0.71	0.98	1.27
每股经营现金	0.00	0.00	0.86	1.43	2.07
每股净资产	3.38	3.89	4.39	5.95	6.84
每股股利	0.07	0.12	0.21	0.29	0.38
估值比率					
PE	31.1	23.2	18.3	13.3	10.2
PB	3.8	3.3	3.0	2.2	1.9
EV/EBITDA	15.8	9.7	8.1	5.9	4.7

分析师承诺

负责本研究报告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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。