

分析师： 邹戈，刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022
 联系人： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

产能扩张+“制高点”营销带来业绩稳健增长——2010 北新建材年报点评

事件描述

北新建材今日发布 2010 年年报，其主要内容为：

- 报告期内实现营业收入 436907.68 万元，营业利润 61296.93 万元，同比分别增长 33.41%和 15.32%
- 实现利润总额 6527.20 万元，同比增长 20.18%
- 归属于母公司股东净利润 41669.41 万元，比上年同期增长 29.48%，对应每股收益 0.724 元。

事件评论

第一，产能扩张+营销渠道建设，全年业绩快速增长

报告期内，公司业绩保持高速增长，营业收入为 436907.68 万元，同比增速达到 33.41%；归属于母公司股东净利润 41669.41 万元，比上年同期增长 29.48%。增长的主要原因：

- 随着全国布局的持续进行，新建的石膏板生产线陆续竣工投产，产能规模迅速扩大；
- 大力拓展地县级市场销售渠道，并进军新农村及保障性住房建设，有效消化了高速增长的产能，扩大了销量。

图 1：近两年公司营业收入保持高增长

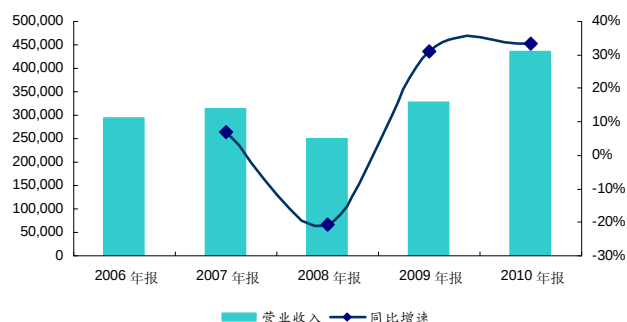
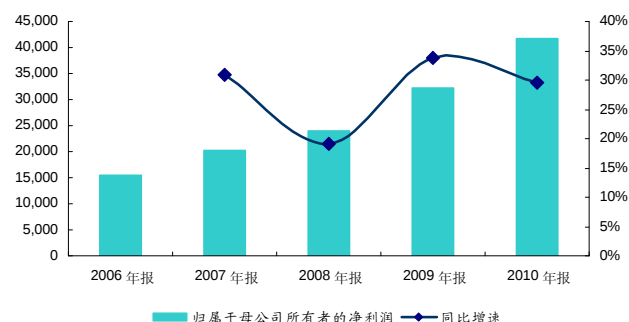


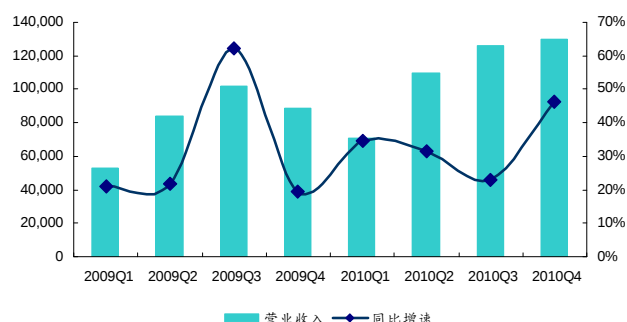
图 2：归属母公司净利润同样增长稳健



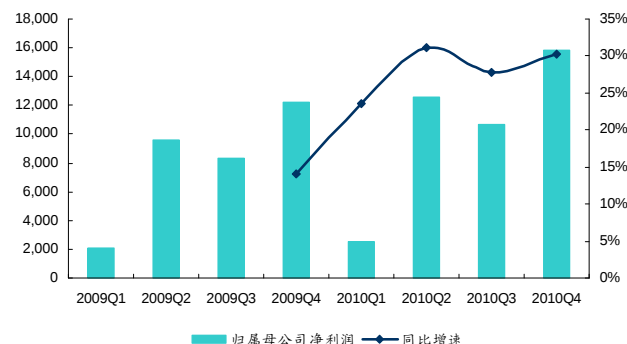
资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

分季度来看，四季度营业收入同比大增，增速高达 46%，主要原因是新投产的生产线开始释放产能；归属于母公司净利润各季度增速稳定，均保持在 30%左右。

图 3：四季度营业收入同比大增


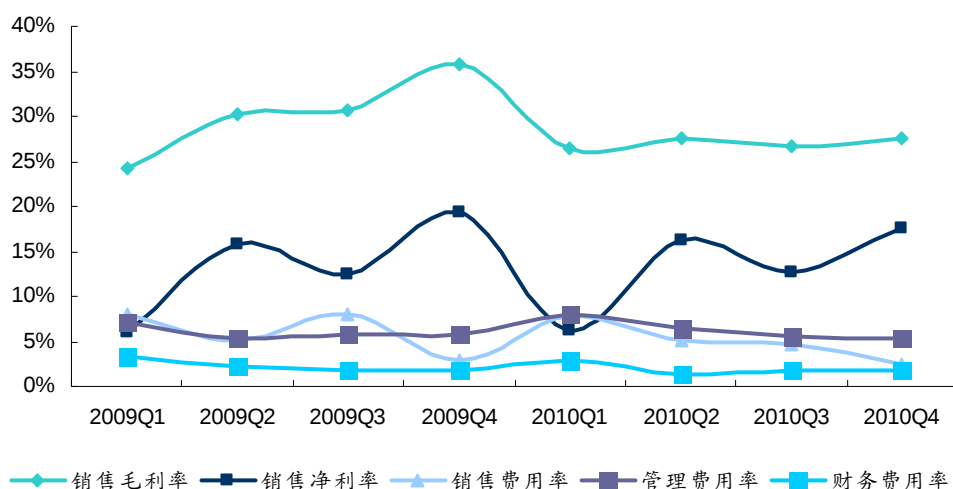
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：分季度归属母公司净利润增速同样较高


资料来源：公司公告，长江证券研究部

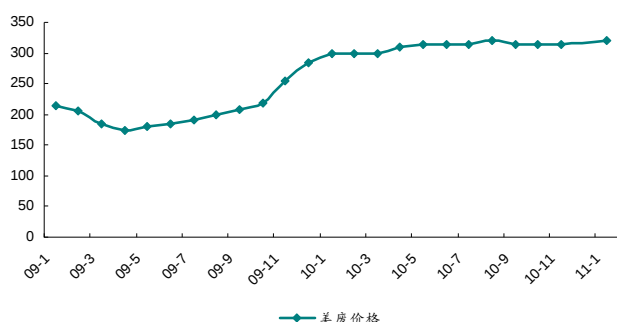
从毛利率情况来看，虽然四季度均稳定在 26% 以上，较 09 年却降低了近 4 个百分点，主要原因是原材料的持续涨价；不过净利率较上年降幅仅为 0.17%，主要是由于期间费用率的改善、享受石膏板资源综合利用和高新技术企业带来的所得税优惠等。

报告期内，公司产能持续扩张，相应增设公司管理机构，导致管理人员薪酬和管理机构费用增加；应对国际贸易诉讼也产生了较大诉讼费用；同时新产品开发力度加强，增加了科研经费投入。尽管如此，公司期间费用率仍得到了改善，从 13.93% 降至 12.57%，管理控制能力较强。

图 5：销售毛利率保持稳定，期间费用率同比、环比均改善


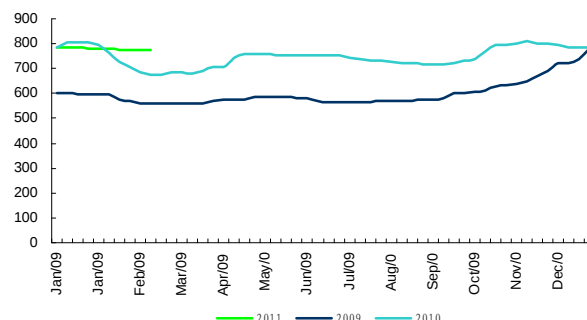
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：2010 年美废价格较上年同期增长约 100 美元



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：山西优混煤炭价格 2010 年涨幅明显



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，继续践行产能扩张及“制高点”渠道营销思路

报告期内，公司快速推进全国石膏板产业布局 and 项目建设，至 2010 年底公司拥有已投产和在建石膏板生产线达 48 条，业务规模超过 10 亿平方米，位居亚洲第一，营销网点遍布全国 113 个经济发达的地级市及部分重点县级市。未来公司将加快项目建设进展，“十二五”规划做到 20 亿平方米石膏板产能布局，战略目标是业务规模世界第一。

表 1：公司 2010 新增生产线情况

企业	生产线	所在地	项目总投资（万元）	产生收益（万元）	产能（万平方米）	投产时间
北新本部	纸面石膏板	四川广安	10485.27	831.28	3000	2010.3
		湖北武汉	11194.85	465.32	3000	2010.5
		辽宁铁岭	10055.08	255.64	3000	2010.10
		河北故城	9270.00	尚未	3000	已试运行
		江苏太仓	10848.00	尚未	3000	已试运行
		山东平邑	4000.00	尚未	3000	已试运行
		江苏句容	13260.00	尚未	3000	已试运行
		纤维水泥瓦	江苏苏州	3790.00	尚未	60
泰山石膏	纸面石膏板	江西丰城	7229.24	561.56	3000	2010.3
		河南偃师	10963.48	2577.57	3000	2010.6
		安徽铜陵	9069.53	2322.93	3000	2010.6
		湖北荆门	4900.00	尚未	3000	已试运行
		重庆市	3500.00	尚未	2000	已试运行
		广东惠州	7971.32	尚未	3000	在建
		贵州福泉	7656.62	尚未	2000	在建
		宁夏银川	7019.00	尚未	3000	在建
		江苏南通	8968.76	尚未	3000	在建
		四川什邡	8937.00	尚未	3000	在建
合计					49060	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

从石膏板行业特征和公司发展路径，我们分析认为：

一方面，我国石膏板需求成长空间仍然较大，2010 年中国石膏板产量为 18.5 亿平米，同比增长 21%，过去十年增长了近十倍。我们预计“十二五”期间，中国石膏板产量仍将保持 10%左右增速，公司在产能扩张还在不断加速，凭借自身优势，市场占有率将有望提升至 50%；

另一方面，公司不断加强品牌建设及营销渠道建设等战略管理。尤其是渠道建设上，一级、二级石膏板经销商总数达到 3000 多家，在全国形成了密集分销的布局，加上公司与全国各大装饰公司建立了良好的长期合作关系，将全面提高产能利用率，实现石膏板销量的持续增长。

另外，值得一提的是，工信部日前发布《工业副产石膏综合利用意见》，未来将提高天然石膏开采成本，提倡使用工业副产石膏，并将给予综合利用公司适当的支持和补贴。公司作为国内石膏板行业的龙头，生产线已经能够达到 100% 使用脱硫石膏为原料，并且也多毗邻火电厂而建。未来随着政策细则的进一步出台，公司或将成最大受益者。

同时，公司将品牌建设上升到公司核心战略的高度，强化龙牌和泰山牌双品牌形象，将进一步提高产品的市场占有率和获利能力。

第三，新型房屋业务及海外市场开拓成为未来利润新的增长点

公司在新型房屋业务方面的开拓在国外已经取得进展：完成了内蒙古莲花酒店 70 套轻钢结构别墅整体建设项目；与北京市建委和农委合作，在密云建设了 2 个新农村示范房项目，并参与制定北京市新农村建设地方标准；完成了平谷 30 套木结构独栋房屋建设任务。

从国外来看，地震多发的日本的钢结构建筑新型方面的比例高达 65%，但在地震同样多发的我国，新型房屋占比仅 1% 不到，发展空间非常巨大。尤其是这次日本大地震，以及汶川、玉树、云南等地震，将使新型房屋在我国的应用有更广泛的要求。新型房屋将成为我国未来建筑的一个重要发展方向。

今年 3 月，公司控股子公司北新房屋签署的赞比亚房建项目是公司所有海外项目中少数的大单，将有效推广公司的薄板钢骨新型房屋业务，打开海外市场业务空间。

新型房屋业务的发展将推动公司石膏板业务同步增长，海外市场的重大突破打开了新的成长空间，公司未来利润增长点将更加广阔。

第四，维持“推荐”评级

随着公司在全国产能布局的加速、渠道营销的不断完善、国外市场的逐步开拓以及新型房屋业务的大力发展，公司高速增长态势将得到保持，未来存在超预期可能。预计公司 2011-13 年的 EPS 分别为 1.09、1.35 和 1.61 元/股，对应 3 月 18 日收盘价 15.49 元，PE 分别为 14.2、11.5、9.6 倍，维持“推荐”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	4369	6000	7115	8357	货币资金	819	600	1814	3792
营业成本	3187	4329	5138	6040	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1182	1671	1977	2316	应收账款	197	119	142	166
% 营业收入	27.1%	27.8%	27.8%	27.7%	存货	875	592	0	0
营业税金及附加	5	7	8	10	预付账款	243	331	392	461
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	202	277	328	386	流动资产合计	2153	1667	2378	4454
% 营业收入	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	266	366	434	509	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	长期股权投资	209	209	209	209
财务费用	81	90	41	13	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	1.5%	0.6%	0.2%	固定资产合计	4193	4468	4127	3618
资产减值损失	11	0	0	0	无形资产	664	631	599	569
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	26	0	0	0
营业利润	613	931	1166	1399	其他非流动资产	88	88	88	88
% 营业收入	14.0%	15.5%	16.4%	16.7%	资产总计	7357	7087	7425	8963
营业外收支	40	50	50	50	短期贷款	2121	964	0	0
利润总额	653	981	1216	1449	应付款项	717	619	735	864
% 营业收入	14.9%	16.4%	17.1%	17.3%	预收账款	42	57	68	80
所得税费用	42	63	78	93	应付职工薪酬	24	33	39	46
净利润	611	919	1138	1356	应交税费	15	23	28	34
归属于母公司所有者的净利润	416.7	626.4	776.5	924.8	其他流动负债	101	138	164	192
少数股东损益	194	292	362	431	流动负债合计	3021	1835	1034	1216
EPS (元/股)	0.72	1.09	1.35	1.61	长期借款	422	422	422	422
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	912	1488	2690	2375	递延所得税负债	2	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	692	692	692	692
收回现金	0	0	0	0	负债合计	4137	2949	2148	2330
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	2590	3217	3993	4918
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-1206	-460	-471	-384	少数股东权益	630	922	1284	1715
其他	541	0	0	0	股东权益	3220	4139	5277	6633
投资活动现金流净额	-665	-460	-471	-384	负债及股东权益	7357	7087	7425	8963
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.724	1.089	1.350	1.608
银行贷款增加 (减少)	127	-1157	-964	0	BVPS	4.50	5.59	6.94	8.55
筹资成本	206	-90	-41	-13	PE	37.52	24.95	20.13	16.90
其他	-412	0	0	0	PEG	1.23	0.82	0.66	0.56
筹资活动现金流净额	-79	-1247	-1005	-13	PB	6.04	4.86	3.92	3.18
现金净流量	168	-219	1214	1978	EV/EBITDA	19.84	13.25	6.94	5.25
					ROE	16.1%	19.5%	19.4%	18.8%

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

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。