



中信建投证券
CHINA SECURITIES

CHINA SECURITIES RESEARCH

证券研究报告·上市公司调研

非金属类建材

持续放量，盈利回升，成长性确定

2012年2月6日，我们对北新建材进行了调研，公司总经理等高管与我们就公司业务经营情况，行业发展现状，公司未来战略思路进行了交流。

2011年经营情况：销量快速增长，盈利能力恢复。公司11年石膏板销量预计增长35-40%。其中龙牌和泰山石膏两者增速相当，显示公司高中低端市场同步增长。四季度表现全年最好，量价均有提高，毛利率亦有回升。三季度销售费用率下降的主要原因是泰山石膏调整了销售提成的比例。公司近几年产能助推带来的规模效应显著，期间费用率出现了大幅的回落。

近几年仍是产能释放的高成长期。公司截至2010年底纸面石膏板产能在10亿平米左右，其中龙牌大约3亿平米，泰山大约7亿平米。2011年公司又投产了8条线，其中龙牌上半年投产了2条，泰山投产6条。新增产能2.3亿平米，总产能超过12亿平米。2012年公司产能释放继续提速，全年预计新增产能3亿平米左右，到年底总产能有望超过15亿平米。

行业复合增长18%，消费升级助推石膏板产业高景气。石膏板产业仍属朝阳产业，过去三年复合增长率20%以上。和欧美市场对比，我国民用市场尚未完全开发，伴随消费升级行业有望持续高景气，以现有城镇居民住房面积和新增商品房销售面积计算一次装修和二次装修的潜在需求比例是1:2，如果未来二次装修需求比例进一步提高的话，石膏板消费需求受房地产销售面积的影响将会逐步趋弱。

盈利预测与估值。预计2011-2012年收入分别增长38.09%和19.14%，归属于母公司的净利润分别增长19.81%和33.42%。对应EPS分别为0.87元和1.16元。目前对应2012年动态PE估值仅为9.5倍，安全边际高，维持“买入”评级，目标价15元。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入(百万)	4,369.08	6,033.07	7,185.84	8,561.07
营业收入增长率	33.41%	38.09%	19.11%	19.14%
EBITDA(百万)	874.79	1,091.41	1,425.89	1,702.68
EBITDA 增长率	16.52%	24.76%	30.65%	19.41%
净利润(百万)	416.69	499.26	666.13	836.36
净利润增长率	29.48%	19.81%	33.42%	25.56%
ROE	16.09%	27.77%	29.42%	29.35%
EPS(元)	0.724	0.868	1.158	1.454
P/E	15.22	12.71	9.52	7.59
P/B	2.45	3.53	2.80	2.23
EV/EBITDA	9.22	10.25	5.26	3.88

请参阅最后一页的重要声明

北新建材(000786)

维持

买入

田东红

tia donghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号: S1440510120013

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

执业证书编号: S1440510120033

当前股价: 11.03 元

目标价格6个月: 15 元

调研日期: 2012年2月6日

发布日期: 2012年2月9日

主要数据

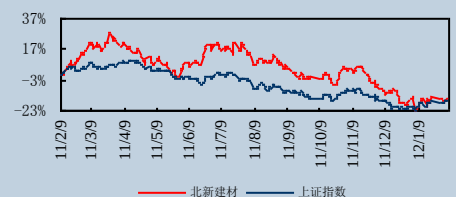
股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
11.85/3.35	-20.07/-12.27	-10.92/5.79
12月最高/最低价(元)		17.32/9.35
总股本(万股)		57515.00
流通A股(万股)		57508.73
总市值(亿元)		62.98
流通市值(亿元)		62.97
近3月日均成交量(万)		261.65

主要股东

中国建材股份有限公司	52.40%
------------	--------

股价表现



相关研究报告

- 11.10.27 三季报点评：收入快速增长，四季度毛利率有望上升
- 11.08.22 强竞争力维持公司高增长
- 11.07.21 入选保障房首选品牌，估值仍具进一步

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

我国石膏板行业：行业成长性确定

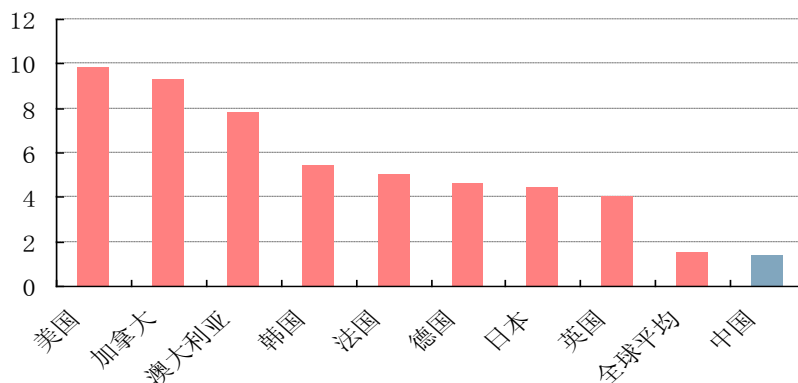
仍属朝阳行业，未来三年复合增长率在 18% 左右

2010 年我国石膏板产量 18.6 亿平米，同比增长 20.67%，2011 年规模以上企业生产石膏板 20.8 亿平米，市场整体加起来约有 22 亿平米，同比增长 18.3%，近三年行业复合增长率在 20% 左右。显示出我国石膏板行业目前仍处于快速发展阶段。

目前全球石膏板生产和消费主要集中在欧美和中国，合计占到全球约 80%。其中美国目前消费约 25 亿平米，人均消费 8 亿平米高峰时曾经达到 33 亿平米，欧洲消费量在 20 亿平米左右，中国 2010 年产量在 18.6 亿平米。其次为日本、澳大利亚、俄罗斯和非洲，分别在 3-5 亿平米。从人均消费水平来看，美国最高，我国目前水平仅为 1.39 平/人，远低于发达国家水平。理想情况下测算我国石膏板最大市场容量，以人均 4 平米消费量，15 亿人口计算，则未来我国石膏板市场可达 60 亿平米容量，当然这可能是高峰期的数字，但十二期间行业发展到 40-50 亿平米还是比较合理的，则未来三到四年行业复合增长率有望达到 18% 左右。

图 1：世界人均石膏板消耗量

单位：平米/人



资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

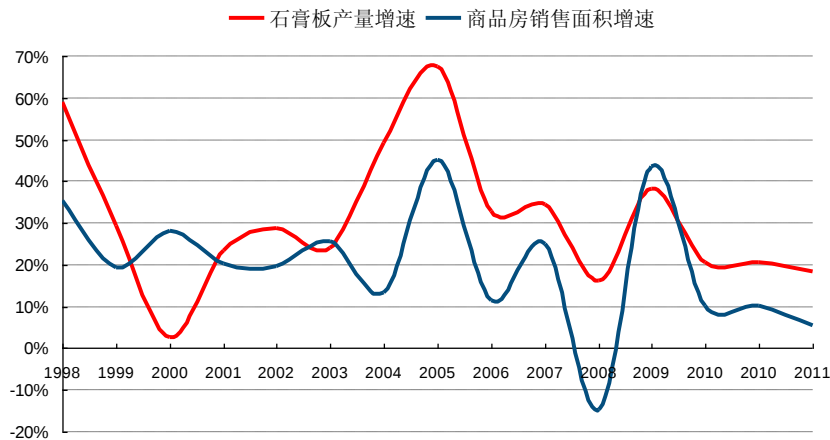
下游市场分析：二次装修逐步对冲地产影响

由于石膏板主要用于房屋的内装饰做隔墙吊顶用，因此石膏板的消费量与商品房销售存在一定的关联性。但由于还存在公共装饰及房屋二次装修的用量，两者的波动幅度有差异，在商品房销售大幅回落的情况下，石膏板的增速只小幅回落，一部分二次消费量对冲了首次装修消费量的下降。如 2008 年地产调控，房屋销售面积断崖式下跌，出现了负增长，但石膏板消费增速仍有 16%，所以房地产市场景气变化对石膏板虽有一定的影响，但影响程度有限。

我们不妨来计算一下，暂不考虑农村市场对石膏板的需求，以我国 2010 年城市人均居住面积 31.6 平米，城镇人口 6.66 亿计算，城镇居住面积达到 210 亿平米，以房屋十年翻修一次计算，每年有大约 20 亿平米房屋需求二次装修。而近年每年新增商品房销售面积大约 10 亿平米。也就是说一次装修和二次装修的潜在需求比例是 1: 2，如果未来二次装修需求比例进一步提高的话，石膏板消费需求受房地产销售面积的影响将会逐步趋弱。

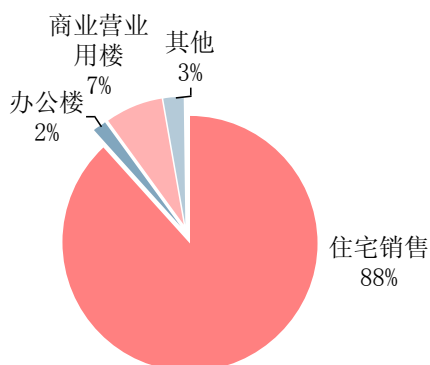


图 2：石膏板产量增速及商品房销售面积增速



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图 3：商品房销售面积分类



资料来源：wind，中信建投证券研发部

行业竞争结构波特五力分析

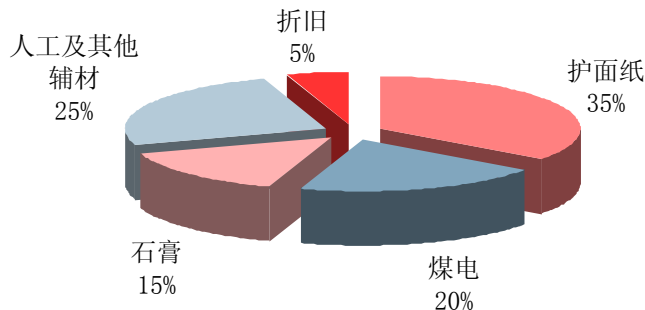
供应商议价能力：

一般来说，满足如下条件的供方集团会具有比较强大的讨价还价力量：

- 供方行业为一些具有比较稳固市场地位而不受市场剧烈竞争困扰的企业所控制，其产品的买主很多，以致于每一单个买主都不可能成为供方的重要客户。
- 供方各企业的产品各具有一定特色，以致于买主难以转换或转换成本太高，或者很难找到可与供方企业产品相竞争的替代品。
- 供方能够方便地实行前向联合或一体化，而买主难以进行后向联合或一体化。

纸面石膏板的生产原材料主要是护面纸、石膏和煤电。

图 4：纸面石膏板成本结构



资料来源：中信建投证券研发部

脱硫石膏供应商：供应量大，短期议价能力不高，但未来资源逐渐稀缺议价能力将提高

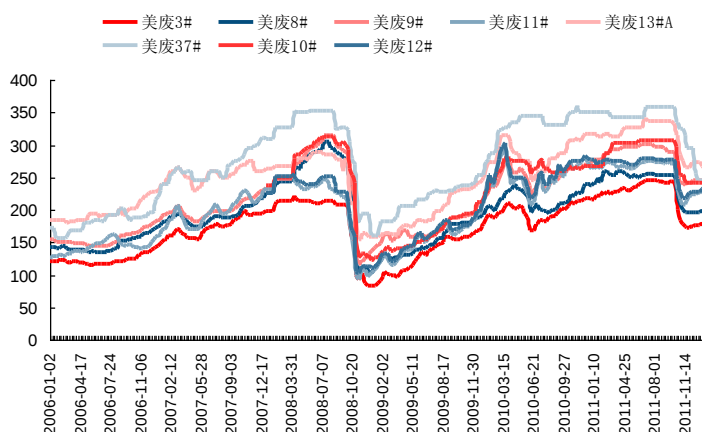
我国早期石膏板大多以天然石膏为原材料，工厂建设受制于矿产资源的分布。随着环保事业推进，燃煤电厂全面要求脱硫排放，以减少酸雨危害，这就产生了大量的工业废弃物脱硫石膏，而脱硫石膏是制作石膏板的理想原材料，这对石膏板行业是一个绝对的利好，企业可以摆脱以往对矿产资源的依赖，在更大的地域范围生产制造，给行业的规模扩张提供了原料基础。

在电厂脱硫初期，脱硫石膏作为工业废弃物属于等待消纳的“垃圾”，但伴随各地石膏板生产线的陆续建设，这种以往的“垃圾”就属于稀缺资源。脱硫石膏的供应商是具有垄断地位的电力企业，且脱硫石膏在当前及未来很长一段时间内将属于供应存紧缺的资源。所以石膏板企业要想赢取资源供应优势，一定要快速抢占资源，在电厂将脱硫石膏作为“垃圾”处理的初期开展合作，增强其合作意愿，从而在供应领域占据主导权。虽然短期脱硫石膏的资源对新建线还不是约束，当然要考虑到离电厂的距离目前企业主要是与生产线附近的电厂签订协议，各地脱硫石膏价格不一，未来该项成本预计会呈现上升趋势。

护面纸供应商：议价能力弱，但受制于美废价格波动

护面纸占纸面石膏板的生产成本比重最大，达到 35%。主要采购自国内的造纸企业，护面纸行业企业数量

图 5：美废价格走势 单位：元/吨



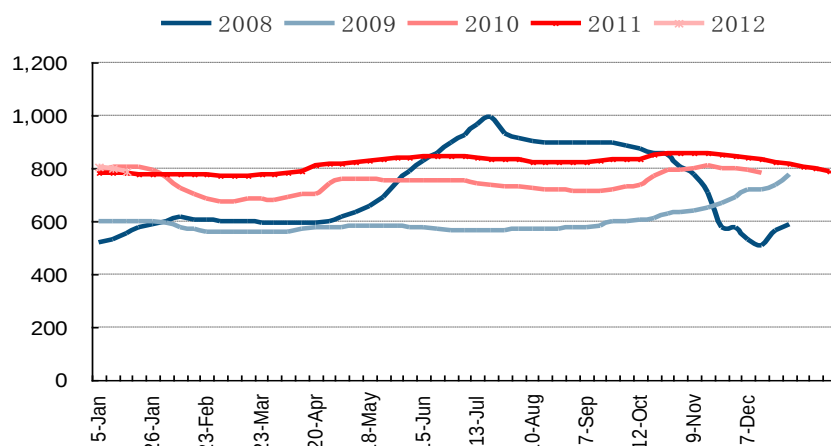
资料来源：wind，中信建投证券研发部

多，技术含量不高，利润率低，议价能力也弱，实际上还是受制于其上游原材料美废价格的波动。这使得纸面石膏板生产企业也被动受制于美废的进口价格。目前国内的石膏板公司如北新建材也有开始渗透做护面纸的生产，这对成本节约效果有限，最主要还是战略上的考虑，保障北新建材如此大规模的产品的原材料供给。

煤电供应商：石膏板企业外购动力能源，煤电企业议价能力强。

图 6：秦皇岛山西优混价格水平

单位：元/吨



资料来源：wind，中信建投证券研发部

购买者议价能力：石膏板价格低，客户不敏感，主要取决于产品品牌

购买者主要通过其压价与要求提供较高的产品或服务能力的的能力，来影响行业中现有企业的盈利能力。无论是公共建筑还是民用住宅，石膏板大多应用在装饰装修环节，由于其造价在装饰装修总成本中比重较低，又属于内装饰工程，所以不太被直接客户和最终用户所关注。但随着对建筑环保、节能、防火、隔声等综合性能要求的提高，以及石膏板应用技术体系的不断成熟。石膏板产品对于建筑使用性能的影响已被越来越多的客户所认识。因而越来越多的客户开始制定石膏板品牌，而选择何种品牌就主要取决于品牌的美誉度和市场口碑。

表 1：中国十大石膏板品牌榜中榜

1	龙牌	中国驰名商标，中国名牌，亚洲最大石膏板产业集团，中国 500 最具价值品牌，行业领军企业，北新建材集团有限公司
2	泰山 TS	国家重点新型材料建筑企业集团，中国驰名商标，中国名牌，纸面石膏板行业最具影响品牌，泰山石膏股份有限公司
3	拉法基	于 1833 年法国，世界财富 500 强之一，世界建材行业均居领先地位，大型跨国建材公司，上海拉法基石膏建材有限公司
4	可耐福	于 1932 年德国，专注多种建筑材料和建筑系统大型跨国集团，国际石膏板的著名品牌，可耐福石膏板（中国）有限公司
5	圣戈班	于 1665 年法国，世界最大建筑材料生产商之一，大型跨国建材公司，石膏板十大品牌，圣戈班石膏建材（上海）有限公司
6	杰森	专业以生产石膏板及其系统建材产品为主的外商独资企业，大型石膏板专业生产厂商，十大石膏板品牌，杰森石膏板集团
7	拜尔	山东著名品牌，山东名牌，山东省高新技术企业，纸面石膏板国家标准起草单位，行业知名品牌，山东拜尔建材有限公司
8	天玉	集石膏/硅钙制品科研生产销售为一体的综合企业，极具影响力装饰石膏板厂商，山东省著名商标，山东天玉建材有限公司
9	兔宝宝	中国驰名商标、中国名牌，胶合板行业标志性品牌，大型上市公司，高新技术企业，德华兔宝宝装饰新材料股份有限公司
10	堡斯德	布面石膏板行业领军企业，多项专利，国家重点新产品，中国环境标志产品认证，中德合资堡斯德建材（南昌）有限公司

资料来源：买购网，中信建投证券研发部

新进入者的威胁：投资门槛低，但资源、工艺，规模效应构筑潜在壁垒

进入障碍主要包括规模经济、产品差异、资本需要、转换成本、销售渠道开拓、政府行为与政策（如国家综合平衡统一建设的石化企业）、不受规模支配的成本劣势（如商业秘密、产供销关系、学习与经验曲线效应等）、自然资源、地理环境等方面，这其中有些障碍是很难借助复制或仿造的方式来突破的。总之，新企业进入一个行业的可能性大小，取决于进入者主观估计进入所能带来的潜在利益、所需花费的代价与所要承担的风险这三者的相对大小情况。

由于石膏板的投资建设成本相对较低，有一定规模的先进生产线的投资额需要 1-2 亿元，民营企业选择规模小、质量低的生产线只需要几百万元的投资，投资门槛相对较低，加之国内消费升级，对石膏板需求快速扩容，庞大的市场规模吸引了大量涌入市场的竞争者。

先进入者通过扩大规模，全国布局，抢占电厂和渠道资源，放大规模效应，降低单位成本。同时不断提高自身技术水平，生产工艺，制定环保标准，来拉大与落后者的差异。后进入者虽然投资建设成本不高，建一条线容易，但是市场拓展，产品卖不卖得出去是关键。光有装备还不行，还要有好的生产工艺。此外虽然脱硫石膏的资源对新建线不是约束，但是考虑到离电厂的距离，运费也是影响成本的一大要素。

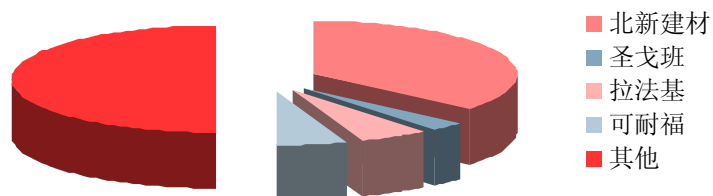
替代品的威胁：产品性价比高，替代品不多

作为隔墙材料，具备与石膏板类似性能的替代产品是不多的，木墙、玻璃墙或是砖石墙与石膏隔墙相比，在环保、价格、装饰性与施工便利度方面都有很大的劣势。作为吊顶材料，石膏板存在一定的替代性产品，包括矿棉板、硅钙板等，但由于应用领域各有侧重，功能优势也有较多不同，在功能需求一定的情况下，基本上不存在替代性产品。因此该维度对石膏板行业关键成功要素影响不大，可忽略。

同业竞争者竞争程度：早期竞争激烈，近年北新建材领先优势逐步确立

国内消费升级，对石膏板需求快速扩容，庞大的市场规模吸引了大量涌入市场的竞争者。目前，石膏板市场参与主体竞争结构明晰，第一梯队为外资品牌和国产龙牌石膏板，品质高、价格高；第二梯队为以泰山石膏为代表的国产品牌，市场容量最大，品质好，价格适中，性价比高；第三梯队充斥大量民营企业生产的质量价格低劣的石膏板。

图 7：我国石膏板市场竞争结构



资料来源：中经网，中信建投证券研发部



早期，石膏板行业竞争激烈。近几年外资可耐福、拉法基扩张速度和规模要明显落后于北新建材，但北新建材龙牌石膏板在 2005 年收购了泰山石膏后，整体市场占有率快速提高，与外资对手拉开了差距，成为市场上最强大的竞争者。2010 年北新建材加上 3 家外资企业整体销售约 9 亿平米，占据一半市场份额，其中北新建材生产销售 6.5 亿平米石膏板，占比大约在 35%，其余各家产量则在 7000-8000 万平米。市场还有大约 9 亿平米落后产能。这其中有 2 亿多平米目前有盈利，3 亿平米盈亏平衡或略有微利，还有 3 亿平米基本上不挣钱。（2000 万平米以下算落后产能）。

目前北新仍然在通过产能扩张拉开与同业者的差距，其无论从市场规模、品牌知名度、产品美誉度各方面已经成为国内石膏板行业的龙头老大。

表 2：国内外资企业石膏板产能（2010）

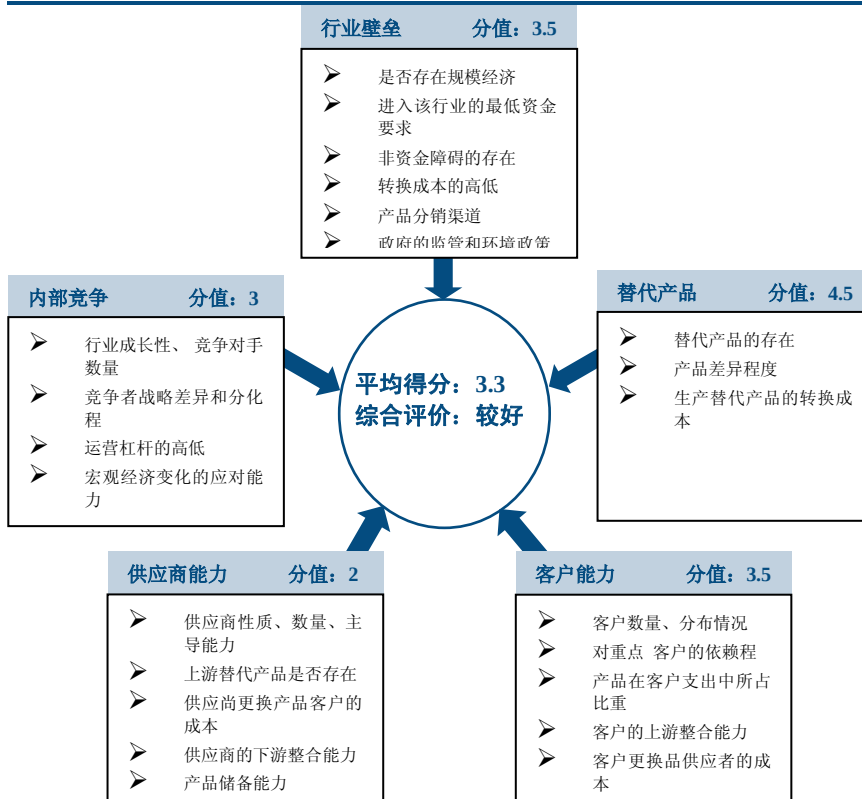
企业	地点	产能（万平米）	投产时间
圣戈班	上海金桥开发区	2000	1998
	常州	3000	2005
拉法基	重庆	超过 7000 万平米	2005
	成都		2008
	上海		2006
可耐福	芜湖	年产超过 1 亿平米	1997
	天津		2000
	东莞		2001
	太仓		2007
龙牌	全国各地	3 亿平米	
泰山	全国各地	7 亿平米	

资料来源：中经网，中信建投证券研发部

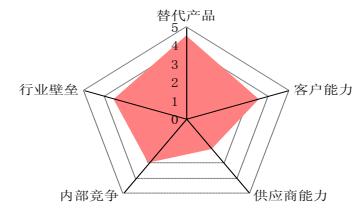
图 8：行业竞争力分析（波特五力）

分值：3.5

相关数据及说明



竞争力雷达图



波特五力评价指标说明

各单项及总分的最高分均为 5 分

竞争力综合评价：

很弱	1 分以下
较弱	1-2 分
中等	2-3 分
较强	3-4 分
很强	4-5 分

资料来源：中信建投研究发展部

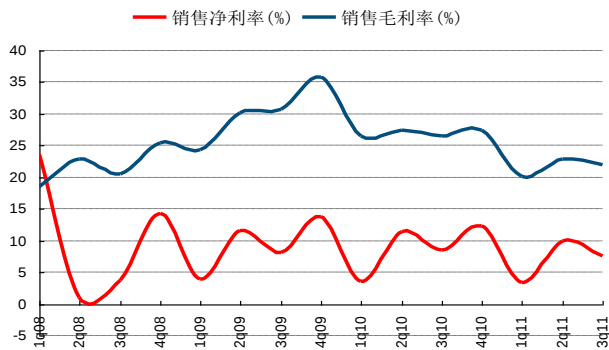
北新建材：扩张之路加速推进，财务业绩扎扎实实

2011 年经营情况：销量快速增长，四季度毛利率有望回升

公司 2011 年石膏板销量预计同比增长 35-40%。其中龙牌和泰山石膏两者增速相当，显示公司高中低端市场同步增长，比例仍维持在 1：5 左右。泰山石膏板产能利用率在 100%，基本满产满销，价格随行就市。龙牌产能利用率在 60%左右（行业盈亏平衡点：3000 万平米的线生产销售 600-700 万平米就可以盈亏平衡了）。四季度表现是全年最好的，量价均有提高，毛利率亦有回升。美废价格下降在四季度尚未完全体现，主要因为石膏板生产与上游纸厂存在 2 个月的时滞，成本下降主要还是前期有一些降低成本的措施。加之本身四季度就是装修旺季，价格上也会强一些。

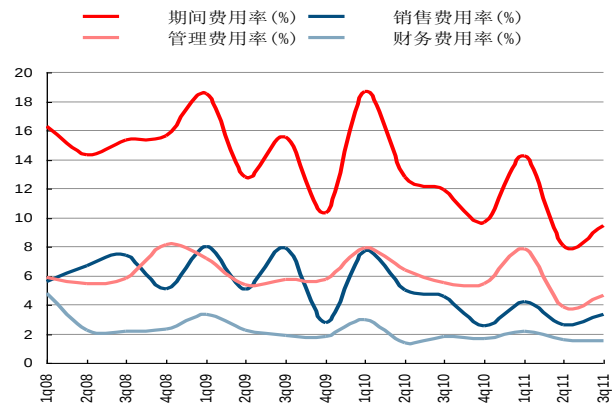
三季度销售费用率下降的主要原因是泰山石膏调整了销售提成的比例。公司近几年产能助推带来的规模效应显著，期间费用率出现了大幅的回落。

图 9：公司销售净利率和毛利率



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图 10：公司三项费用率变化



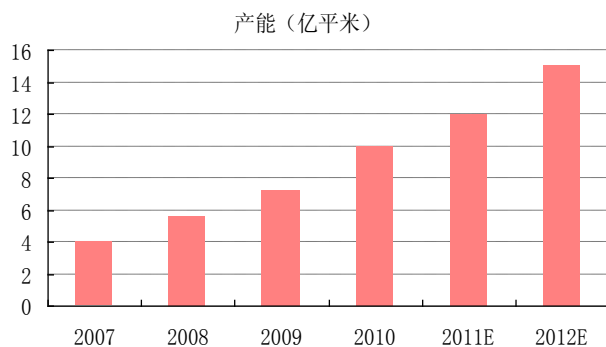
近几年仍是产能释放的高成长期

公司截至 2010 年底纸面石膏板产能在 10 亿平米左右，其中龙牌大约 3 亿平米，泰山大约 7 亿平米。2011 年公司又投产了 8 条线，其中龙牌上半年投产了 2 条，泰山投产 6 条。新增产能 2.3 亿平米，总产能超过 12 亿平米。2012 年公司产能释放继续提速，全年预计新增产能 3 亿平米左右，到年底总产能有望超过 15 亿平米。

此外，为应对纸面石膏板产能规模快速提高对上游护面纸需求的加大，满足原材料的稳定供应，公司出于战略考虑在山东泰安投产了 10 万吨的护面纸生产，实际产量可达到 20 万吨左右，按一平米纸面石膏板用 0.4 公斤护面纸计算，可满足 5 亿平米左右石膏板用纸需求。

图 11：公司产能增长情况

单位：亿平米



资料来源：wind，中信建投证券研发部

表 3：2011 年公司投产生产线

品牌	地点	项目	规模（万平米）	投产时间
龙牌	江苏太仓	纸面石膏板	3000	2011.01
	江苏镇江	纸面石膏板	3000	2011.06
泰山	重庆江津二期	纸面石膏板	3000	2011.04
	宁夏银川	纸面石膏板	3000	2011.06

江苏南通	纸面石膏板	3000	2011.06
四川什邡	纸面石膏板	3000	2011 下半年
贵州福泉	纸面石膏板	2000	2011 下半年
广东惠州	纸面石膏板	3000	2011 下半年
山东泰安	泰山护面纸	10 万吨	2011.11
合计		23000	

资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

表 4：北新建材总产能统计

石膏板生产线 单位：万平米

序号	地点	产能	生产状态	序号	地点	产能	生产状态
1	北京	2000	已投产	25	山西潞城	2200	已投产
2	辽宁铁岭	3000	已投产	26	大阪城	1000	已投产
3	湖北武汉	3000	已投产	27	辽宁阜新	4000	已投产
4	河北涿州	5000	已投产	28	河南洛阳	5000	已投产
5	河北青县	3000	已投产	29	湖南湘潭	3000	已投产
6	山东枣庄	3000	已投产	30	浙江温州	3000	已投产
7	山东枣庄（二期）	3000	已投产	31	安徽铜陵	5000	已投产
8	江苏太仓	3000	已投产	32	内蒙古包头	3000	已投产
9	江苏太仓（二期）	3000	已投产	33	江西丰城	3000	已投产
10	浙江宁波	3000	已投产	34	河南偃师	3000	已投产
11	广东肇庆	3000	已投产	35	山东泰安	10 万吨	已投产
12	四川广安	3000	已投产	36	河北故城	3000	试运行
13	四川成都	3000	已投产	37	山东平邑	3000	试运行
14	河北平山	3000	已投产	38	江苏句容	3000	试运行
15	浙江嘉兴	3000	已投产	39	广东惠州	3000	试运行
16	河北秦皇岛	2000	已投产	40	贵州福泉	2000	试运行
17	新疆天山	1000	已投产	41	宁夏银川	3000	试运行
18	江苏邳州	2500	已投产	42	江苏南通	3000	试运行
19	江苏江阴	6000	已投产	43	四川什邡	3000	试运行
20	湖北荆门	2000	已投产	44	江苏镇江	6000	试运行
21	湖北荆门（二期）	3000	已投产	45	河南新乡	3000	在建
22	山东潍坊	3000	已投产	46	安徽淮南	3000	在建
23	重庆（二期）	2000	已投产	47	重庆江津	3000	在建
24	云南曲靖	2000	已投产				

轻钢龙骨生产线 单位：万吨

1	北京	1.5	已投产	7	江苏苏州	2	已投产
2	广州	0.5	已投产	8	江苏镇江	0.5	试运行
3	江苏太仓	0.5	已投产	9	河南新乡	0.3	在建
4	河北涿州	0.5	已投产	10	安徽淮南	0.5	在建
5	山东济南	1.5	已投产	11	重庆江津	0.5	在建



6 四川成都 0.3 已投产

金邦板生产线 单位：万平米

1 江苏苏州 180 已投产

2 江苏苏州 60 试运行

矿棉板生产线 单位：万平米

1 江苏苏州 1600 已投产

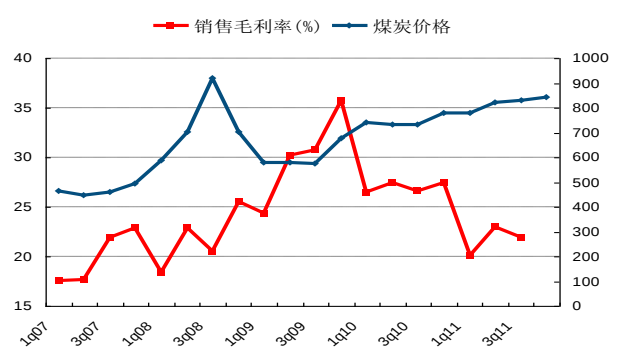
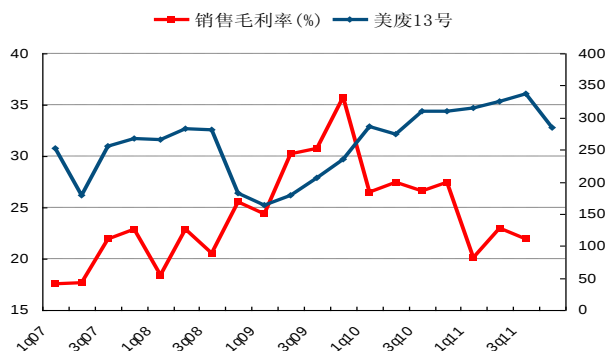
资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

盈利变化凸显公司战略：抢占市场为主，放大规模效应

从过去三年北新建材毛利率走势来看，经过了 08-09 年的持续上升之后，从 2010 年开始毛利率进入下行通道。08-09 年美废价格快速提高，而煤炭价格则经历了一个过山车，公司的毛利率也依然快速上涨，显示出很好的成本转嫁能力。2010 年之后这两大原材料价格仍然持续高企，但公司毛利率快速回落。显示公司在产能快速扩张过程中为了抢占市场，价格上做出让步，并没有完全转嫁成本的上涨，从去年四季度开始美废价格出现较为明显的回落，季度环比下跌了 16%，1 月份持续下跌，对公司毛利率的回升起到了支撑作用。

虽然在定价策略上，公司做出了让步，毛利率近两年出现了大幅回落，但伴随规模效应的显现，期间费用率大幅下降，这使得净利率仍然保持在一个稳定的水平。盈利的变化也凸显了公司的发展战略。

图 12：公司毛利率和美废价格走势变动关系 单位：元/吨 图 13：公司毛利率和煤炭价格走势变动关系 单位：元/吨



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图 14：公司销售净利率和毛利率

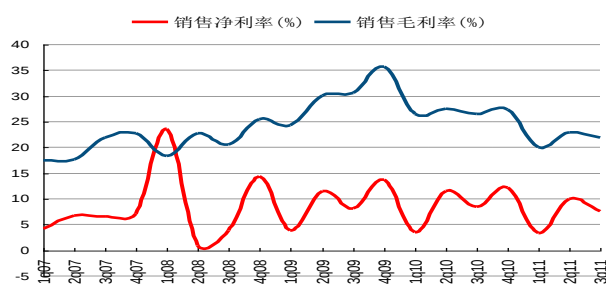
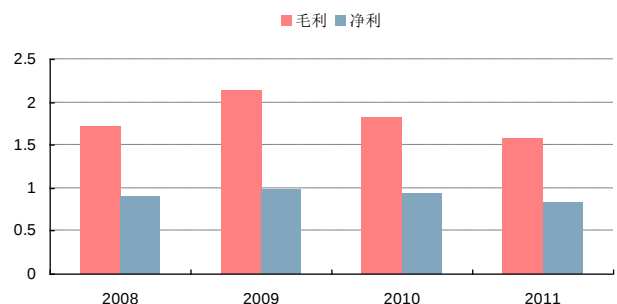


图 15：北新建材单位平米石膏板毛利和净利



资料来源：wind，中信建投证券研发部



财务稳健，业绩具备较高安全边际

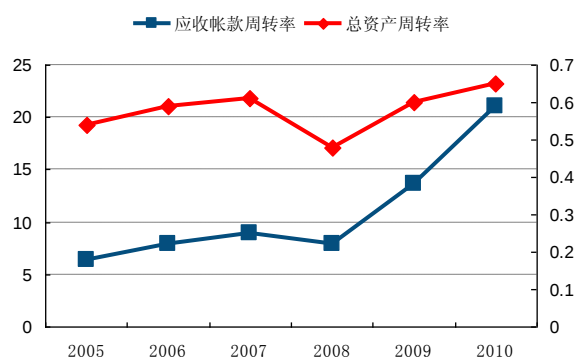
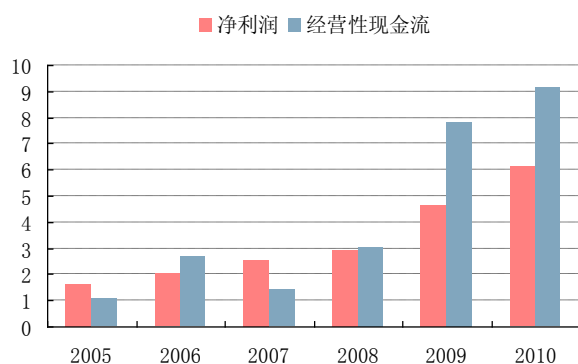
公司过去几年的快速发展，外延式的产能扩张及产业间的横向收购，对资金的要求会更高。但是从公司的现金流情况来看仍然非常充沛。公司近两年应收帐款周转率大幅提高，虽然下属 4000 多家经销商，但是资金回款情况非常良好，即便是有短期的占款，也都要在当年底前结清，这就保证了充沛的现金流，也为下一步石膏板产能的快速扩张提供了资金保障。

公司 2010 年实现净利润 6.1 亿元，经营性现金流就达到 9.1 亿元。自身快速的利润增长伴随稳健的财务运作使公司的业绩具备较高的安全边际。

图 16：公司净利润与经营性现金流

单位：亿元

图 17：公司应收帐款周转率和总资产周转率变化



资料来源：聚源数据，中信建投证券研发部

盈利预测与估值

盈利预测

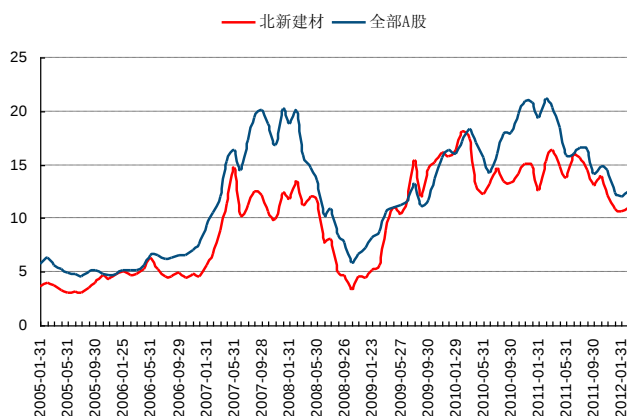
我们预计公司 2011 年销量为 8.85 亿平米，全年实现销售收入 60.33 亿元，同比增长 38.1%；实现归属于母公司的净利润 4.99 亿元，同比增长 19.8%，每股收益 0.87 元。预计 2012 年销量同比增长 20%，实现销售收入 71.86 亿元，同比增长 19.1%；实现归属于母公司的净利润 6.66 亿元，同比增长 33.4%，每股收益 1.16 元。未来三年伴随产能释放市场份额的提高，公司仍有望保持销量 20%左右的复合增长。

业绩稳健成长，估值不断打压

北新建材作为国内的石膏板生产龙头企业，业绩持续稳健成长，近三年归属于母公司的净利润保持接近 30% 的复合增长率。然后从股价表现来看，相较于大盘却并没有体现出明显的超额收益。这两年显示出“大盘上涨时弹性弱，大盘下跌时防御弱”的特征。



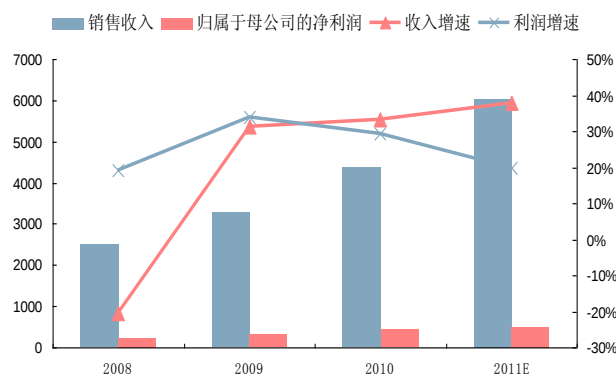
图 18：公司收盘价



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图 19：公司营业收入、净利润及其增长

单位：百万元

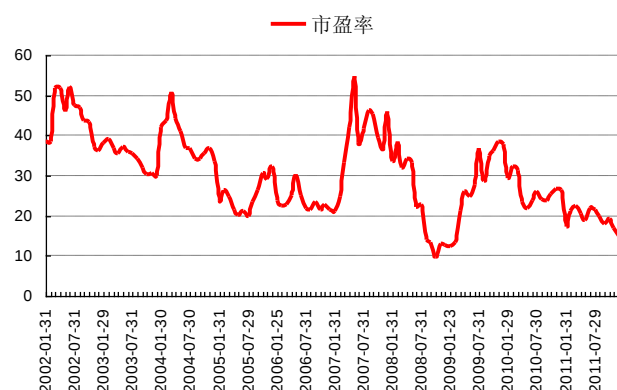


从公司历史的静态 PE 走势来看，估值最高点出现在 2007 年 5 月，达到过 58 倍 PE。最低点出现在 2008 年 10 月，跌到 9.76 倍 PE，平均估值在 30 倍左右。

从长期趋势来看，市场给予北新建材的 PE 估值中枢在下移。几次估值的大幅提升主要还是流动性增加跟随大盘整体估值中枢上移，例如 2007 年上半年静态 PE 快速从 21 倍提升到 54 倍，2009 年全年估值从 12 倍提高到 38 倍。

而 2004 年上半年从 30 倍提高到 50 倍，以及 2005 年四季度到 2006 年初从 20 倍提高到 30 倍这两个时期则出现了和大盘估值的背离，走出了独立行情。分析原因 2004 年是因为经历了资产置换，主营业务发生了较大变化，第二次估值提升是因为 2005 年公司成功增资控股山东泰山集团（即泰山石膏）42% 股权，翻开了具有里程碑意义的一页。2006 年，又通过间接增持，使总持股比例达到 65%。国内两大石膏板龙头企业合并，公司形成双品牌泰山和龙牌，市场份额大幅提高，成为行业内的绝对龙头，市场地位提升带来的估值溢价。

图 20：公司 P/E 估值



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图 21：公司 P/B 估值

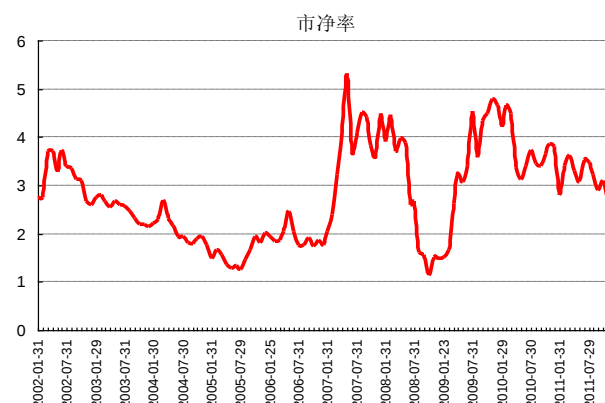
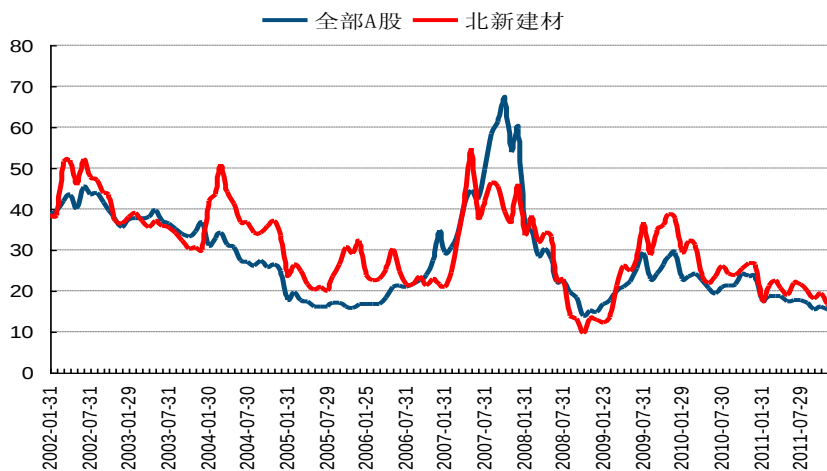


图 22：公司和整体 A 估值静态 PE 历史变化趋势



资料来源：wind，中信建投证券研发部

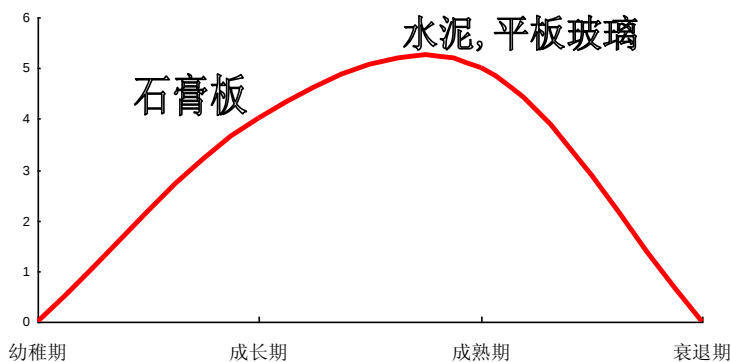
我们参考公司历史估值情况，以 2008 年最差情况静态 PE9.76 倍估计，2011 年预计 EPS0.90 元左右，则股价的底部在 8.78 元，距离目前 10.76 元还有 18.4% 的跌幅。乐观情况下若恢复到 30 倍平均估值，则股价在 27 元左右，涨幅 151%，考虑到整体估值中枢下移，若恢复到 20 倍水平，则股价在 18 元左右，涨幅空间 67.28%。

跳出估值迷雾，回归真实价值

石膏板公司应享有比水泥、玻璃公司更高的估值

石膏板是新兴产业，过去几年年均 20%，未来三年年均 18% 的复合增长率，在建材行业当中当属傲视群雄，传统水泥、平板玻璃行业与其不可同日而语，前者仍处于成长期，是朝阳产业，而东部区域水泥、平板玻璃已经进入成熟期，工信部“十二五”期间对水泥行业的预计增速为 3%-4%，对平板玻璃的预测是 2.6%。水泥量的扩张增长已经接近顶峰，大企业已经基本瓜分完市场，未来主要依靠提高产品附加值来增长。而石膏板行业目前仍处于以量扩张阶段，市场容量还在加速扩容。石膏板龙头企业理应享有比水泥、玻璃公司更高的估值溢价。但通过海螺水泥和北新建材的比较来看，行业发展阶段的估值属性并没有在二级市场体现出来。

图 23：建材子行业成长周期



资料来源：wind，中信建投证券研发部



表 5：主要建材龙头公司估值比较

	2012PE	PB	EV/EBITDA(剔除货币资金)
北新建材	9.6	2.25	17.80
海螺水泥	8.4	2.15	24.86
南玻 A	11.8	3.25	15.27

资料来源：wind，中信建投证券研发部

符合消费升级的大方向，具备持续繁荣的质素

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。石膏板价廉物美，但是目前大多数还是应用在公共装饰领域，如楼堂馆所的大厅吊顶或写字楼的隔断，而运用到民用领域的比重则较低。对比美国数据，新建住宅装修需求甚至比非住宅需求更高，且翻修重建需求占比更是逐年提高。这表明了我国石膏板消费下游需求的未来发展方向，民用仍是块尚未被完全开发的大蛋糕，在大消费升级的趋势下，居民对居住环境要求的进一步提高，会逐渐加大石膏板装饰用量，行业具备持续繁荣的质素。

图 24：美国石膏板下游需求分布

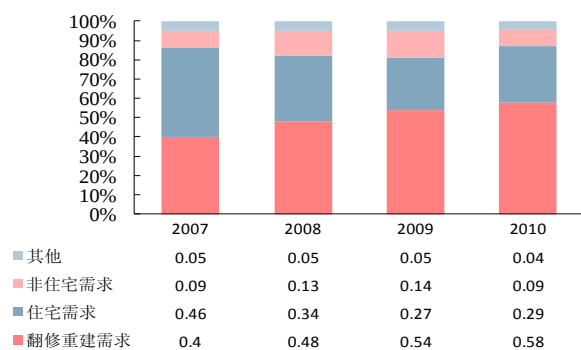
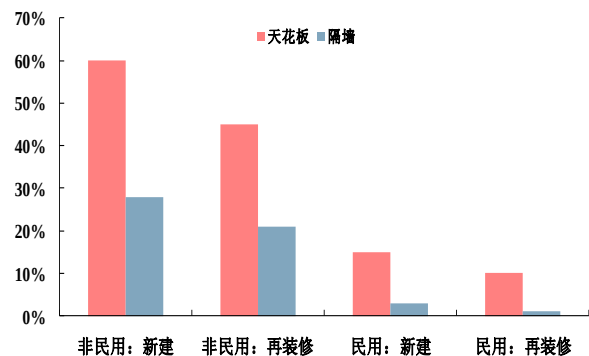


图 25：我国石膏板下游需求分布



资料来源：usg，《石膏建材》，中信建投证券研发部

我们认为公司具备稳健的经营理念，财务指标优异。目前处于以量扩张的推动期。石膏板产品在成本、质量、品牌上具有绝对优势，通过本身市场扩容和抢占市场份额仍可保障未来几年的快速成长。2012 年主要成本美废价格的回落有利毛利率回升，快速放量进一步降低三费。盈利增长相对可靠性更高。目前对应 2012 年动态 PE 估值仅为 9.6 倍，安全边际高，维持“买入”评级，目标价 15 元。



报表预测

	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
利润表（百万元）							
营业收入	4,369.08	6,033.07	38.09%	7,185.84	19.11%	8,561.07	19.14%
营业成本	3,186.84	4,632.51	45.36%	5,407.04	16.72%	6,435.81	19.03%
营业费用	201.71	190.00	-5.80%	201.20	5.90%	214.03	6.37%
管理费用	266.30	290.00	8.90%	316.18	9.03%	359.56	13.72%
财务费用	81.40	97.47	19.74%	119.64	22.74%	112.25	-6.18%
投资收益	-3.47	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	612.97	806.18	31.52%	1,118.55	38.75%	1,414.63	26.47%
利润总额	652.72	856.18	31.17%	1,158.55	35.32%	1,454.63	25.56%
所得税	41.74	124.15	197.40%	167.99	35.32%	210.92	25.56%
净利润	610.98	732.04	19.81%	990.56	35.32%	1,243.71	25.56%
归属母公司所有者的净利润	416.69	499.26	19.81%	666.13	33.42%	836.36	25.56%
NOPLAT	649.96	772.63	18.87%	1,058.65	37.02%	1,305.48	23.31%
资产负债表（百万元）							
流动资产	819.18	1,206.61	47.30%	1,437.17	19.11%	1,712.21	19.14%
现金	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收账款	176.78	661.16	274.00%	787.49	19.11%	938.20	19.14%
其它应收款	243.43	289.75	19.03%	343.82	18.66%	408.18	18.72%
预付账款	875.22	1,269.18	45.01%	1,481.38	16.72%	1,763.23	19.03%
存货	2,153.47	3,488.30	61.98%	4,123.22	18.20%	4,909.22	19.06%
其他	5,203.61	4,940.59	-5.05%	4,752.89	-3.80%	4,577.08	-3.70%
非流动资产	7,357.08	8,428.88	14.57%	8,876.10	5.31%	9,486.31	6.87%
长期投资	2,047.86	1,973.00	-3.66%	1,500.00	-23.97%	631.29	-57.91%
固定资产	455.87	583.82	28.07%	681.44	16.72%	811.09	19.03%
无形资产	41.70	41.70	0.00%	41.70	0.00%	41.70	0.00%
其他	3,021.21	3,292.52	8.98%	2,997.29	-8.97%	2,364.70	-21.11%
资产总计	1,115.85	1,415.85	26.89%	1,715.85	21.19%	1,965.85	14.57%
流动负债	629.96	862.74	36.95%	1,187.17	37.61%	1,594.52	34.31%
短期借款	2,590.06	1,797.78	-30.59%	2,264.07	25.94%	2,849.52	25.86%
应付账款	-867.73	195.77	N/A	1,125.93	475.11%	2,544.53	125.99%
其他	1,514.19	4,005.91	164.56%	4,393.08	9.66%	4,492.12	2.25%
非流动负债	819.18	1,206.61	47.30%	1,437.17	19.11%	1,712.21	19.14%
长期借款	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
其他	176.78	661.16	274.00%	787.49	19.11%	938.20	19.14%
负债合计	243.43	289.75	19.03%	343.82	18.66%	408.18	18.72%
少数股东权益	875.22	1,269.18	45.01%	1,481.38	16.72%	1,763.23	19.03%



上市公司调研报告

归属母公司股东权益	2,153.47	3,488.30	61.98%	4,123.22	18.20%	4,909.22	19.06%
负债和股东权益	5,203.61	4,940.59	-5.05%	4,752.89	-3.80%	4,577.08	-3.70%

现金流量表（百万元）

净利润	610.98	732.04	19.81%	990.56	35.32%	1,243.71	25.56%
折旧摊销	180.42	187.75	4.07%	187.70	-0.03%	175.80	-6.34%
净营运资金增加	-87.47	1,063.51	N/A	930.15	-12.54%	1,418.60	52.51%
经营活动产生现金流	912.23	426.05	-53.30%	1,086.30	154.97%	1,271.91	17.09%
投资活动产生现金流	1,279.38	-16.50	N/A	-15.00	N/A	-15.00	N/A
融资活动产生现金流	-79.33	-22.11	N/A	-840.75	N/A	-981.87	N/A
现金净增（减）	2,112.28	387.44	-81.66%	230.55	-40.49%	275.05	19.30%



分析师介绍

田东红：经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，11 年证券行业研究经历。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。2010 年带领团队获得新财富非金属建材行业最佳分析师第五名。

韩梅：对外经济贸易大学金融学硕士，建材行业研究员。3 年证券行业从业经验。2010 年新财富非金属建材行业最佳分析师（团队）第五名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



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 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部
中国 上海 200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8621) 6880-5588
传真：(8621) 6880-5010