

北新建材（000786.SZ）

收入增速重回快车道

2017 上半年公司实现营收 45.62 亿元，同比+26%，归属于净利润 6.82 亿元，同比+49%。扣非归属净利润 7.37 亿元，同比+58.37%。

● 收入增速重回快车道，收购少数股东权益直接增厚公司业绩

公司收入增速连续四个季度环比提升，继 2011 年之后公司收入重回快车道。报告期内公司收入增速明显加快，一是受益于下游房地产需求回暖；二是环保加码，行业内小产能加速出局，公司相对市场份额上升；目前环保严格，尤其是环京津冀地区，而河北和山东石膏板产能占全国比重超过 50%，落后小产能和不环保的产能退出给龙头公司腾出市场空间；三是混改进一步激发了公司增长潜力。报告期内公司归属净利润增速远高于收入增速，主要原因在于去年底少数股东权益注入。

● 内生利润增速略低于收入增速，原材料价格上涨成本承压

报告期内公司内生的利润增速略低于收入增速，原因在于原材料价格上涨，成本承压。面对原材料和能源价格上涨，公司作为行业龙头，具备一定的行业定价权，已将部分成本压力向下游转移。同时，结合美废和煤炭的价格走势、以及去年公司毛利率走势，可以注意到今年 2 季度是毛利率同比压力最大阶段，预计下半年将有所好转。

● 诉讼案尚存不确定性，影响已做一定的对冲，将审慎应对处理

投资建议：维持“买入”评级国内石膏板行业需求仍有较大增长空间，受益于装配式建筑和消费升级，石膏板渗透率将继续提升；行业高度集中格局，公司在行业内市场份额超过 50%，预计未来稳中有升，继续保持领先优势；完成收购泰山石膏剩余股权（混改）进一步激发经营活力，环保力度加大将加速小企业出局，给公司业绩增长带来保障；我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.97、1.23、1.60 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求大幅下滑、原材料价格大幅上涨、美国诉讼影响扩大。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	7,551.18	8,156.08	10,620.47	12,908.13	16,264.24
增长率(%)	-8.97%	8.01%	30.22%	21.54%	26.00%
EBITDA(百万元)	1,856.67	2,131.14	2,473.10	2,993.22	3,696.74
净利润(百万元)	896.88	1,171.07	1,728.81	2,202.40	2,853.60
增长率(%)	-18.87%	30.57%	47.63%	27.39%	29.57%
EPS（元/股）	0.634	0.655	0.967	1.231	1.595
市盈率（P/E）	18.76	15.72	14.86	11.66	9.00
市净率（P/B）	2.16	1.77	2.15	1.85	1.55
EV/EBITDA	10.01	9.33	10.16	7.84	5.83

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

16.18 元

前次评级

买入

报告日期

2017-08-21

相对市场表现



分析师：邹戈 S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师：谢璐 S0260514080004



021-60750630



xie.lu@gf.com.cn

相关研究：

北新建材（000786.SZ）：2017-06-24

“Lennar 案”达成和解，美国诉讼始末

北新建材（000786.SZ）：2017-06-13

继续成长的优质石膏板龙头

北新建材（000786.SZ）：2017-03-20

业绩增长超预期，四季度增速快

联系人：赵勇臻 021-60750614

zhaoyongzhen@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

事件描述	4
事件点评	4
收入增速重回快车道，收购少数股东权益直接增厚公司业绩	4
内生利润增速略低于收入增速，2 季度料为毛利率压力最大时候	5
诉讼案尚存不确定性，影响已做一定的对冲，将审慎应对处理	7
扩张步伐不减，混改机制下，预计未来继续保持领先优势	8

图表索引

图 1: 2017 年 Q2 公司收入同比增长 27.40%.....	5
图 2: 2017 年 Q2 公司归属净利同比增长 48.51%	5
图 3: 2017 年 Q2 公司毛利率为 33.32%	6
图 4: 2017Q2 期间费用率为 9.44%.....	6
图 5: 石膏板成本结构	6
图 6: 原材料美废价格 (元/吨)	6
图 7: 煤炭价格 (元/吨)	7
图 8: 2017H1 石膏板毛利率 32%.....	7
图 9: 北新建材市场占有率过半	8
表 1: 公司本报告期主要财务指标.....	4
表 2: 北新建材和泰山石膏美国诉讼费用	7

事件描述

北新建材公布2017年半年报:

- 报告期内公司实现营业收入45.62亿元，同比+26.02%；实现营业利润8.47亿元，同比+15.46%；实现利润总额7.71亿元，同比+9.03%。
- 归属于上市公司股东净利润6.82亿元，同比上涨48.51%；对应每股收益0.381元。

表 1: 公司本报告期主要财务指标

	本报告期末	去年上年度期末	增减变动
总资产 (万元)	1496501.50	1424832.71	4.29%
归属上市公司股东的所有者权益 (万元)	1075397.54	1037576.25	3.65%
归属上市公司股东的每股净资产 (元/股)	6.0126	5.8011	3.65%
	本报告期	上年同期	增减变动
营业总收入 (万元)	456159.24	361907.83	26.02%
毛利率 (%)	31.11	34.42	-3.31%
营业利润 (万元)	84680.41	73342.57	15.46%
利润总额 (万元)	77096.73	70714.33	9.03%
归属于上市公司股东的净利润 (万元)	68232.43	45945.01	48.51%
基本每股收益 (元/股)	0.381	0.325	17.23%
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	45436.78	40397.54	12.47%
每股经营活动产生的现金流量净额 (元/股)	0.2540	0.2857	-11.1%

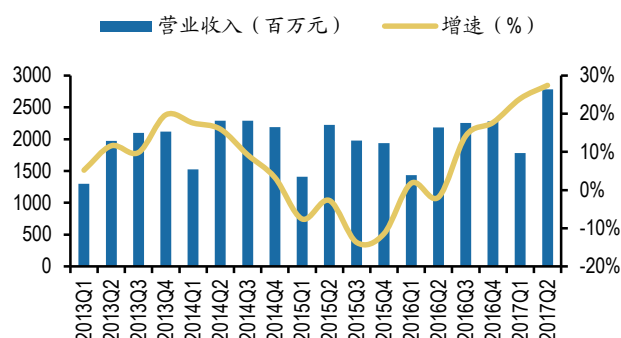
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

事件点评

收入增速重回快车道，收购少数股东权益直接增厚公司业绩

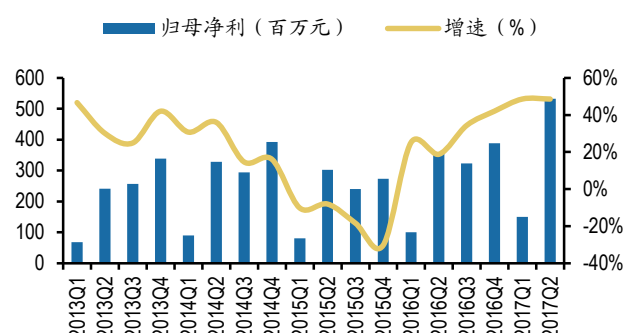
2017年上半年公司实现营收45.62亿元，同比+26.02%；营业利润5.47亿元，同比+15.46%，归属净利6.82亿元，同比+48.51%，扣非归属净利润7.37亿元，同比+58.37%。上半年公司收入增速提升，归母净利润大幅增长。

图1: 2017年Q2公司收入同比增长27.40%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图2: 2017年Q2公司归属净利同比增长48.51%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

● 收入增速连续四个季度环比回升, 创最近6年来新高

报告期内公司收入同比增长26.02%, 其中Q2收入同比增长27.4%, 以半年度时间维度来看, 增速创2012年以来新高。公司收入增速连续四个季度环比提升, 继2011年之后公司收入重回快车道, 验证了我们前期的判断(参考《北新建材, 继续成长的优质石膏板龙头》)。

报告期内公司收入增速明显加快, 一是受益于下游房地产需求回暖; 二是环保加码, 行业内小产能加速出局, 公司相对市场份额上升; 目前环保严格, 尤其是环京津冀地区, 而河北和山东石膏板产能占全国比重超过50%, 落后小产能和不环保的产能退出给龙头公司腾出市场空间; 三是混改进一步激发了公司增长潜力(见后文)。

● 归属净利润大幅增长, 收购少数股东权益直接增厚公司业绩

报告期内公司归属净利润同比增速高达48.51%, 远高于收入增速, 主要原因在于去年底少数股东权益注入, 并表因素使得公司归属净利润大幅增长。2016年11月, 公司以11.20元/股的价格, 向泰山石膏股东贾同春等35名自然人、国泰民安投资、和达投资等10家有限合伙投资公司非公开发行3.7亿股股票, 作价42亿元收购了泰山石膏剩余35%的股权, 交易完成后泰山石膏成为公司全资子公司。收购少数股东权益, 一方面直接增厚公司业绩, 另一方面泰山石膏经营管理层贾同春等人成为北新建材直接股东, 混合所有制改革进一步激发了公司增长潜力。

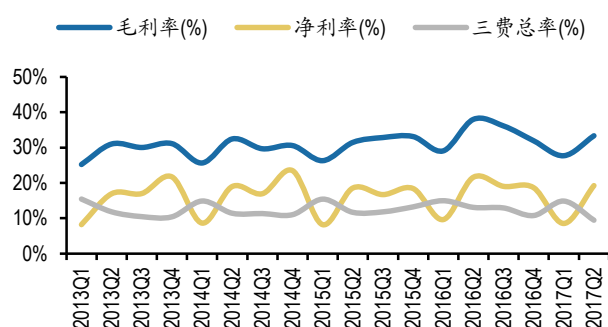
内生利润增速略低于收入增速, 2 季度料为毛利率压力最大时候

报告期内公司营业利润同比+15.46%, 内生的利润增速略低于收入增速, 主要原因在于原材料价格上涨, 成本承压, 公司盈利能力略有下滑。上半年毛利率为31.11%, 同比下降3.31个百分点, 2017Q2毛利率为33.32%, 同比下降4.65个百分点。

毛利率下滑主要由于美废和煤炭价格上涨。2016上半年煤炭均价为376.29元/吨，2016下半年为556.04元/吨，2017上半年为597.91元/吨，2017上半年均价涨幅明显，同比+58.90%，环比+7.53%；2016上半年美废均价为217.9元/吨，2016下半年为244.6元/吨，2017上半年为289.5元/吨，2017上半年均价涨幅明显，同比+32.86%，环比+18.36%。面对原材料和能源价格上涨，公司作为行业龙头，具备一定的行业定价权，已将部分成本压力向下游转移（龙牌提价约2%，泰山提价约10%）。同时，结合美废和煤炭的价格走势，以及去年公司毛利率走势，可以注意到今年2季度是毛利率同比压力最大阶段，预计下半年将有所好转。

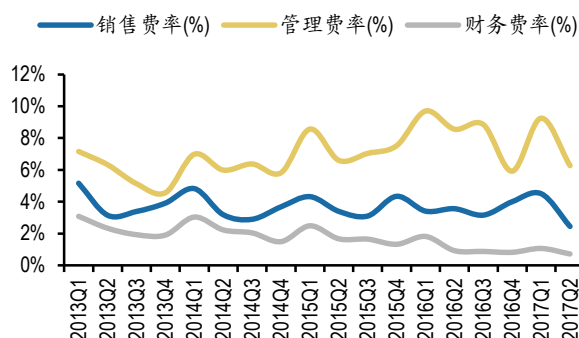
原材料成本上升的同时，公司严控费用率，使得净利率下滑幅度减小。上半年期间费用率为11.54%，同比下降2.26个百分点。上半年净利率为15.07%，同比下降1.79个百分点。

图3：2017年Q2公司毛利率为33.32%



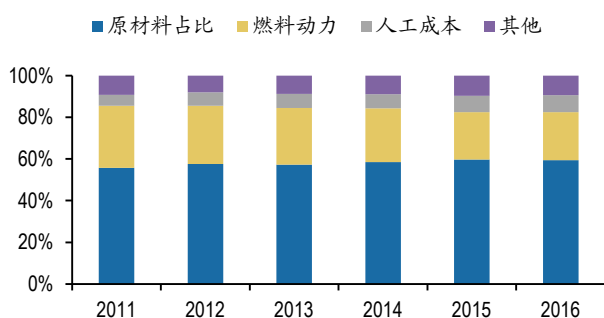
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：2017Q2期间费用率为9.44%



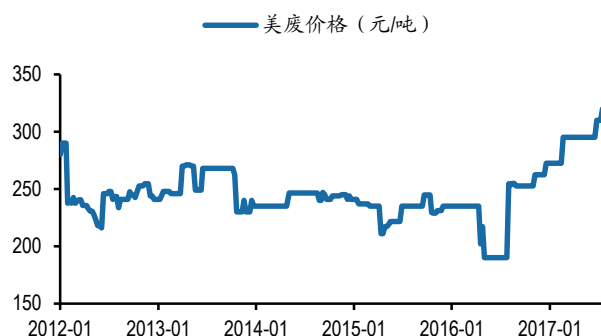
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图5：石膏板成本结构



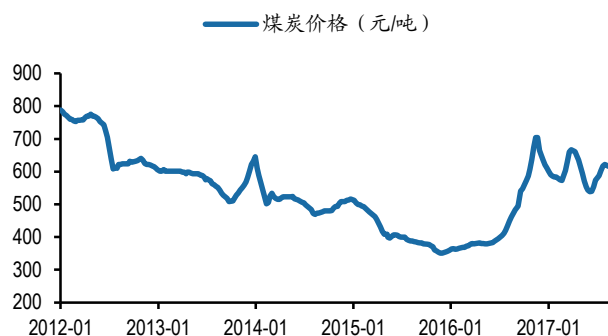
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6：原材料美废价格（元/吨）



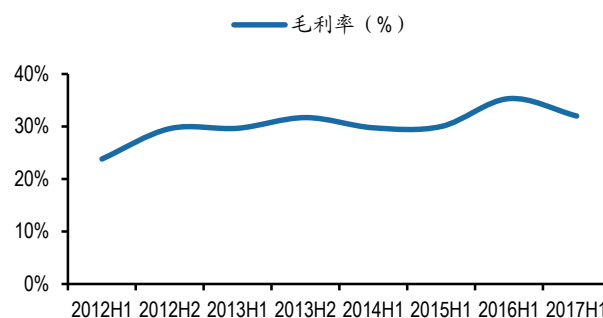
数据来源：百川资讯，广发证券发展研究中心

图7: 煤炭价格 (元/吨)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图8: 2017H1石膏板毛利率32%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

诉讼案尚存不确定性, 影响已做一定的对冲, 将审慎应对处理

北新建材和泰山石膏在美国的石膏板诉讼案件正在审理中, 北新建材上半年发生律师费等各项费用2337万元, 泰山石膏上半年发生相关费用7598万元, 两公司上半年合计发生9935万元 (去年同期5752万元), 占当期归母净利润14.56%, 如果剔除诉讼费用影响, 公司盈利表现更优。

自2010年至2017年6月30日, 累计诉讼花费4.61亿元, 不过公司已经做了对冲, 在2016年底公司发行股份购买泰山石膏少数股权时约定, 上市公司的交易对方对其获得的99071875股上市公司股份进行锁定, 新增股份上市之日起36个月或以内, 由北新建材以 1 元的价格对该部分锁定的股份进行回购并注销。

目前上市公司在积极推进案件解决, 对个人案件以积极和解为主, 以有利于集体案件的解决。但目前尚无法准确预估该案件可能对北新建材和泰山石膏造成的经济损失以及对当期利润的影响, 存在不确定性, 公司密切关注此事的发展, 本着对投资者、消费者和行业负责任的态度, 审慎应对和处理, 我们也将保持密切跟踪与观察。

表 2: 北新建材和泰山石膏美国诉讼费用

	北新建材 (万元)	泰山石膏 (万元)	合计 (万元)	发生费用占归母净 利润比例 (%)	累计花费 (亿元)
2010	297	2,608	2,904	6.97%	0.29
2011	905	2,139	3,043	5.82%	0.59
2012	144	2,574	2,719	4.02%	0.87
2013	95	544	639	0.71%	0.93
2014	48	1,143	1,191	1.08%	1.05
2015	7,437	9,188	16,625	18.54%	2.71
2016	3,532	5,473	9,004	6.05%	3.61
2017/6/30	2,337	7,598	9,935	14.56%	4.61

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

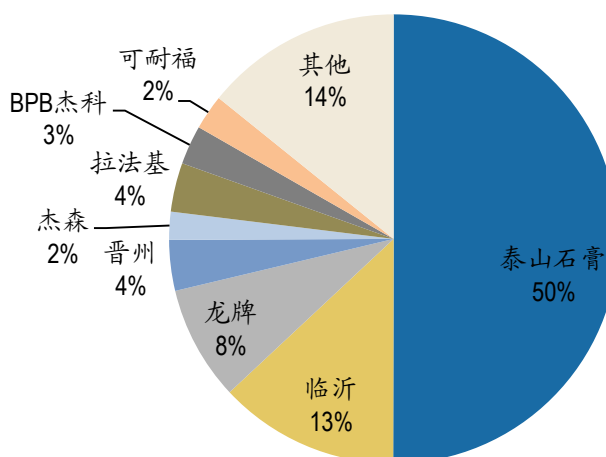
注 1: 2010 年费用按照美元:人民币 6.6240:1 折算; 2011 年费用按照 6.4711:1 折算。

扩张步伐不减，混改机制下，优质龙头份额预计稳中有升

公司公告泰山石膏拟在江西弋阳投资建设综合利用工业副产石膏年产3,500万平方米石膏板生产线项目，该项目位于江西省上饶市弋阳工业园区，主要面向在江西东部、浙江西部、福建北部地区市场。项目建成后，公司市占率和综合竞争力将进一步提升。

公司目前石膏板产能合计21.62亿平方米，规划产能达30亿平方米。公司市占率超过50%，行业龙头地位稳固。随着泰山石膏少数股东权益注入给上市公司，混改将进一步带动公司良性成长，预计未来将继续保持领先优势。

图9：北新建材市场占有率过半



数据来源：中国建材网，广发证券发展研究中心

投资建议：维持“买入”评级

国内石膏板行业需求仍有较大增长空间，受益于装配式建筑和消费升级，石膏板渗透率将继续提升；行业高度集中格局，公司在行业内市场份额超过50%；完成收购泰山石膏剩余股权（混改）进一步激发经营活力，环保力度加大将加速小企业出局，给公司业绩增长带来保障；我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.97、1.23、1.60元，维持“买入”评级。

风险提示

下游需求大幅下滑、原材料价格大幅上涨、美国诉讼影响扩大。

资产负债表	单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4280	4738	6395	8674	11164
货币资金	548	783	2578	4300	5995
应收及预付	674	573	901	1043	1312
存货	1377	1252	1927	2342	2867
其他流动资产	1681	2130	990	990	990
非流动资产	9325	9611	9972	10286	10666
长期股权投资	123	139	149	164	194
固定资产	6518	6803	6830	6792	6745
在建工程	929	892	1242	1592	1942
无形资产	1497	1513	1511	1497	1544
其他长期资产	258	264	240	240	240
资产总计	13604	14349	16367	18960	21830
流动负债	3251	2710	3619	4251	4368
短期借款	1687	1452	1302	1352	1052
应付及预收	1416	1150	2317	2899	3316
其他流动负债	148	108	0	0	0
非流动负债	1092	1176	717	717	817
长期借款	103	217	217	217	317
应付债券	500	500	500	500	500
其他非流动负债	489	459	0	0	0
负债合计	4343	3886	4336	4968	5185
股本	1414	1789	1789	1789	1789
资本公积	1766	3042	3042	3042	3042
留存收益	4619	5543	7111	9072	11724
归属母公司股东权	7799	10374	11942	13903	16555
少数股东权益	1460	87	87	87	87
负债和股东权益	13604	14349	16367	18960	21830

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
营业收入	7551	8156	10620	12908	16264	
营业成本	5191	5368	7243	8778	11060	
营业税金及附加	40	112	149	181	228	
销售费用	282	289	372	452	569	
管理费用	553	661	797	942	1171	
财务费用	131	85	96	106	100	
资产减值损失	6	8	6	6	6	
公允价值变动收益	2	-1	0	0	0	
投资净收益	93	45	50	50	50	
营业利润	1444	1675	2008	2494	3180	
营业外收入	129	101	106	129	163	
营业外支出	165	110	150	120	100	
利润总额	1407	1666	1965	2503	3243	
所得税	191	201	236	300	389	
净利润	1216	1465	1729	2202	2854	
少数股东损益	319	294	0	0	0	
归属母公司净利润	897	1171	1729	2202	2854	
EBITDA	1857	2131	2473	2993	3697	
EPS（元）	0.63	0.65	0.97	1.23	1.60	

现金流量表	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1909	1708	3373	2637	2970
净利润	1216	1465	1729	2202	2854
折旧摊销	372	406	413	437	460
营运资金变动	261	-224	1119	-56	-337
其它	61	60	113	53	-6
投资活动现金流	-1396	-950	-797	-698	-734
资本支出	-836	-612	-837	-733	-754
投资变动	-485	-327	40	35	20
其他	-76	-12	0	0	0
筹资活动现金流	-1253	-421	-782	-217	-542
银行借款	4513	1998	-150	50	-200
债券融资	-5098	-2155	-536	0	0
股权融资	0	3	0	0	0
其他	-668	-267	-96	-267	-342
现金净增加额	-741	337	1795	1722	1695
期初现金余额	1269	548	783	2578	4300
期末现金余额	529	884	2578	4300	5995

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-9.0	8.0	30.2	21.5	26.0
营业利润增长	-3.0	16.0	19.9	24.2	27.5
归属母公司净利润增长	-18.9	30.6	47.6	27.4	29.6
获利能力(%)					
毛利率	31.3	34.2	31.8	32.0	32.0
净利率	16.1	18.0	16.3	17.1	17.5
ROE	11.5	11.3	14.5	15.8	17.2
ROIC	13.7	14.4	18.0	21.7	25.7
偿债能力					
资产负债率(%)	31.9	27.1	26.5	26.2	23.8
净负债比率	-	-	-0.1	-0.2	-0.3
流动比率	1.32	1.75	1.77	2.04	2.56
速动比率	0.79	1.18	1.11	1.37	1.75
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.58	0.69	0.73	0.80
应收账款周转率	35.86	54.86	39.90	42.15	44.77
存货周转率	3.45	4.08	3.76	3.75	3.86
每股指标(元)					
每股收益	0.63	0.65	0.97	1.23	1.60
每股经营现金流	1.35	0.96	1.89	1.47	1.66
每股净资产	5.52	5.80	6.68	7.77	9.26
估值比率					
P/E	18.8	15.7	14.9	11.7	9.0
P/B	2.2	1.8	2.2	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.0	9.3	10.2	7.8	5.8

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 徐笔龙：研究助理，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：研究助理，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。