

公司简评

北新建材（000786）：

产能续扩张，业绩有保障

主要观点：

石膏板业务仍乃公司快速扩张期中的重中之重

从目前公司三大业务的细分来看，公司目前仍倚重于石膏板业务。从近几年的数据来看，石膏板业务在公司主营业务收入占比中占据绝对的比重，并且一直维持较高的毛利率水平，所以，从短期来看，石膏板业务直接决定了公司未来几年整体业绩状况。石膏板业务仍乃公司快速扩张期中的重中之重。

2010 年公司产能迅速扩张，业绩快速提升

2010 年，公司石膏板业务在全国范围内加大布局力度，产能扩张迅速。同时，随着产业布局的深入，公司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。“产能+渠道”双核驱动使得公司 2010 年业绩出现了快速提升。我们也注意到公司的营运成本出现了大幅上升的情况，综合分析我们认为公司目前处于产能扩张期和渠道伸展期，营运成本出现一定幅度的上涨是一种良性的情况，先期的成本投入为未来业绩的加速增长做好了铺垫。

石膏板行业“十二五”期间将迎来快速增长期

“十二五”期间，随着中国的工业化、城市化进程的加快，以及新农村建设和保障房建设的铺开，未来国内市场对新型建筑材料包括石膏板的需求仍将旺盛，市场空间巨大。目前我国房地产每平方米完工面积对应石膏板用量以及人均消费情况来看，“十二五”期间石膏板行业将迎来快速增长期。

公司石膏板业务将进入快速增长期

目前石膏板业务在公司营收贡献中的比重已经超过了 80%，公司计划在 3-5 年内完成石膏板业务产能翻一倍的目标。从石膏板业务产能扩张的方式来看更讲求内生性增长，而且目前公司现金流丰富，未来的进一步扩张有保障。同时，从成本价格的角度分析我们发现 2010 年公司在极为不利的条件下仍实现了业绩的快速增长，充分彰显了公司在技术创新方面的巨大优势。

财务数据与估值：

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	3275	4369	6029	8441	11986
同比增长率	31.20%	33.41%	38.00%	40.00%	42.00%
净利润（百万元）	463	611	703	1192	1970
同比增长率	33.77%	29.48%	39.94%	69.50%	65.28%
每股收益（EPS）	0.56	0.72	0.93	1.58	2.61
PE	28.2	21.8	16.9	10.0	6.0
PB	3.3	2.8	2.5	1.9	1.4

公司研究

走势预测

买入

华安证券研究所

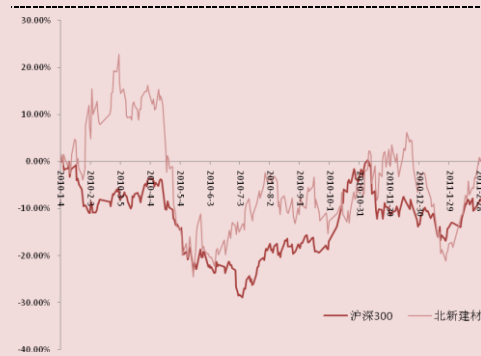
邮件地址：gongmoheng@hotmail.com

联系电话：0551-5161881

分析日期：2011 年 03 月 22 日

股价表现

近年来股价走势



相关研究报告

一、石膏板业务仍乃公司快速扩张期中的重中之重

公司概况：

北新集团建材股份有限公司是国务院国资委直属中央企业中国建材集团旗下的 A 股上市公司，目前公司已发展成中国最大的新型建材产业集团和亚洲最大的石膏板产业集团。北新建材是中国新型节能环保建材规模化生产和应用的引领者，大力发展循环经济、建筑节能和住宅产业化，致力于为公共建筑和家庭客户提供一揽子应用解决方案，目前拥有三大业务体系：

- 墙体及吊顶系统---由石膏板、龙骨、矿棉板、岩棉及配套产品构成的墙体及吊顶系统解决方案；
- 住宅部品及建筑节能系统---由门窗、暖气片、龙牌漆、静音管等住宅部品构成的建筑节能环保系统；
- 新型房屋及建筑外围护系统---轻钢结构新型房屋、木结构新型房屋及金邦板、瓦建筑装饰外围护系统。

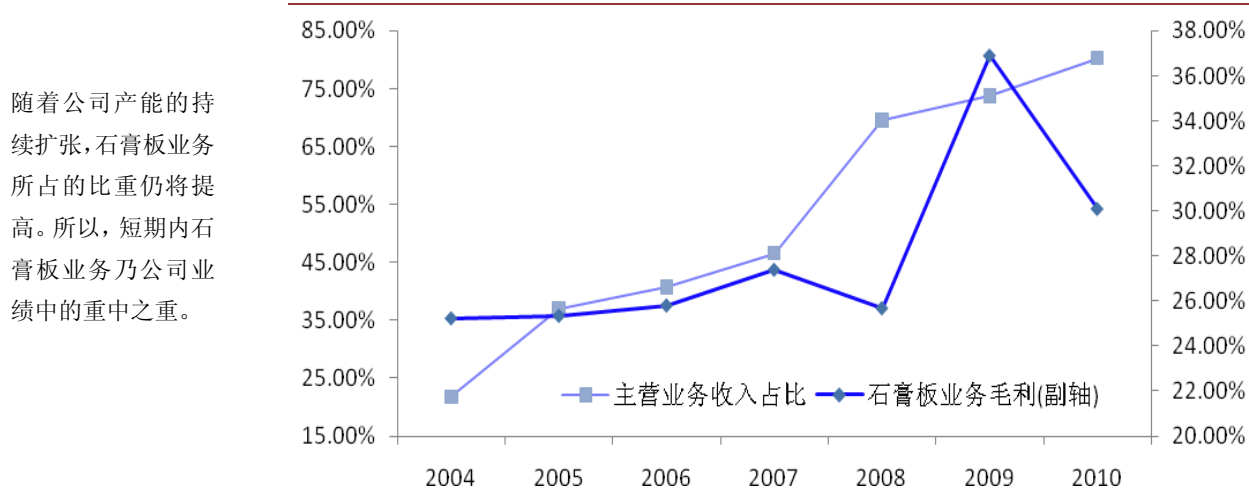
公司的行业地位及优势：

规模	2010 年，公司的石膏板业务规模达到年产 10 亿平方米，位居亚洲第一； 公司的矿棉板业务规模达到年产 1,600 万平方米，位居中国第一； 公司的轻钢龙骨业务规模达到年产 69,000 吨，位居中国第一。
品牌	公司龙牌和泰山牌产品被业内人士广泛认同，在业内拥有极高的品牌知名度和美誉度。
技术	北新建材的技术创新紧紧围绕三大板材产品——石膏板、矿棉板和水泥外墙板来制定，目标是最大限度地利用工业废渣作为生产原料，最大限度地实现工业生产的节能降耗，最大限度地实现制造过程的环保和安全。 北新建材拥有国家级企业技术中心、博士后流动站。
营销	北新建材产品品种多、营销网络密集，经过多年的市场培育，已在全国建有 3000 多家营销网络，遍布各大中城市及发达地区县级市。
管理	北新建材推行一体化、模式化、流程化、制度化、数字化“五化+KPI”管理模式，强化目标管理、精细管理和对标管理，实现向管理要效益的目标。

资料来源：公司年报 华安证券研究所

从公司目前三大业务体系来看（图 1），公司未来发展更强调从传统普通建材供应商向新型节能环保建筑整体系统供应商转变。从目前公司三大业务的细分来看，公司目前仍倚重于石膏板业务。从近几年的数据来看，石膏板业务在公司主营业务收入占比中占据绝对的比重，并且一直维持较高的毛利率水平，所以，从短期来看，石膏板业务直接决定了公司未来几年整体业绩状况。随着目前公司进一步扩充石膏板业务产能的决心越来越强，石膏板业务仍乃公司未来快速扩张期中的重中之重。

图 1：石膏板业务主营收入占比及其毛利情况



数据来源：公司年报 华安证券研究所

二、2010 公司产能迅速扩张，业绩快速提升

2010 年公司年报点评：

报告期内，公司围绕品牌建设和技术创新，不断推进全国产能布局和项目建设，不断加大市场推广和全国营销网络建设力度，不断深化管理整合，推行一体化、模式化、流程化、制度化、数字化“五化+KPI”管理模式，紧盯竞争对手、紧盯市场、紧盯价格、紧盯单位消耗成本费用，狠抓大客户、大项目、大订单，公司业绩取得了良好的效果，与上一年度相比大幅提升。报告期内，公司实现营业收入 436,907.68 万元，比上年增长 33.41%；营业利润 61,296.93 万元，比上年增长 15.32%；净利润 41,669.41 万元，比上年增长 29.48%。

报告期公司的基本财务状况：

	营业总收入	利润总额	归属上市公司股东净利润	扣除非经常损益的净利润	经营活动产生现金流净额
本年比去年增减(%)	33.41%	20.18%	29.48%	23.17%	16.15%

资料来源：公司年报 华安证券研究所

报告期公司基本的财务指标：

	基本每股收益	稀释每股收益	扣除非经常损益每股收益	加权平均净资产收益率(ROE)	扣除非经常损益加权平均 ROE	每股经营现金流
本年比去年增减(%)	29.29%	29.29%	23.18%	1.85%	0.95%	16.11%

资料来源：公司年报 华安证券研究所

北新建材致力于新型节能环保建材的生产，其中石膏板业务报告期收入占比达到了 80.28%，目前公司

拥有 10 亿平方米的产能，是亚洲最大的石膏板企业。从报告期公司主营业务收入状况来看，石膏板业务不但收入占比大，而且营业利润率也要高于其他建材品种。

报告期公司主要业务经营状况：

	营业利润率	营业收入比上年增减	营业成本比上年增减	营业利润率比上年增减
建材行业	27.50%	32.88%	40.10%	-3.74%
报告期公司主要产品的经营状况：				
石膏板	30.11%	45.09%	60.77%	-6.8%

数据来源：公司公告 华安证券研究所

同时，我们注意到该报告期内石膏板业务营业成本出现了大幅上升的情况，这也直接导致了营业利润率环比去年下降了 6.8%。导致营业成本大幅上涨以及营业利润率环比下降的主要原因有以下两个方面：

- 产品销售量大幅增加，导致总营业成本上升：2010 年公司在全国范围内进行石膏板产业布局，公司及所属分、子公司新建的石膏板生产线陆续竣工投产，产能规模迅速扩大，从而提高了区域市场的产品供应效率和供应能力；同时，随着产业布局的深入，公司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。以上举措，使得石膏板销售规模持续扩大，导致本期实现的销售收入大幅增加。同时，也导致了总营业成本大大幅上升。
- 2010 年国内的原材料及煤电油运持续涨价，也相应导致了产品的制造成本增加。

综合分析，我们认为公司目前处于产能扩张期和渠道伸展期，营运成本出现一定幅度的上涨是一种良性的情况，先期的成本投入为未来业绩的加速增长做好了铺垫。

三、石膏板行业“十二五”期间将迎来快速增长期

石膏板是以建筑石膏为主要原料制成的一种材料。它是一种重量轻、强度较高、厚度较薄、加工方便以及隔音绝热和防火等性能较好的建筑材料，是当前着重发展的新型轻质板材之一。石膏板在国外的历史已经超过百年，广泛用于住宅、办公楼、商店、旅馆和工业厂房等各种建筑物的内隔墙、墙体覆面板（代替墙面抹灰层）、天花板、吸音板、地面基层板和各种装饰板，具有防火、隔音、隔热、轻质、高强、收缩率小等特点，稳定性好、不老化、防虫蛀，可用钉、锯、刨、粘等方法施工，是一种经过历史考验、值得信赖的绿色环保建材。

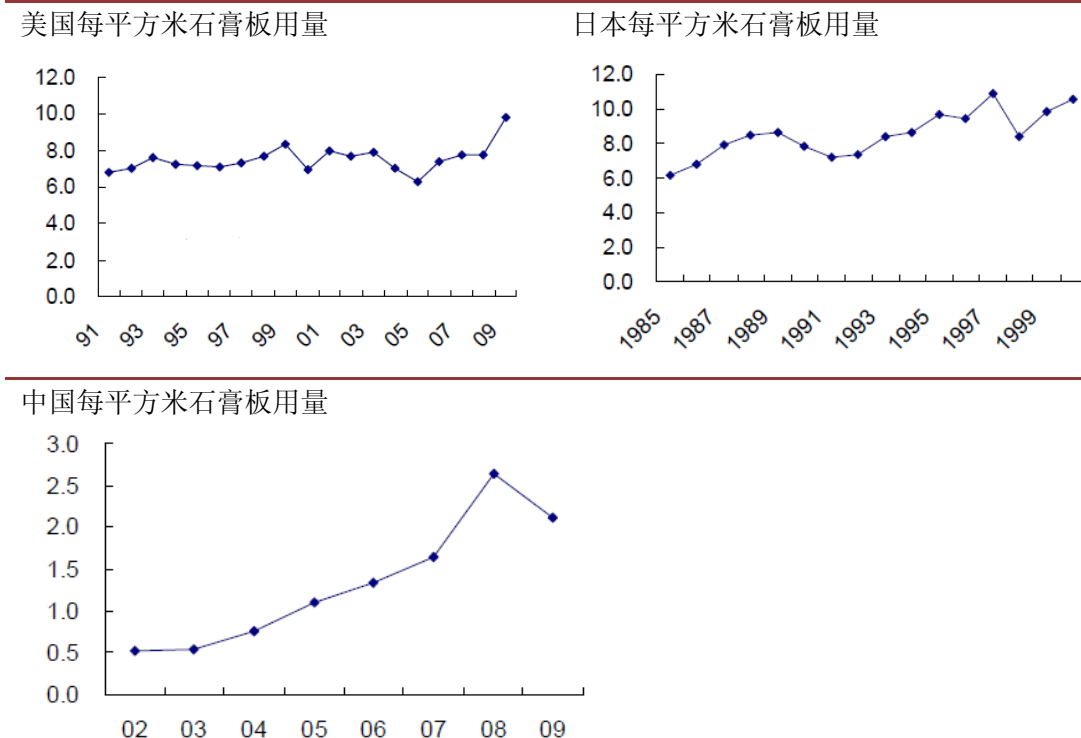
我国是能源极其匮乏的国家，而建筑能耗占我国总能耗的 25%-30%，国家政策倡导和鼓励由新型节能建材替代传统高能耗建材材料。长期以来，石膏板在中国被作为新型节能环保建材得到大力推广和广泛应用。

展望“十二五”，随着中国的工业化、城市化进程的加快，以及新农村建设和保障房建设的铺开，未来国内市场对新型建筑材料包括石膏板的需求仍将旺盛，市场空间巨大。从行业竞争格局看，目前行业中技术落后、高能耗、低质量的生产线还大量存在，市场集中度仍有提高的空间。

从国际上房地产每平米完工面积对应石膏板用量来看，我国较欧美等发达国家建筑耗材相比还具有较

大的差距。目前国际上房地产每平方米完工面积对应石膏板用量仍处于上升的趋势，我国近年来建筑施工中石膏板用量也出现了较快速度的上涨。

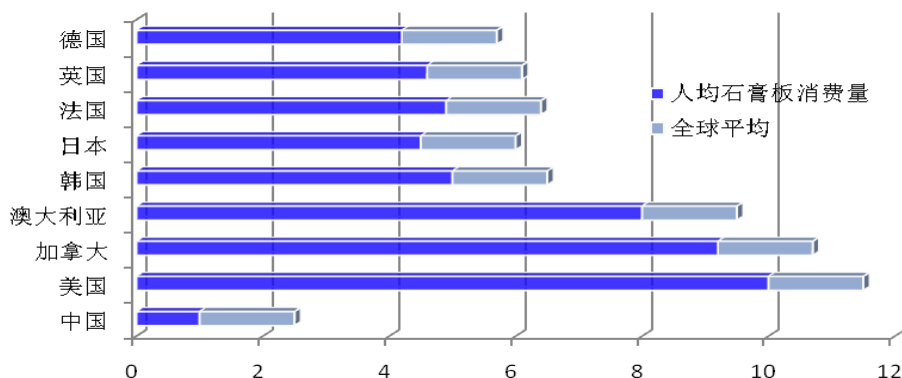
图 2：美国、日本、中国房地产每平方米石膏板用量



数据来源：WIND、中经网、华安证券研究所

我国目前人均石膏板消费水平不但与发达国家相比差距甚远，而且落后于全球平均水平。随着城市化进程等一系列催化剂影响，未来我国对于住房结构和质量的要求都将更高，目前整个社会的建筑结构正在从传统混凝土结构向钢结构转变。为减轻自重、干法施工，钢结构房屋的贴面、隔墙会使用大面积使用石膏板，按经验数据，每平米建筑面积至少使用 3 平米石膏板以上。而且石膏板防火和保温的性能越来越受到重视。因而，我们认为未来石膏板需求空间巨大。

图 3：全球人均石膏板消费情况



数据来源：WIND 华安证券研究所

四、公司石膏板业务将进入快速增长期

产能扩张：

目前公司在全国 20 个省市拥有石膏板生产线 43 条，业务规模超过 10 亿平米，在国内及海外市场进一步发展到超过 65 条大型石膏板生产线，目前公司积极推动新一轮的石膏板产业规划布局及选址工作，着力推进 20 亿平方米石膏板产能布局，朝着石膏板业务规模世界第一的战略目标快速前进。

图 3：北新建材石膏板业务布局



资料来源：公司网站 华安证券研究所

目前公司产能进入新一轮扩张期，公司计划在未来的 3-5 年内实现产能翻一番，达到 20 亿平方米的石膏板产能水平。目前公司新扩张项目主要有：

新增项目			
项目名称	项目金额	项目进度	项目收益
四川广安	10,485.27	正式投产	831.28
湖北武汉	11,194.85	正式投产	465.32
辽宁铁岭	10,055.08	正式投产	255.64
江西丰城	7,229.24	正式投产	561.56
河南偃师	10,963.48	正式投产	2,577.57
安徽铜陵	9,069.53	正式投产	2,322.93

新增项目合计新增产能 1.8 亿平方米

试运行项目			
项目名称	项目金额	项目进度	项目收益
河北故城	9,270.00（预算）	试运行	尚未产生收益
江苏太仓	10,848.00（预算）	试运行	尚未产生收益
山东平邑	4,000.00（预算）	试运行	尚未产生收益
江苏句容	13,260.00（预算）	试运行	尚未产生收益
湖北荆门	4,900.00（预算）	试运行	尚未产生收益
重庆投资	3,500.00（预算）	试运行	尚未产生收益

试运行项目合计新增产能 1.7 亿平方米

在建项目			
项目名称	项目金额	项目进度	项目收益
广东惠州	7,971.32（预算）		
贵州福泉	7,656.62（预算）		
宁夏银川	7,019.00（预算）		
江苏南通	8,969.76（预算）		
四川什邡市	8,937.00（预算）		

在建项目合计新增产能 1.4 亿平方米

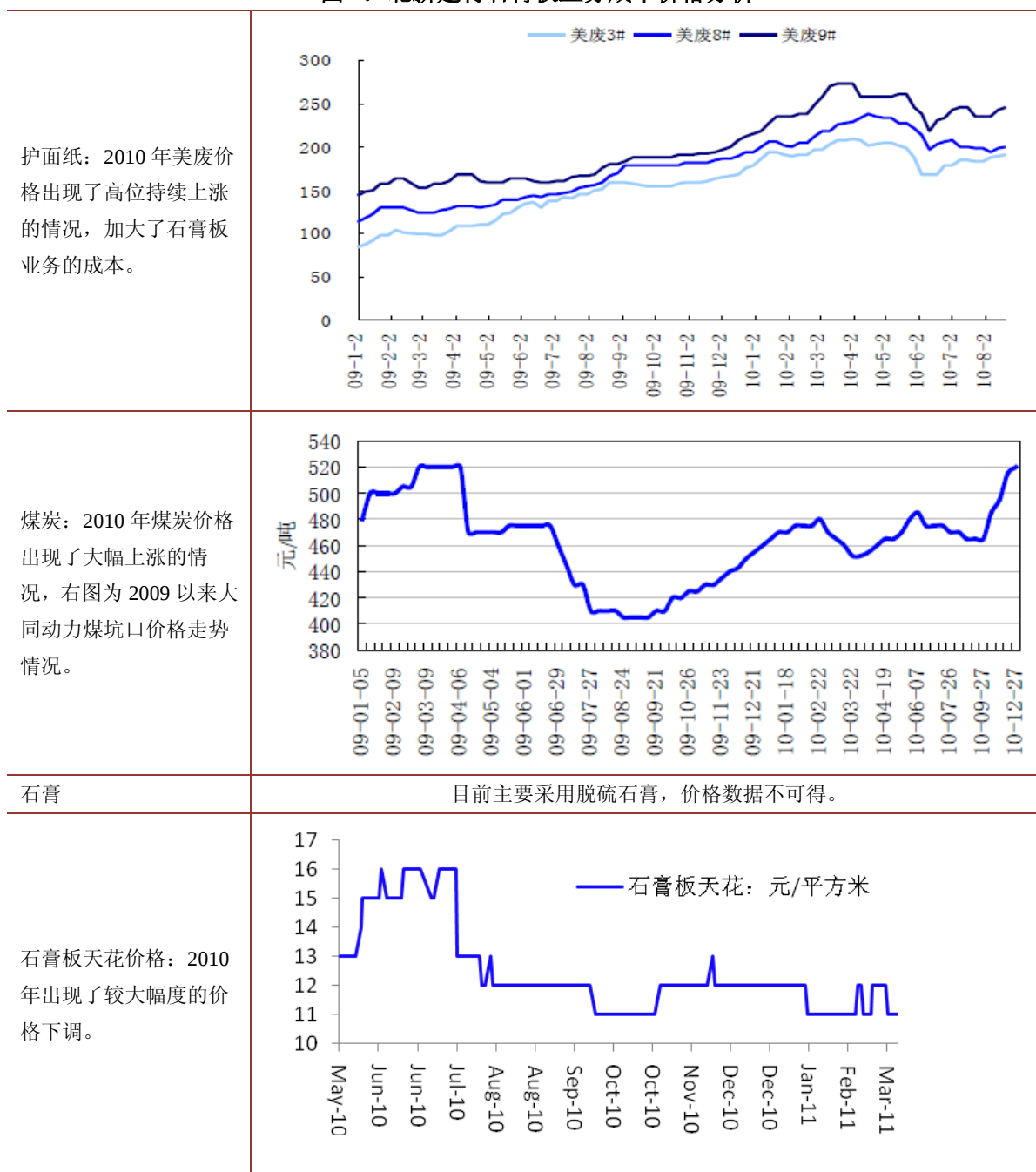
新增项目、试运行项目、新建项目合计为 16 个项目，新增产能合计达到 4.9 亿平方米。比照公司的发展目标：国内及海外市场进一步发展到超过 65 条大型石膏板生产线，推进 20 亿平方米石膏板产能布局来看，目前的公司仍需新增超过 7 个项目，5 亿平方米左右的潜在产能。所以，未来公司的产能扩张步伐将进一步加速，目前公司的现金流较为充裕，无疑为进一步的产能扩张提供了有力的保障。

同时，我们注意到，目前的新增、试运行、新建项目合计达到了 16 个，而这 16 个项目的产能扩张资金来源均来自非募集渠道，这也说明了公司目前的增长更具有内生性优势，对公司长期业绩的提升具有重要的正面影响。

成本价格分析：

石膏板的成本主要包括护面纸、石膏和煤炭。我们注意到，从成本价格的角度分析，公司 2010 年面临的经营环境相对来说比较不利。公司石膏板业务的主要原材料出现了较大幅度涨价的情况，2010 年美废（泛指废杂纸，按照不同的质量和规格及用途美废可以分为很多种类）价格出现了持续高位上涨的情况；煤炭价格也出现了较大幅度的上扬。这直接导致了公司 2010 年营运成本出现了较大幅度的增加。而公司的主营产品石膏板的价格却出现了较大幅度的下调。双重不利的情况下，公司依然保持了良好的业绩增长，我们认为石膏板业务属于国家节能减排政策惠及行业，享受国家税收优惠政策；公司的技术创新优势作用明显。

图 4：北新建材石膏板业务成本价格分析



数据来源：WIND OECD 华安证券研究所

公司的技术创新优势作用明显

公司通过技术创新，在降低成本和节能减排上取得良好效果。公司通过二十多年的积累，在一些方面已经取得了关键核心技术：

纸面脱硫石膏板和制造工艺技术	矿棉吸声板产品和制造工艺技术
纤维增强水泥外墙板产品和制造工艺技术	岩棉、粒状棉产品和制造工艺技术
PVC 塑钢型材产品和制造工艺技术	PVC 塑料管材管件产品和制造工艺技术
水性丙烯酸涂料产品和制造工艺技术	薄板钢骨整体房屋产品和制造工艺技术
板式钢制散热器产品和制造工艺技术	

资料来源：公司网站 华安证券研究所

其中，纸面脱硫石膏板和制造工艺技术对于石膏板业务稳定并快速扩张意义重大。2005 年以来，根据国家发改委、国家环保总局的要求，国内燃煤电厂陆续开始进行烟气脱硫，产生大量的工业副产品脱硫石膏，公司对脱硫石膏副产品进行了技术攻关，公司组织申报的“脱硫石膏嵌缝腻子与粘结石膏的研究”项目获得中国建材集团科技进步奖二等奖；“脱硫石膏嵌缝腻子与脱硫石膏粘结的研究”、“脱硫石膏气流煅烧工艺及控制系统”、“全脱硫石膏纸面石膏板生产关键技术”等项目分别荣获北京市建材行业科技进步奖、中国建材集团技术革新奖等多个奖项。公司同时积极与各大火电厂建立战略合作关系，确立了产品上游资源的优势。

公司根据“先进而简约”的原则，不断改进工艺设计，降低项目建设成本和运行成本。新建石膏板生产线全部按采用 100%的电厂脱硫石膏为原料来设计和建设，已有纸面石膏板生产线原料系统全面实施 100%电厂脱硫石膏改造。新建石膏板生产线都采用余热利用措施及先进的燃煤沸腾炉燃烧技术，大大提高系统热能利用率，降低了煤耗。基于资源综合利用、发展循环经济所做的工作和贡献，2010 年北新建材被评为“全国资源综合利用十佳企业”。

五、预测与估值

我们预测公司 2011-2013 年的每股收益分别为：0.93 元、1.58 元、2.61 元，对应 3 月 21 日收盘价 PE 分别为：16.9 倍、10 倍、6 倍。首次给予“买入”评级。

财务预测：

资产负债表：

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	460	651	819	1543	2798	4779
应收票据	19	11	18	28	39	55
应收账款	242	238	177	413	578	821
预付账款	188	391	243	248	254	262
其他应收款	82	66	21	83	116	164
存货	525	681	875	1222	1665	2299
其他流动资产	0	0	0	0	0	0
长期股权投资	250	212	209	200	200	200
固定资产	2283	2768	3280	3664	3911	4072
无形资产及其他	957	976	1715	1066	655	321
资产总计	5006	5994	7357	8467	10216	12973
短期借款	1385	1384	2048	2034	2007	1957
应付账款	252	357	456	611	833	1149
预收账款	39	52	42	54	71	95
其他	563	1026	476	710	1106	1682
流动负债	2239	2818	3021	3409	4016	4883
长期借款	391	358	422	422	421	422
其他	100	84	694	692	692	692
长期负债	491	442	1116	1114	1114	1114
负债合计	2730	3260	4137	4523	5129	5997
股本	575	575	575	625	625	625
资本公积金	497	507	510	510	510	510
留存收益	871	1157	1504	2058	2997	4549
少数股东权益	332	494	630	750	954	1291
股东权益合计	2276	2734	3220	3944	5087	6976
负债及权益合计	5006	5994	7357	8467	10216	12973

现金流量表:

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润				703	1192	1970
折旧摊销				225	240	251
财务费用				96	65	15
投资收益				0	0	0
营运资金变动				-252	-24	-33
其他				138	221	354
经营活动现金流	0	0	0	910	1696	2558
资本支出				-818	-1549	-2307
其他支出				-5	-5	-5
投资活动现金流	0	0	0	-823	-1554	-2412
借款变动				14	27	49
普通股增加				0	0	0
资本公积增加				0	0	0
股利分配				-74	-115	-97
其他				-27	-54	-98
筹资活动现金流	0	0	0	-87	-142	-146

利润表:

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2496	3275	4369	6029	8441	11986
营业成本	1940	2263	3187	4462	6078	8390
营业税费	161	200	207	316	442	628
管理费用	160	193	266	362	506	719
财务费用	67	72	81	96	65	15
资产减值损失	15	19	11	18	18	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	131	3	-3	0	0	0
营业利润	284	532	613	776	1332	2216
营业外收入	42	30	52	38	38	38
营业外支出	4	19	12	15	15	15
利润总额	322	543	653	799	1355	2239
所得税	30	80	42	96	163	269
净利润	291	463	611	703	1192	1970
少数股东损益	51	142	194	120	204	337
母公司所得净利润	241	322	417	583	988	1634
EPS (元)	0.42	0.56	0.72	0.93	1.58	2.61

主要财务比率指标:

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	31.20%	33.41%	38.00%	40.00%	42.00%
营业利润	87.40%	15.32%	26.65%	71.56%	66.40%
净利润	33.77%	29.48%	39.94%	69.50%	65.28%
获利能力					
毛利率	30.91%	27.06%	26.00%	28.00%	30.00%
净利率	9.83%	9.54%	9.67%	11.71%	13.63%
ROE	16.95%	18.97%	17.83%	23.44%	28.25%
ROIC	12.63%	16.61%	14.95%	23.16%	36.40%
偿债能力					
资产负债率	54.39%	56.23%	53.41%	50.21%	46.23%
净负债比率	1.19	1.28	1.15	1.01	0.86
流动比率	0.72	0.71	1.04	1.36	1.72
速动比率	0.48	0.42	0.68	0.94	1.25
营运能力					
资产周转率	0.60	0.65	0.76	0.90	1.03
存货周转率	5.43	5.61	5.75	5.85	6.05
应收账款周转率	13.63	21.05	20.45	17.03	17.13
应付账款周转率	10.77	10.75	11.30	11.69	12.10
每股情况					
每股收益	0.56	0.72	0.93	1.58	2.61
每股经营现金流		0.01	0.71	1.45	2.31
每股净资产	4.75	5.60	6.31	8.14	11.16
估值比率					
PE	28.2	21.8	16.9	10.0	6.0
PB	3.3	2.8	2.5	1.9	1.4
EV/EBITDA	14.8	13.7	11.0	6.8	3.9

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行或者财务顾问服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为华安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

作者简介

地址

安徽 华安证券研究所
中国 安徽 合肥市 230069
阜南路 166 号润安大厦 A 座 2810
电话：0551-516-1881
传真：0551-516-1600