2017 年 08 月 21 日
证券研究报告•2017 年中报点评
北新建材（000786）建筑材料

增持（首次）
当前价：16.90 元
目标价：19.08 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

2017 年中报业绩创近三年新高

投资要点

- **事件：**公司 2017 年上半年实现营业收入 45.6 亿元，同比增长 26%；实现归母净利润 6.8 亿元，同比增长 48.5%；基本每股收益 0.38 元。
- **2017 中报业绩创近三年新高，毛利率有所下降。**上半年，受益于地产端的稳定表现，公司产品量价齐升，营业收入同比大增 26%，2015、2016 年同期增速为负；归母净利润大增 48.5%主要是少数股东损益大幅减少，公司 2017 上半年净利润 6.9 亿元，同比增 13%，少数股东损益由同期 1.5 亿元下降至 489 万元。毛利率方面，2017 一季度受营业成本大幅上升影响，整体毛利率下降至 26%，导致上半年整体毛利率为 31%，较 2016 年同期下降 3.4 个百分点。
- **深耕市场，以区域拓展提升市占率。**2017 上半年，北新建材和泰山石膏开启新一轮产能扩充计划，根据公司 2017 年中报，公司在建产能包括泰山石膏在湖南长沙（3000 万 M^2/年）、甘肃白银（3000 万 M^2/年）、四川宜宾（3500 万 M^2/年）、重庆綦江（3500 万 M^2/年）四个项目 1.3 亿 M^2/年的产能，以及北新建材天津公司（3000 万 M^2/年）、昆明公司（3000 万 M^2/年）、陕西公司（3000 万 M^2/年）、井冈山公司（3000 万 M^2/年）合计产能 1.2 亿 M^2/年，如果这些项目全部建成，总产能将上升至 30 亿 M^2/年。公司在全国布局上加强了对华中、西北、西南地区的力度，市占率将进一步提升。
- **乘政策之风，装配式建筑行业迎来大发展，公司或将明显受益。**2016 年 9 月，国务院发布《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，明确指出，“力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%”，装配式建筑将迎来发展快车道。公司产品石膏板是装配式建筑中理想的墙体材料，公司或将直接受益装配式建筑的推广。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.85 元、1.06 元、1.33 元，未来三年归母净利润将保持 27%的复合增长率，考虑公司在石膏板行业的龙头地位以及潜在受益装配式建筑推广，给予公司 2018 年 18 倍估值，对应目标价 19.08 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**（1）原材料价格波动的风险；（2）房地产宏观调控的政策风险；（3）装配式建筑推广不达预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	8156.08	9993.31	12283.76	15140.41
增长率	8.01%	22.53%	22.92%	23.26%
归属母公司净利润（百万元）	1171.07	1528.06	1897.32	2377.07
增长率	30.57%	30.48%	24.17%	25.29%
每股收益 EPS（元）	0.65	0.85	1.06	1.33
净资产收益率 ROE	14.01%	13.11%	14.32%	15.59%
PE	26	20	16	13
PB	2.91	2.59	2.28	1.98

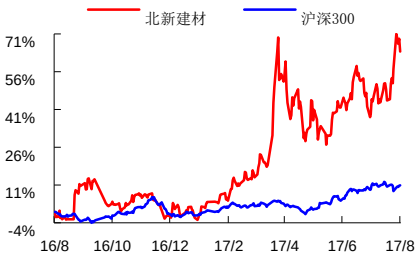
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：李佳颖
执业证号：S1250513090001
电话：023-63786561
邮箱：lijy@swsc.com.cn

联系人：余尊宝
电话：023-63786519
邮箱：yzbao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.89
流通 A 股(亿股)	13.78
52 周内股价区间(元)	10.1-17.7
总市值(亿元)	302.27
总资产(亿元)	149.65
每股净资产(元)	6.01

相关研究

关键假设：

假设 1：房地产调控政策基本平稳，公司在华中、西北、西南地区的新增产能陆续建成投产，石膏板订单增速保持 25%；

假设 2：考虑市场开拓对毛利率的影响，石膏板毛利率小幅下降约 3 个百分点；

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	8156.1	9993.3	12283.8	15140.4
	增速	8.0%	22.5%	22.9%	23.3%
	毛利率	34.2%	31.4%	31.5%	31.6%
石膏板	收入	7227.1	9033.8	11292.3	14115.3
	增速	12.3%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	35.2%	32.0%	32.0%	32.0%
轻钢龙骨	收入	609.4	639.8	671.8	705.4
	增速	16.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
工程及其它	收入	319.7	319.7	319.7	319.7
	增速	-46.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8156.08	9993.31	12283.76	15140.41
营业成本	5368.07	6852.39	8412.13	10357.01
营业税金及附加	112.35	109.45	146.09	175.32
销售费用	289.22	360.61	440.70	544.24
管理费用	661.47	784.31	974.79	1197.08
财务费用	85.25	92.42	64.82	56.86
资产减值损失	8.41	8.41	8.41	8.41
投资收益	45.28	30.00	30.00	30.00
公允价值变动损益	-1.23	1.58	0.79	0.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1675.35	1817.30	2267.59	2832.21
其他非经营损益	-9.06	-1.43	-12.91	-7.42
利润总额	1666.30	1815.88	2254.68	2824.80
所得税	200.90	272.38	338.20	423.72
净利润	1465.40	1543.49	1916.48	2401.08
少数股东损益	294.33	15.43	19.16	24.01
归属母公司股东净利润	1171.07	1528.06	1897.32	2377.07

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1465.40	1543.49	1916.48	2401.08
折旧与摊销	406.17	568.57	568.57	568.57
财务费用	85.25	92.42	64.82	56.86
资产减值损失	8.41	8.41	8.41	8.41
经营营运资本变动	-912.22	-312.74	-480.70	-635.46
其他	655.20	-39.99	-37.65	-39.90
经营活动现金流净额	1708.21	1860.16	2039.94	2359.55
资本支出	-612.66	0.00	0.00	0.00
其他	-337.43	31.58	30.79	30.71
投资活动现金流净额	-950.09	31.58	30.79	30.71
短期借款	-235.14	-1263.13	-188.87	0.00
长期借款	114.08	0.00	0.00	0.00
股权融资	1651.09	0.00	0.00	0.00
支付股利	-247.45	-234.21	-305.61	-379.46
其他	-1704.02	-178.43	-64.82	-56.86
筹资活动现金流净额	-421.44	-1675.78	-559.31	-436.32
现金流量净额	336.67	215.96	1511.42	1953.95

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	783.37	999.33	2510.75	4464.70
应收和预付款项	572.59	775.10	931.50	1149.99
存货	1252.34	1598.74	1961.20	2415.87
其他流动资产	2129.76	2386.60	2706.81	3106.18
长期股权投资	139.33	139.33	139.33	139.33
投资性房地产	43.66	43.66	43.66	43.66
固定资产和在建工程	7695.03	7285.13	6875.22	6465.32
无形资产和开发支出	1500.44	1342.99	1185.53	1028.08
其他非流动资产	232.82	231.61	230.40	229.19
资产总计	14349.33	14802.49	16584.41	19042.30
短期借款	1452.00	188.87	0.00	0.00
应付和预收款项	1015.46	1464.72	1778.66	2157.61
长期借款	217.14	217.14	217.14	217.14
其他负债	1201.52	1161.11	1207.08	1264.42
负债合计	3886.12	3031.84	3202.89	3639.17
股本	1788.58	1788.58	1788.58	1788.58
资本公积	3042.24	3042.24	3042.24	3042.24
留存收益	5543.10	6836.94	8428.65	10426.25
归属母公司股东权益	10375.76	11667.77	13259.47	15257.08
少数股东权益	87.44	102.88	122.04	146.05
股东权益合计	10463.21	11770.65	13381.52	15403.13
负债和股东权益合计	14349.33	14802.49	16584.41	19042.30

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	8.01%	22.53%	22.92%	23.26%
营业利润增长率	16.03%	8.47%	24.78%	24.90%
净利润增长率	20.53%	5.33%	24.17%	25.29%
EBITDA 增长率	11.34%	14.38%	17.06%	19.19%
获利能力				
毛利率	34.18%	31.43%	31.52%	31.59%
三费率	12.70%	12.38%	12.05%	11.88%
净利率	17.97%	15.45%	15.60%	15.86%
ROE	14.01%	13.11%	14.32%	15.59%
ROA	10.21%	10.43%	11.56%	12.61%
ROIC	14.44%	14.34%	17.46%	21.16%
EBITDA/销售收入	26.57%	24.80%	23.62%	22.84%
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.69	0.78	0.85
固定资产周转率	1.22	1.51	1.99	2.62
应收账款周转率	54.86	65.40	58.05	60.65
存货周转率	4.08	4.81	4.72	4.73
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.95%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	27.08%	20.48%	19.31%	19.11%
带息债务/总负债	55.82%	29.88%	22.39%	19.71%
流动比率	1.75	3.10	4.00	4.52
速动比率	1.29	2.24	3.03	3.54
股利支付率	21.13%	15.33%	16.11%	15.96%
每股指标				
每股收益	0.65	0.85	1.06	1.33
每股净资产	5.80	6.52	7.41	8.53
每股经营现金	0.96	1.04	1.14	1.32
每股股利	0.14	0.13	0.17	0.21

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	2166.78	2478.30	2900.98	3457.64
PE	25.81	19.78	15.93	12.72
PB	2.91	2.59	2.28	1.98
PS	3.71	3.02	2.46	2.00
EV/EBITDA	14.01	11.62	9.34	7.27
股息率	0.82%	0.77%	1.01%	1.26%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn