

石膏板行业龙头 快速成长可期

我们的观点：

- ◆ **石膏板具有优越的隔热保温性能，打造节能低碳生态居住。**据圣戈班统计，普通家庭用电量集中于制冷供暖，占到全年用电量的 60% 左右，房屋的保温功能是有降低此类用电量的关键。纸面石膏板拥有着优越的隔热保温性能，导热系数为 0.18W/m.k 左右，仅为普通水泥混凝土的 9.5%，空心砖的 38.5%，与最传统的隔热室内装饰材料木材的导热系数相近，因此能够有效地降低建筑能耗，节约能源。
- ◆ **石膏板行业有发展空间，隔墙的需求尤为巨大。**与发达国家比较，我国纸面石膏板年人均消费量非常低，不到美国和加拿大的 2%，日本的人均消费量约为我国的 30 倍。并且，在国外，纸面石膏板主要应用于隔墙体系，吊顶系统使用量相对较少，而相比之下，我国隔墙纸面石膏板用量明显较少，预期国内在建筑隔墙体系中使用纸面石膏板的潜力非常大。
- ◆ **北新建材作为本土石膏板龙头企业，具有明显的先天优势和规模优势。**截至 2010 年底，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，国内市场占有率达到 40%，公司正着力向 20 亿平方米产能布局、世界石膏板规模第一的战略目标推进。公司的实际控制人是大型央企中国建筑材料集团公司，这使得公司在争取大型火电厂资源时可能拥有一定优先权，为公司提升市场竞争力。
- ◆ **公司产业布局广泛，拥有明显的地理位置优势。**石膏板具有易碎搬运问题，一般运输距离不宜超过 500 公里，产业分布广泛将直接影响企业的销量。公司产业在国内区域市场覆盖广阔，拥有了明显的地理优势。
- ◆ **公司实行差异化产品竞争战略，不同石膏板品牌定位明确，符合各类消费需求。**公司的龙牌石膏板在高端产品中出类拔萃，满足非住宅建设所需的高端产品需求，而公司泰山牌石膏板作为中端产品的代表（目前占有石膏板中端产品市场 60%），更是符合住宅类建设使用石膏板的需求。品牌层次化、预期差异产品竞争战略必定为公司占有更多的市场份额。
- ◆ **我们预测公司 2011—2013 年每股收益将分别为 0.97 元、1.22 和 1.48 元，预计年复合增长率将达到 28%。**基于目前相关非金属建材行业平均 20.86 倍的动态市盈率，对应目标价 20.24 元，首次给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**石膏板原材料（煤炭、美废）价格波动风险以及房地产行业的政策风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建材行业资深分析师

8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208060127

联系人

沈少捷

8621-63325888 × 5023

shenshaojie@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 5 月 20 日) 13.77 元

目标价格 20.24 元

总股本/A 股 (万股) 57515/57515

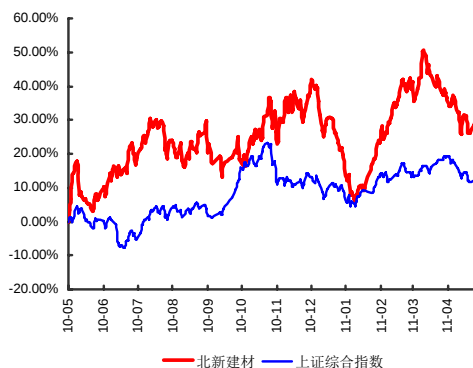
A 股市值 (百万元) 85.24 亿元

国家/地区 中国

行业 非金属建材

报告发布日期 2011 年 5 月 23 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4369	5692	7286	8886
同比 (%)	33%	30%	28%	22%
净利润	417	557	701	853
同比 (%)	29%	34%	26%	22%
毛利率 (%)	27.1%	27.1%	27.3%	27.3%
ROE (%)	16.1%	17.7%	18.2%	18.1%
每股收益 (元)	0.72	0.97	1.22	1.48
P/E (倍)	20.46	15.31	12.16	9.99
P/B (倍)	3.29	2.71	2.21	1.81
EV/EBITDA	5	3	2	2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

1 北新建材--中国新型节能环保建材规模化生产和应用的引领者	4
公司产品体系完备、主营产品突出	4
公司股东实力雄厚，股权结构清晰	6
2 石膏板行业仍有发展空间，隔墙需求尤为明显	7
石膏板--优越的隔热保温性能，打造节能低碳生态居住	7
与世界发达国家相比，我国工业石膏利用率不高，国内墙体使用石膏板市场发展空间巨大	10
石膏板市场总量预计增长 20%，市场将进一步集中化	11
3 集天时地利人和之优势，展公司市场王者之宏图	12
本土企业，先天优势	12
布局广泛，易于拓展	13
差异化品牌竞争战略，产品层次明显，符合各类需求	14
4 公司未来主营产品收入保持 30%以上增长，给予公司目标价 20.24 元	15

图表目录

图 1 北新建材 2010 年收入构成	4
图 2 公司石膏板收入占比及毛利率	5
图 3 石膏板建材主要应用	6
图 4 公司股权结构及主要子公司	7
图 5 普通家庭用电量情况	8
图 7 各国脱硫石膏综合利用率	10
图 8 各国石膏板人均消费量（平方米）	10
图 10 我国石膏板产量累计值（万平方米）和产量累计同比	11
图 11 2009 年石膏板行业龙头企业产能（亿平米）	12
图 12 石膏板成本结构	13
图 13 北新建材产业布局总图	14
附图：相关上市公司近期资金流向	19
表 1 公司主要产品介绍和用途	4
表 2 主要子公司以其主营业务	7
表 3 三种材料能耗比较	8
表 4 三种材料二氧化碳排放比较	9
表 5 几类隔墙建筑材料价格比较	9
表 6 公司主要产品品牌	14
表 7 相关行业上市公司 PE 值	16
表 8 北新建材主营产品（纸面石膏板）财务预测条件假设	15
表 9 北新建材主要财务指标预测结果	16
附表：财务报表预测与比率分析（单位：百万元）	17

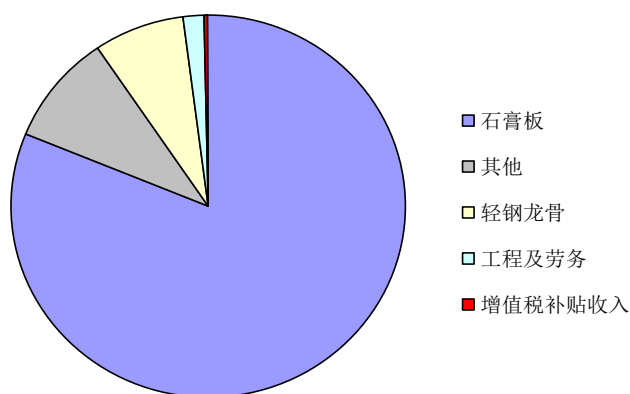
1 北新建材--中国新型节能环保建材规模化生产和应用的引领者

公司产品体系完备、主营产品突出

北新建材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。

目前公司已形成三大主营业务：以石膏板、龙骨、矿棉板及配套产品构成的完整的墙体及吊顶系统；以建筑节能为核心构成的门窗节能、采暖节能、保温节能、环保涂料等住宅部品业务系统；以金邦板为核心构成的纤维水泥外墙板系统、水泥屋面瓦系统及轻钢混和结构多层房屋系统。

图 1 北新建材 2010 年收入构成



资料来源：Wind，东方证券研究所

表 1 公司主要产品介绍和用途

产品名称	产品介绍和用途
纸面石膏板	住宅、酒店等推荐的绿色建材产品，按不同的功能分类，有耐火型、耐水型、防潮型等纸面石膏板。
功能石膏板	功能石膏板是以特制高强度纸面石膏板为基材，采用特殊工艺流程，为满足室内吸声、装饰等不同要求而开发的产品。
轻钢龙骨	主要用在天花吊顶，轻质隔墙中，作为受力的骨架，起主要作用，轻钢龙骨与石膏板配套使用
石膏板配套材料	主要包括：嵌缝石膏、粘结石膏、穿孔纸带、自攻钉及各种龙骨配件
矿棉板	矿棉吸声板具有吸声、不燃、隔热、装饰等优越性能，是集众吊顶材料之优势于一身的室内天棚装饰材料，广泛用于各种建筑吊顶，贴壁的室内装修
烤漆龙骨	烤漆龙骨以冷轧连续热镀锌钢带和烤漆带为原料，通过冷弯工艺，复合

	轧制而成的合理“T”型断面结构的薄壁型材，具有绝对防火、结构合理、造型美观、用途广泛等特点
岩棉制品	岩棉具有优良的保温隔热和防火功能，非常适合于建筑和工业设备、管道、容器及各种窑炉的保温隔热。建筑保温隔热，即防止冬天的热损失和夏天的热增益，是岩棉最大的应用领域。

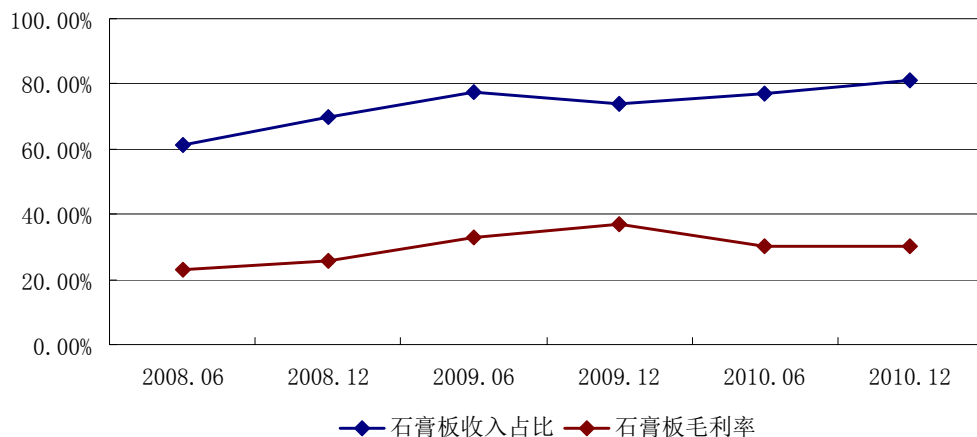
资料来源：公司主页，东方证券研究所

截至2010年底，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。

影响公司的主要营业收入的产品是石膏板，其材料源于工业副产石膏。所谓工业副产石膏是指工业生产中因化学反应生成的以硫酸钙为主要成分的副产品或废渣，也称化学石膏或工业废石膏。主要包括脱硫石膏、磷石膏、柠檬酸石膏、氟石膏、盐石膏、味精石膏、铜石膏、钛石膏等，而公司生产的石膏板主要使用脱硫石膏作为原材料。

公司的石膏板收入占总收入的77%左右，近几年来毛利率也均达到30%以上。基于产业政策以及从市场需求来看，石膏板业务仍具有一定的发展空间。

图 2 公司石膏板收入占比及毛利率



资料来源：Wind，东方证券研究所

石膏板建材主要被广泛应用于吊顶系统、分隔墙系统、走道隔墙、贴面墙系统、卫生间隔墙、防火墙系统、保温系统。

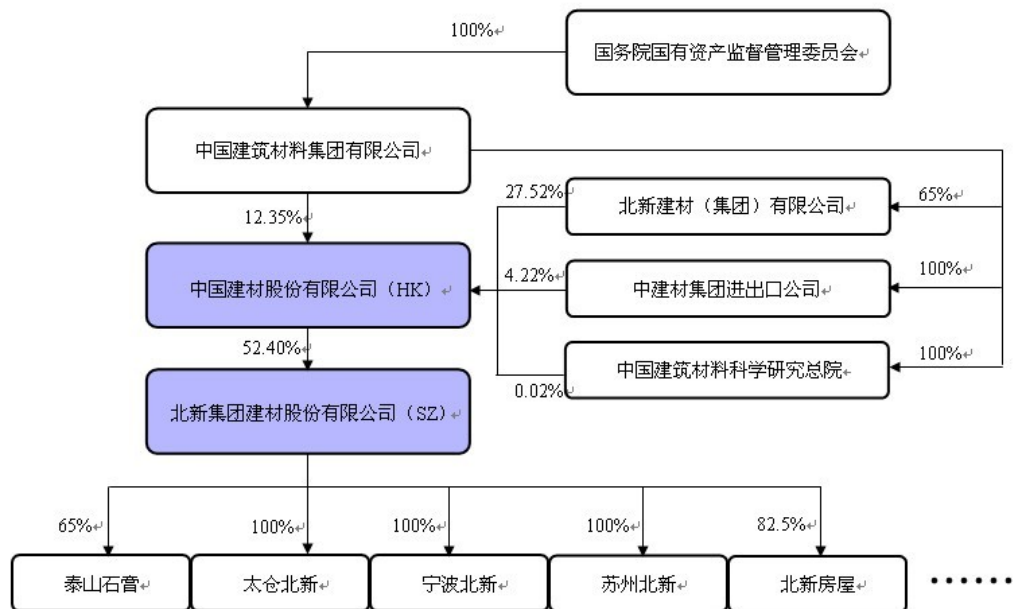
图 3 石膏板建材主要应用

资料来源：SAINT-GOBAIN，东方证券研究所

公司股东实力雄厚，股权结构清晰

公司的实际控制人是中国建筑材料集团公司（简称中国建材集团，英文简称 CNBM），是 1984 年经国务院批准设立的国家级建材行业管理公司，2003 年成为国务院国有资产监督管理委员会直接管理的中央企业。中国建材集团作为战略中心、决策中心、资源中心、政策文化中心，行使出资人权利；子集团作为经营平台，突出核心专长和主营业务，以品牌知名度和市场占有率为基础构造利润中心。公司不存在其他持股在 10%以上（含 10%）的法人股东。

图 4 公司股权结构及主要子公司



资料来源：公司年报，东方证券研究所

表 2 主要子公司以其主营业务

子公司	公司持股	主营业务	少数股东
泰山石膏股份有限公司	65%	主要从事纸面石膏板的研发、生产和销售	泰安市国有资产经营公司(16.00%)
			山东泰和建材有限责任公司(14.00%)
			贾同春(5.00%)
太仓北新建材有限公司	100%	主要从事纸面石膏板的生产、加工和销售	/
宁波北新建材有限公司	100%	主要从事纸面石膏板的生产、加工和销售	/
苏州北新建材有限公司	100%	主要从事自装饰 GRC 外墙保温板、轻钢龙骨、纤维增强水泥瓦的生产、销售和售后服务	/
北新房屋有限公司	82.5%	主要从事轻钢龙骨结构低层房屋、钢结构高层房屋及配套外墙板	日本国新日本制铁株式会社(10.00%)
			日本国丰田自动车株式会社(7.50%)

资料来源：公司年报，东方证券研究所

2 石膏板行业仍有发展空间，隔墙需求尤为明显

石膏板--优越的隔热保温性能，打造节能低碳生态居住

长久以来，粘土砖占有着我国墙体材料产品核心地位，然而，粘土砖高能耗、污染环境等负面影响不得不令我国推行墙体材料的改革。石膏板作为一种环保节能的新型墙体材料，被公认为是替代粘土砖的最佳产品，目前已成为许多公用建筑吊顶与隔墙的首选材料。近几年纸面石膏板的需求量也逐步攀升。从长远看，纸面石膏板行业将是一个具有旺盛生命力的行业，有巨大发展空间。

目前我国建筑能耗占总能耗的 28% 左右，有效降低能耗对我国这样的人均能源贫乏的国家来说是非常有意义的。据统计，普通家庭用电量集中于制冷供暖，占到全年用电量的 60% 左右，房屋的保温功能能有效降低此类用电量的关键。同时，从市场研究来看，房屋热量逃离主要集中于墙体，墙体材料的导热性能决定房屋是否能够良好的保温，防止热量的逃散。

纸面石膏板拥有着优越的隔热保温性能，导热系数为 0.18W/m.k 左右，仅为普通水泥混凝土的 9.5%，空心砖的 38.5%，与最传统的隔热室内装饰材料木材的导热系数相近，因此能够有效地降低建筑能耗，节约能源。

图 5 普通家庭用电量情况

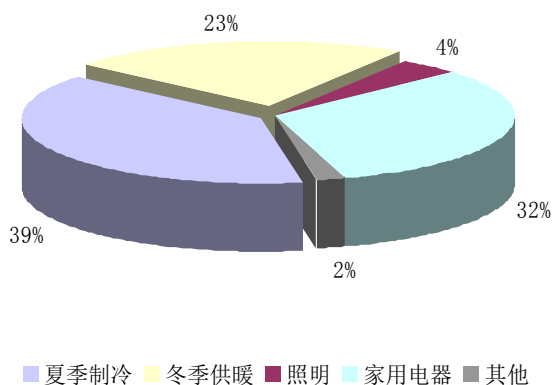
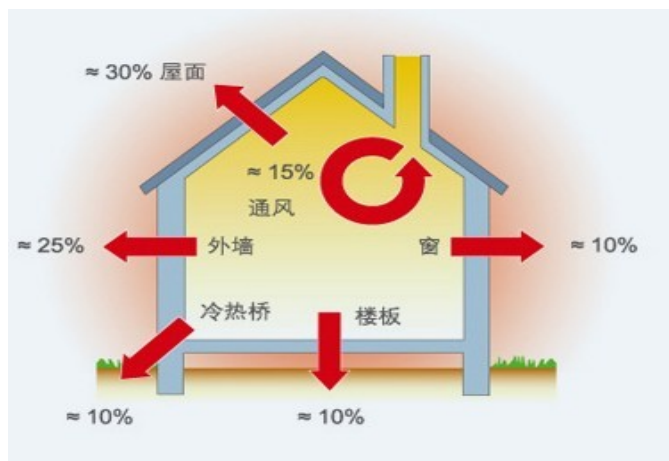


图 6 房屋热量逃散示意图



资料来源：SAINT-GOBAIN，东方证券研究所

同时，作为一种绿色节能、低碳经济、能够循环利用的绿色建材，建筑石膏材料能够有效降低对环境带来的危害。建筑石膏是由二水石膏烧制而成的，水化后又变成二水石膏；建筑石膏的烧成过程中，排放出来的“废气”是水蒸气，不会对环境产生影响；废弃的石膏建材，经处理后可作为生产石膏建材的原料。在各种石膏建材的生产和应用过程也都不排放对人体有害或污染环境的废气、废渣、废水等物质。以下分别是石膏材料与水泥、石灰等胶凝材料能耗方面与二氧化碳排放方面的比较。

表 3 三种材料能耗比较

生产 1 公斤熟料	理论热耗 (千卡)	标准煤耗 (公斤)
水泥	420	115
石灰	425.2	120-150
石膏	27	45-70

资料来源：中国建材报网，东方证券研究所

表 4 三种材料二氧化碳排放比较

生产 1 吨熟料	排放二氧化碳（吨）
水泥	0.923
石灰	0.8175
石膏	0.129

资料来源：中国建材报网，东方证券研究所

由此可见，石膏是一种绿色环保的建筑材料，是一种真正的低碳产品。

除此之外，与其他材料相比，石膏板具有如下的一些特点：

- (1) 施工安装效率高。有资料表明，按资料表明，以120mm厚的砖墙为材料，每100平方米施工一般需要21个工日左右，而由轻钢龙骨与两侧纸面石膏板构筑的空心隔墙，每100平方米施工仅为6个工作日，且工人劳动强度明显下降。
- (2) 良好的耐火性。一旦遇火，石膏板中的二水石膏就会吸收热且进行脱水反应。纸面石膏板板面温度不会超过1400℃，这一良好的防火特性可以为人口疏散赢得宝贵时间，同时也延长了防火时间。
- (3) 特殊的纸面石膏板的“呼吸”功能。由于纸面石膏板是一种存在大量微孔结构的板材，放在自然环境中，由于其多孔体的不断吸湿与解潮的变化，即“呼吸”作用，维持着动态平衡。“呼吸”功能的最大特点，是能够调节居住及工作环境的湿度，创造一个舒适的气候环境。
- (4) 经济性。轻质石膏板内隔墙体系中主要的土建结构造价(其中包括楼地板结构、外墙结构、内墙体系、梁闷体系以及基础结构体系等5项)比采用砖、混凝土内隔墙体系相对应的土建结构造价降低了10%，大大节省了工程总造价。

以下我们例举出几种隔墙基础建筑材料和石膏板的价格比较：

表 5 几类隔墙建筑材料价格比较

建筑材料	价格
砖砌隔墙	36 块/平米
轻钢龙骨石膏板	40-60 块/平米
粉煤灰空心砌块	110-140 块/立方米
蒸压加气混凝土砖块	170-200 块/立方米
普通混凝土空心砌块	180-220 块/立方米
不锈钢钢化玻璃隔断	260-320 元/平米

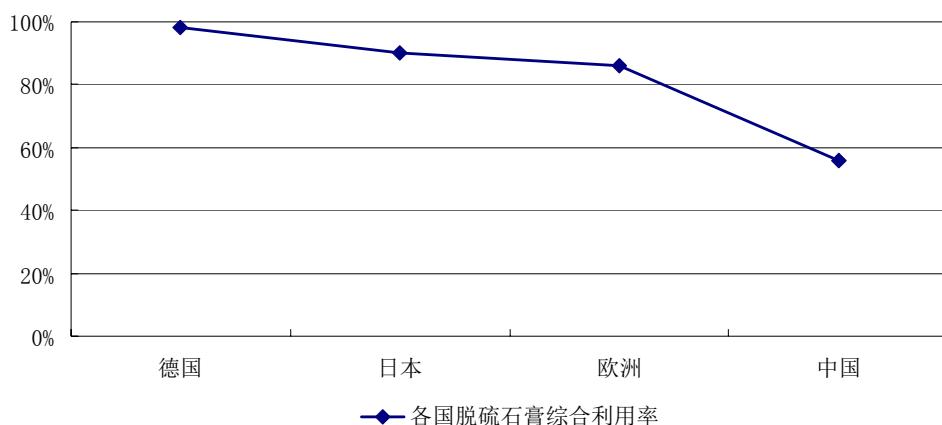
资料来源：中国建材报网，东方证券研究所

随着粘土、砂石等原料的成本不断提高，加气混凝土砖块和混凝土空心砖块的价格也有所增长，相比之下，砖砌隔墙和轻钢龙骨石膏板隔墙的性价比较高，但由于目前我国对环境保护重视的日益加强，在全国“禁实”的制度下，砖砌隔墙的应用空间很有限，以废物利用特点著名的轻钢龙骨石膏板已逐渐被市场所接受。

与世界发达国家相比，我国工业石膏利用率不高，国内墙体使用石膏板市场发展空间巨大

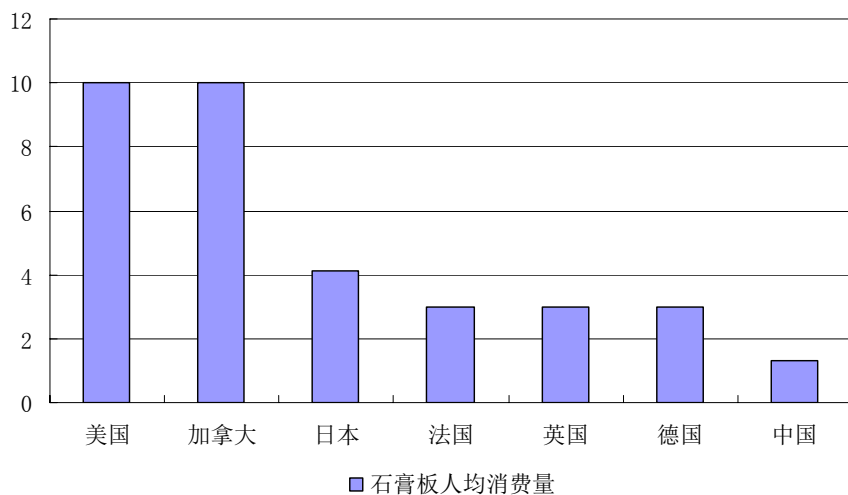
美国、欧洲和日本在脱硫石膏的综合利用方面较为先进，工业化脱硫石膏已 20 年有余。德国是脱硫石膏开发和应用最发达的国家，也是最早采用脱硫石膏生产石膏板的国家，脱硫石膏利用率已将近 100%。相比之下，中国对脱硫石膏的综合利用才刚刚起步，与发达国家相比还存在较大的差距。

图 7 各国脱硫石膏综合利用率



资料来源：中国环保信息网，东方证券研究所

图 8 各国石膏板人均消费量（平方米）



资料来源：博瑞康泰公司主页，东方证券研究所

与发达国家比较，我国纸面石膏板年人均消费量非常低，不到美国和加拿大的 1/7，日本的人均消费量约为我国的 3 倍。并且，在国外，纸面石膏板主要应用于隔墙体系，吊顶系统使用量相对较

少，而相比之下，我国隔墙纸面石膏板用量明显较少，国内在建筑隔墙体系中使用纸面石膏板的潜力非常大。

图 9 我国纸面石膏板应用于墙体材料占墙体材料总量的比率

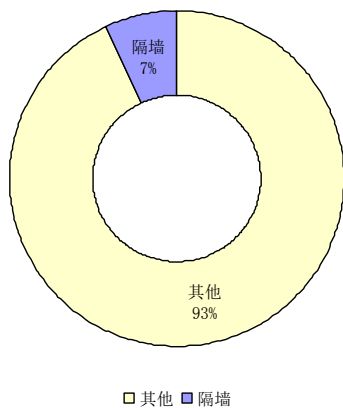
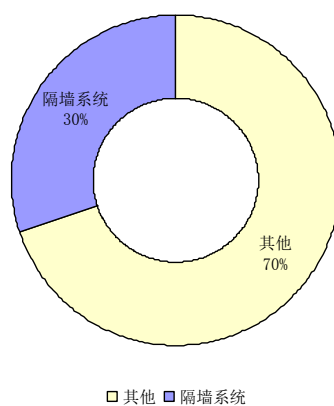


图 10 我国石膏板材料用于隔墙系统占石膏板材料使用总量的比率

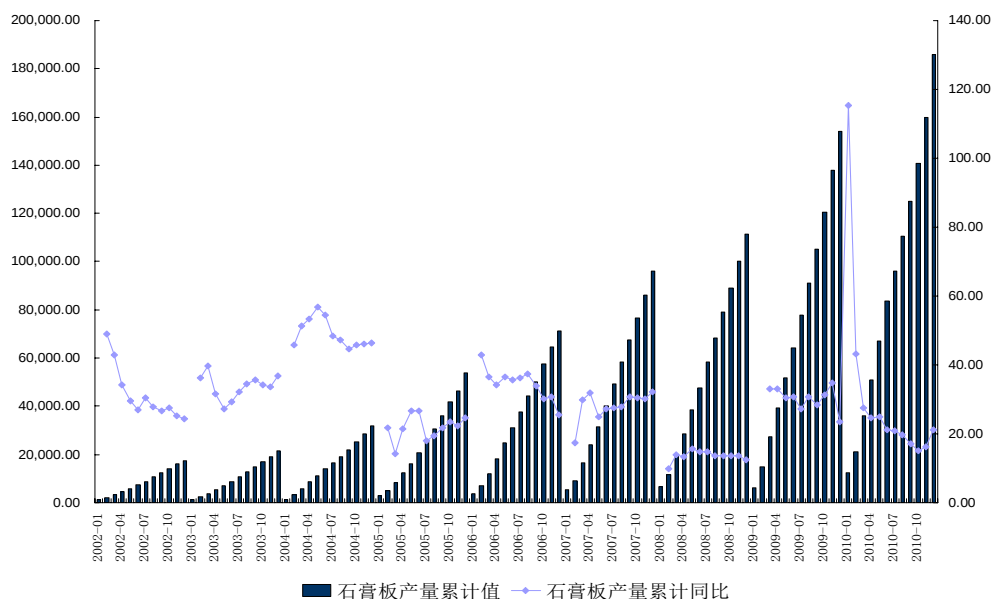


资料来源：东方证券研究所

石膏板市场总量预计增长 20%，市场将进一步集中化

在过去近 10 年的发展中，石膏板产量增加了 10 倍之多，根据前几年的增速，以及目前市场对石膏板年需求的情况，我们预测石膏板市场将继续以 20% 增速扩大。

图 10 我国石膏板产量累计值（万平方米）和产量累计同比



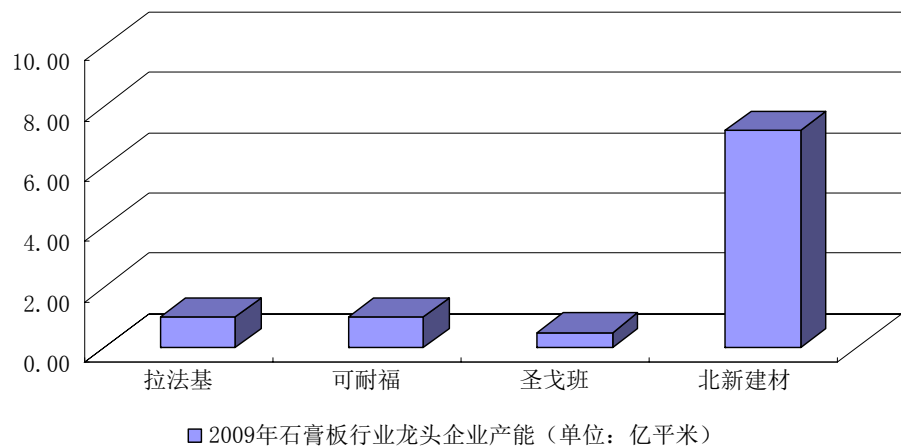
资料来源：Wind，东方证券研究所

当前的石膏板行业竞争格局较为明显，主要分为高、中、低三个层次，高端市场以北新建材和三家外资企业（可耐福、拉法基、圣戈班）为主，其中，北新建材的市场份额约占 50%，三家外资公司份额总和约为 10%~15%；中端市场中，以北新建材旗下的泰山石膏公司为主；低端市场的企业较多，产能也较少。

石膏板行业竞争较为稳定，由于国家对小型石膏板生产线采取了限制政策，小型投资者很难进入该行业，同时，由于脱硫石膏板的原材料来源于大型火电厂，各地数量有限，先进入行业的企业具有明显的先发优势。

目前，由于煤炭和石膏板护面纸（石膏板的原材料）价格的上涨，生产石膏板将面临成本的攀升，这将进一步促进行业内的竞争，由于北新建材业务网络广泛、产品层次明显、具有本土企业的先天优势，我们预计北新建材在未来5年的市场占有率能够达到60%。

图 11 2009 年石膏板行业龙头企业产能（亿平米）

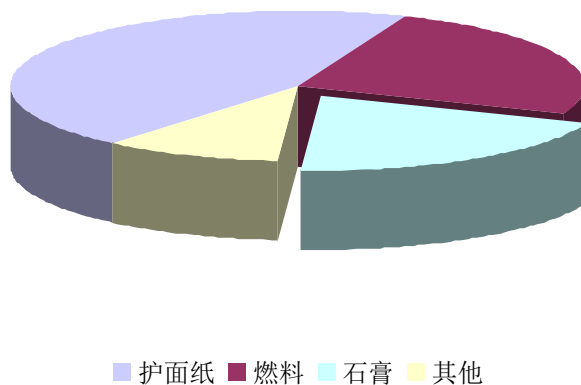


资料来源：东方证券研究所

3 集天时地利人和之优势，展公司市场王者之宏图

本土企业，先天优势

作为石膏板重要原料之一的石膏，其价格直接影响石膏板的成本，在目前市场上石膏板护面纸和煤炭（石膏板原料）明显上涨的情况下，控制石膏板的成本至关重要，由于脱硫石膏原材料来源于有限大型火电厂，市场上的石膏板仍存在使用价格要高于脱硫石膏的天然石膏，因此优先取得大型火电厂资源的石膏板企业，能够使用脱硫石膏作为原材料，将明显增加其在市场的竞争优势。

图 12 石膏板成本结构

资料来源：东方证券研究所

公司目前新建的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。作为国务院国资委直属央企中国建材集团旗下的上市公司，北新建材拥有着优先取得大型火电厂资源的得天独厚的优势

布局广泛，易于拓展

截至2010年底，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。公司正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前进。

公司在中国 20 个省市拥有已投产和在建石膏板生产线 43 条，销售网点遍布全国 113 个经济发达的地级市及部分重点县级市，已成为了全国性的产业集团，分别在北京、河北涿州、山东枣庄、江苏苏州、浙江宁波、广东肇庆、湖北武汉、四川广安、辽宁铁岭、河北下花园等地建立了生产基地，与三家外资巨头产能基地相比（拉法基：上海、重庆、四川成都；可耐福：天津、安徽芜湖、广东东莞；圣戈班：上海、江苏常州），公司产能分布明显广泛。

由于石膏板具有易碎搬运问题，一般运输距离不宜超过 500 公里，产业分布广泛将直接影响企业的销量，北新建材极其广阔的区域市场覆盖，给与其在石膏板拥有了明显的地理优势。

图 13 北新建材产业布局总图



资料来源：公司主页、东方证券研究所

差异化品牌竞争战略，产品层次明显，符合各类需求

公司采用差异化品牌竞争战略，品牌定位明确，目标是引领中国新型建材行业的未来发展并成为行业中的龙头品牌；通过自身挖掘与开拓，以自身独特的品牌核心价值和市场竞争力，创造与竞争对手的差异化。

表 6 公司主要产品品牌

公司主要品牌	品牌介绍
	公司主产品商标，以“龙”为品牌名称，寓意不仅要成为中国新型建材行业的龙头企业，更是为了要成为在世界上排名靠前的拥有自主知识产权和自主品牌的民族品牌。公司使用“龙牌”为产品名称及商标的产品主要有石膏板、矿棉板、轻钢龙骨、烤漆龙骨、岩棉、漆、散热器。
	公司以“北新”为产品辅助商标注册了石膏板、轻钢龙骨、矿棉板、金邦板及型材等产品，产品名称与企业名称统一使用，便于记忆与传播。

	“泰山”系北新建材下属泰山石膏股份有限公司石膏板产品品牌，主要针对中低端消费群体，具有市场较高知名度。
	公司 TBO 矿棉吸声板产品定位适中，广泛受到各大建筑商青睐，尤其在出口业务中大受欢迎。

资料来源：公司主页、东方证券研究所

作为行业市场占有率最高的龙头企业，公司明确旗下不同品牌的定位，使其在各自领域中具有竞争实力，最大限度地发挥各个品牌，从而占有更多的市场。

目前，石膏板供应的对象建筑可以分为住宅和非住宅（酒店等），从供应量来看，非住宅占到了80%，住宅为20%。非住宅的石膏板应用一般选取高端产品，而住宅的石膏板选用中端产品。公司的龙牌石膏板在高端产品中出类拔萃，满足非住宅建设所需的高端产品需求，而公司泰山牌石膏板作为中端产品的代表（目前占有石膏板中端产品市场60%），更是符合住宅类建设使用石膏板的需求，品牌层次化特点使公司占有更多的市场，符合多种不同需求的客户要求。

4 公司未来主营产品收入保持30%以上增长，给予目标价20.24元

公司的纸面石膏板平均出厂价格为每平米5-6元左右，未来平均售价基本保持不变。由于政府出台相关的政策对节能减排的硬性要求，石膏版市场容量将稳步上升，同时，公司也在不断扩张在该行业的市场占有率，故我们预测未来公司石膏板销量增速为30%以上，而随着石膏板原材料的物价上涨，一定程度会影响生产成本，预计未来公司毛利率保持为30%。

表8 北新建材主营产品（纸面石膏板）财务预测条件假设

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售数量（万平米）	32,171	44,767	64,952	85,000	110,000	135,000
增长率（YOY）	/	39.15%	45.09%	30.87%	29.41%	22.73%
销售收入（万元）	173,725.8	241,739.4	350,741.7	459,000.0	594,000.0	729,000.0
增长率（YOY）	/	39.15%	45.09%	30.87%	29.41%	22.73%
毛利率	25.69%	36.92%	30.11%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本（万元）	129,089.9	152,478.5	245,132.7	321,300.0	415,800.0	510,300.0
增长率（YOY）	/	18.12%	60.77%	31.07%	29.41%	22.73%
毛利（万元）	44,635.9	89,260.9	105,609.0	137,700.0	178,200.0	218,700.0
增长率（YOY）	/	99.98%	18.32%	30.39%	29.41%	22.73%

资料来源：东方证券研究所

表 9 北新建材主要财务指标预测结果

主要财务指标	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售总收入 (万元)	247883	347430	431903	569234	728644	888612
同比(%)	/	40.16%	24.31%	30%	28%	22%
归属母公司净利润 (万元)	24058	32183	41669	55681	70100	85331
同比(%)	/	33.77%	29.48%	34%	26%	22%
毛利率(%)	24.29%	34.64%	27.18%	27.1%	27.3%	27.3%
ROE(%)	12.37%	14.37%	16.09%	17.7%	18.2%	18.1%
EPS	0.418	0.560	0.724	0.97	1.22	1.48
P/E	40.88	30.56	20.46	15.31	12.16	9.99
P/B	5.06	4.39	3.29	2.71	2.21	1.81

资料来源：东方证券研究所

根据以上的假设条件,我们预测公司 2011–2013 年每股收益将分别可达到 0.97 元、1.22 和 1.48 元,预计年复合增长率将达到 28%。基于目前相关非金属建材行业平均 20.86 倍的市盈率,对应目标价 20.24 元,首次给予公司“买入”评级。

表 7 相关行业上市公司 PE 值

相关行业上市公司	EPS (2010)	EPS (2011E)	当前股价	PE 2010E	PE 2011E
中国玻纤	0.4819	0.9986	27.33	56.71	27.37
海螺型材	0.4516	0.5883	9.82	21.74	16.69
栋梁新材	0.6386	0.8718	14.28	22.36	16.38
伟星新材	0.6713	0.9169	18.9	28.15	20.61
精工钢构	0.5766	0.5855	12.23	21.21	20.89
南玻 A	0.7007	0.8951	19.22	27.43	21.47
鲁阳股份	0.5246	0.7223	16.32	31.11	22.59
相关行业平均 PE 2011E				20.86	

资料来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2153	2445	2984	4324	营业收入	4369	5692	7286	8886
现金	819	820	1183	1434	营业成本	3187	4148	5300	6456
应收账款	177	400	365	713	营业税金及附加	5	6	8	10
其它应收款	21	115	153	161	营业费用	202	253	315	373
预付账款	243	173	483	557	管理费用	266	324	409	489
存货	875	913	768	1421	财务费用	81	95	106	99
其他	18	24	32	39	资产减值损失	11	14	15	13
非流动资产	5204	6137	6781	7123	公允价值变动收益	0	2	2	1
长期投资	209	217	214	214	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	3280	4523	5219	5555	营业利润	613	853	1135	1447
无形资产	664	789	942	1125	营业外收入	52	45	40	35
其他	1051	609	407	230	营业外支出	12	13	16	14
资产总计	7357	8582	9765	11447	利润总额	653	885	1159	1468
流动负债	3021	3720	3751	4017	所得税	42	62	104	161
短期借款	2048	2513	2300	2300	净利润	611	823	1055	1307
应付账款	456	604	778	941	少数股东损益	194	264	346	438
其他	517	603	673	776	归属母公司净利润	417	559	710	869
非流动负债	1116	898	994	1102	EBITDA	875	1370	1809	2227
长期借款	422	822	912	1012	EPS (元)	0.72	0.97	1.22	1.48
其他	694	76	82	90	主要财务比率				
负债合计	4137	4618	4744	5119	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	630	894	1239	1677	成长能力				
股本	575	575	575	575	营业收入	33.4%	30.3%	28.0%	22.0%
资本公积	510	510	510	510	营业利润	15.3%	39.2%	33.1%	27.4%
留存收益	1504	2064	2774	3643	归属于母公司净利润	29.5%	34.3%	26.8%	22.5%
归属母公司股东权益	2590	3152	3863	4734	获利能力				
负债和股东权益	7357	8582	9765	11447	毛利率	27.1%	27.1%	27.3%	27.3%
现金流量表					净利率	9.5%	9.8%	9.7%	9.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	16.1%	17.8%	18.4%	18.4%
经营活动现金流	912	605	1873	1262	ROIC	14.7%	14.5%	17.7%	18.8%
净利润	611	823	1055	1307	偿债能力				
折旧摊销	181	421	567	681	资产负债率	56.2%	53.3%	48.2%	44.4%
财务费用	81	95	106	99	净负债比率	61.46%	76.08%	69.98%	67.04%
投资损失	3	0	0	0	流动比率	0.71	0.66	0.80	1.08
营运资金变动	-4	-738	136	-834	速动比率	0.42	0.41	0.59	0.72
其它	39	3	9	9	营运能力				

投资活动现金流	-665	-1478	-1211	-1024	总资产周转率	0.65	0.71	0.79	0.84
资本支出	1209	1360	1050	828	应收账款周转率	21	20	19	17
长期投资	-23	7	-3	0	应付账款周转率	7.84	7.82	7.67	7.51
其他	521	-111	-164	-195	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-79	874	-299	12	每股收益	0.72	0.97	1.23	1.51
短期借款	664	465	-213	0	每股经营现金流	1.59	1.05	3.26	2.19
长期借款	63	400	90	100	每股净资产	4.50	5.48	6.72	8.23
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	3	0	0	0	P/E	20.46	15.24	12.01	9.81
其他	-810	9	-176	-88	P/B	3.29	2.70	2.21	1.80
现金净增加额	168	1	363	251	EV/EBITDA	5	3	2	2

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn