



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011 年 4 月 29 日

小盘股

研究部

朱亚锋

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010017

zhuyf@cicc.com.cn

曾令波

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010044

zenglb@cicc.com.cn

推荐

北新建材 (000786.SZ)

一季度业绩稳健增长

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



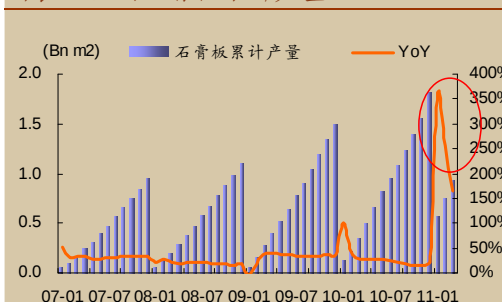
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 2: 历史股价表现和市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 3: 全国石膏板累计产量



资料来源: WIND, 中金公司研究部

公司动态:

北新建材公布 2011 年一季度业绩, 收入、净利润分别同比增长 38.7%、33.4%, 录得 EPS 0.06 元, 基本符合预期。

评论:

石膏板产销旺盛, 业绩稳健增长。1Q2011, 公司收入增长 39%至 9.9 亿, 呈现淡季不淡格局, 体现了公司石膏板产能逐步释放及渠道下沉继续深入的推动; 财务指标上, 公司毛利率 1Q 下滑 6.4%, 差于预期, 近期护面纸和燃煤成本高企应该是主要原因, 但从母公司报表 1 季度毛利率同比稳定(小幅上升 0.2%)的对比看, 公司下属子公司(主要是泰山石膏)在增值税退税等会计处理上可能较为滞后也可能是原因之一。公司三项费用率同比下降 4.4%, 使得营业利润率下降幅度收窄至 1.8%。最终公司 1Q 净利润同比增长 33%至 3360 万, 录得 EPS 0.06 元, 基本符合预期。

扩张步伐继续迈进, 新农村及保障房建设促行业发展。公司 10 亿平方米石膏板产能布局已达成, 20 亿平方米产能布局战略目标指引下全国范围内新产能建设仍在持续推进, 未来产能的逐步释放将推动收入规模稳定增长, 新型房屋等业务开拓亦带来新利润增长点。需求面上, 行业数据显示, 今年至今石膏板销售在商业地产密集调控下依然保持旺盛态势, 而新农村及保障房建设的落实/推进将对石膏板需求形成积极支撑, 预计公司石膏板业务未来两年仍将保持较快增速。

投资建议:

维持公司 2011~12 年 EPS 预期分别 1.0 元和 1.29 元 (未考虑搬迁补偿的一次性收益), 公司当前股价对应 2011~12 年市盈率分别 14.3x、11.1x。公司是竞争优势和持续成长性突出、兼实质性受益于我国节能减排政策推进的新型建材公司, 当前估值并未反映公司的行业地位和成长性, 重申推荐评级, 建议长期投资者积极介入。

主要风险:

护面纸、燃煤价格持续攀升; 毛利率持续同比下滑; 公用建筑需求大幅下滑。

图表 4: 分季度财务数据

(百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	YoY	QoQ
主营业务收入	529.1	836.2	1,022.1	887.8	711.2	1,100.2	1,258.2	1,299.4	986.5	38.7%	-24.1%
主营业务成本	400.4	583.8	708.3	570.3	522.8	797.7	923.6	942.8	787.9	50.7%	-16.4%
主营业务税金及附加	0.9	1.9	1.4	4.7	1.4	0.7	1.9	1.0	1.5	8.4%	43.9%
主营业务利润	127.8	250.5	312.4	312.8	187.1	301.8	332.7	355.6	197.1	5.3%	-44.6%
营业费用	42.4	42.8	81.2	24.9	55.1	55.6	57.9	33.2	41.7	-24.4%	25.5%
管理费用	38.1	45.2	59.1	50.8	56.4	70.1	69.2	70.6	77.9	38.0%	10.3%
财务费用	17.5	18.9	19.1	16.0	21.3	15.6	22.8	21.7	21.3	-0.1%	-1.9%
资产减值损失	-0.3	4.1	-	15.5	-	10.4	-0.0	1.0	-	n.a	n.a
营业利润	32.8	142.9	151.7	204.1	52.2	149.6	180.9	230.2	54.3	4.0%	-76.4%
利润总额	33.3	145.6	154.9	209.4	52.5	171.6	182.0	246.6	64.2	22.4%	-73.9%
所得税	1.1	13.9	27.2	37.5	7.7	-6.6	23.6	17.0	9.1	19.2%	-46.3%
少数股东权益	11.7	35.6	44.1	50.1	19.6	52.2	51.7	70.8	21.5	9.6%	-69.7%
净利润	20.4	96.1	83.5	121.8	25.2	126.0	106.7	158.7	33.6	33.4%	-78.8%
每股收益 (人民币元)	0.04	0.17	0.15	0.21	0.04	0.22	0.19	0.28	0.06	33.4%	-78.8%
毛利率	24.3%	30.2%	30.7%	35.8%	26.5%	27.5%	26.6%	27.4%	20.1%	-6.4%	-7.3%
营业费用率	8.0%	5.1%	7.9%	2.8%	7.7%	5.1%	4.6%	2.6%	4.2%	-3.5%	1.7%
管理费用率	7.2%	5.4%	5.8%	5.7%	7.9%	6.4%	5.5%	5.4%	7.9%	0.0%	2.5%
营业利润率	6.2%	17.1%	14.8%	23.0%	7.3%	13.6%	14.4%	17.7%	5.5%	-1.8%	-12.2%
净利润率	3.9%	11.5%	8.2%	13.7%	3.5%	11.5%	8.5%	12.2%	3.4%	-0.1%	-8.8%
有效税率	3.4%	9.6%	17.6%	17.9%	14.6%	-3.8%	13.0%	6.9%	14.2%	-0.4%	7.3%

资料来源：公司资料，中金公司

图表 6: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

北新建材 损益表 (人民币百万)							历史股价表现						
000786	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	1周	1月	1季度	半年	1年	2年	
销售收入	3,143	2,496	3,275	4,369	5,814	7,236	-7%	-15%	16%	1%	5%	41%	
销售成本及税金	-2,509	-1,946	-2,272	-3,192	-4,171	-5,186	行业板块	工业	二级行业		金属、非金属		
营业费用	-159	-155	-191	-202	-279	-347	第一大股东	中国建材股份	持股比率		52.4%		
管理费用	-187	-160	-193	-266	-366	-456	总市值	82.2 亿元	流通市值		82.2 亿元		
EBIT	375	351	603	694	956	1,230	发行股数	5.75 亿股	股票现价		14.30 元		
EBITDA	490	465	752	875	1,159	1,461	成长性分析						
财务费用	-88	-67	-72	-81	-71	-71	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
投资收益	111	131	3	-3	-3	-3	销售收入	7%	-21%	31%	33%	33%	24%
其他损益项	-3	24	-8	28	2	26	销售毛利	11%	-13%	82%	17%	40%	25%
所得税	-53	-30	-80	-42	-116	-150	EBITDA	12%	-5%	62%	16%	32%	26%
少数股东损益	-53	-51	-142	-194	-235	-309	EBIT	27%	-6%	72%	15%	38%	29%
归属于股东的净利润	202	241	322	417	574	740	净利润	31%	19%	34%	29%	38%	29%

北新建材 资产负债表 (人民币百万)							盈利能力分析						
000786	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
现金	554	460	651	819	430	678	毛利率	20.2%	22.0%	30.6%	26.9%	28.3%	28.3%
应收账款	390	242	238	177	557	694	营业费用率	5.0%	6.2%	5.8%	4.6%	4.8%	4.8%
预付账款	351	188	391	243	512	637	管理费用率	6.0%	6.4%	5.9%	6.1%	6.3%	6.3%
存货	505	525	681	875	1,138	1,415	EBITDA 利润率	15.6%	18.6%	23.0%	20.0%	19.9%	20.2%
其他流动资产	337	101	76	39	49	60	EBIT 利润率	11.9%	14.0%	18.4%	15.9%	16.4%	17.0%
流动资产	2,138	1,517	2,038	2,153	2,686	3,484	净利润率	8.1%	11.7%	14.1%	14.0%	13.9%	14.5%
固定资产	2,308	2,861	3,298	4,259	4,542	4,710	偿债能力分析						
长期投资	556	250	212	209	209	209	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
其他长期资产	335	379	446	735	982	1,222	流动比率	0.88	0.68	0.72	0.71	0.80	0.95
长期资产	3,199	3,490	3,956	5,204	5,733	6,141	速动比率	0.67	0.44	0.48	0.42	0.46	0.56
资产总额	5,337	5,006	5,994	7,357	8,420	9,625	现金比率	10%	9%	11%	11%	5%	7%
短期借款	1,537	1,385	1,384	2,048	2,048	2,048	资产负债率	61%	55%	54%	56%	53%	50%
各项应付款	656	394	599	759	1,126	1,401	有息债务/权益	116%	99%	91%	100%	80%	65%
应交税费	37	-1	36	15	20	25	净债务/权益	84%	79%	67%	75%	69%	51%
应付职工薪酬	42	35	20	24	32	40	利息覆盖倍数	3	4	6	8	11	15
其他流动负债	160	426	778	175	132	164	杜邦分析						
流动负债	2,432	2,239	2,818	3,021	3,358	3,677	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
长期借款	800	391	358	422	422	422	净资产收益率	14.6%	15.0%	20.7%	23.6%	26.4%	28.2%
其他长期负债	31	100	84	694	694	694	= 总资产收益率	4.8%	5.8%	7.7%	8.3%	9.6%	10.9%
长期负债	830	491	442	1,116	1,116	1,116	× 总资产/净资产	3.07	2.57	2.68	2.84	2.74	2.59
负债总额	3,262	2,730	3,260	4,137	4,474	4,793	= 销售净利润率	8.1%	11.7%	14.1%	14.0%	13.9%	14.5%
少数股东权益	334	332	494	630	876	1,118	× 资产周转率	58.9%	49.9%	54.6%	59.4%	69.1%	75.2%
股本	575	575	575	575	575	575	× 总资产/净资产	3.07	2.57	2.68	2.84	2.74	2.59
公积金及未分配利润	1,166	1,369	1,664	2,015	2,494	3,139	回报率分析						
股东权益	1,741	1,944	2,239	2,590	3,069	3,714	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
负债及股东权益	5,337	5,006	5,994	7,357	8,420	9,625	投入资本回报率	8.8%	10.5%	14.6%	14.1%	16.0%	17.6%
							资本回报率	14.6%	15.0%	20.7%	23.6%	26.4%	28.2%
							加权平均资本成本	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%

北新建材 每股指标							估值分析						
000786	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
净利润	202	241	322	417	574	740	市盈率	40.7	34.2	25.6	19.7	14.3	11.1
折旧/摊销	116	114	149	181	203	231	市净率	4.7	4.2	3.7	3.2	2.7	2.2
运营资本变化	-221	-38	105	35	-512	-230	股价/每股经营性现金流	57.6	27.0	10.5	9.0	14.3	7.3
其他项	46	-13	210	279	309	384	红利收益率	0.2%	0.5%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%
经营活动现金流	143	305	785	912	575	1,125							
固定资产投资	-442	-656	-654	-1,209	-598	-431							
其他投资活动	14	229	-71	544	-138	-212							
投资活动现金流	-428	-427	-724	-665	-736	-643							
股权融资	-	-	-	-	-	-							
借款变动	348	173	241	127	-73	-							
其他融资活动	-207	-182	-180	-301	-155	-233							
融资活动现金流	141	-8	61	-174	-228	-233							
现金(等价物)变化	-145	-131	122	73	-389	249							

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED