

北新建材 (000786)

强烈推荐

行业：其他建材

经济较弱与美国诉讼导致利润下滑，长期成长性不变

北新建材：15年上半年收入36.4亿元，同比降4.68%；净利润3.83亿元，同比降8.53%；EPS为0.271元。主要是诉讼费用导致业绩略低于市场预期。

投资要点：

- **石膏板销量继续正增长，但诉讼费用导致利润下滑。**上半年全国经济较弱，石膏板销量受影响增速放缓，但公司石膏板销售仍保持正增长。不过产品价格调整导致收入与利润出现下滑。上半年公司收入下降4.68%，其中石膏板收入下降1.78%，更多下降源于其它业务。在降价的背景下，总体毛利率仍维持在29.4%的高点，与原材料价格下降和公司把控较好有关。营业利润下滑3.78%，降幅小于收入增速。上半年净利润降8.53%源于美国石膏板诉讼费用约4754万元的影响；若扣除该费用，公司经营净利润为4.3亿元，同比上升1.94%。从二季度开始公司销售已逐步有回升，这从Q2收入增速为-4.68%，较Q1的-7.69%收窄便可看出；我们预计下半年公司收入将逐步转正，稳健成长仍可期。
- **石膏板相对稳定，轻钢龙骨利润率上升有望成为未来第二大增长点。**分业务看，石膏板是各业务板块中最为稳定的，收入增速仅下降1.8%而毛利率上升0.24%，在收入在利润中占比达86.5%与88.9%，较去年上升。其它业务中，轻钢龙骨与工程劳务收入各下滑12.44%与16.21%；值得注意的是，轻钢龙骨的毛利率由去年的25.7%上升至28.6%，估计是成本下降相关。在石膏板成长趋于稳定的背景下，公司未来延续产业链延伸的战略，而轻钢龙骨将成为未来几年的发展重点。目前公司龙牌龙骨配套率仅10-15%，而泰山无配套，从今年开始将逐步扩产。以目前公司18亿平米的规模测算，若配套率达50%，则轻钢龙骨将提供超过50亿的收入规模。基于龙骨本身的市场竞争格局、以及与石膏板可分享同一渠道，未来龙骨有望复制石膏板的成长路径，成为公司第二大增长点。
- **规模保持稳定增长。**公司目前石膏板已投产的产能共有18.7亿平米，较年初增加0.9亿平米。目前已公布的产能布局约达到23.5亿平米，这与公司计划在15年将布局做到25亿平米的规划仍有一定差距。在去年完成定增后，近两年公司预计仍保持较快的扩张。我们预计15-17年石膏板产能将灰到19.2、21.2与23.5亿平米，同比增速为13%、10%与11%。
- **运营质量良好，财务风险不大。**上半年存货周转率为1.56，较去年同期的1.84有所下降；应收账款周转率为8.76，高于去年的8.22，说明收款把握较好。经营性现金流5.14亿元，同比上升8%，能够覆盖同期资本开支。上半年资本支出4亿元，略下降3.4%，预计后续投资将逐步回升。负债率为39.2%，较去年刚增发完时上升3个百分点，仍处在低位。
- **成长性仍较好，受益国企改革，维持强烈推荐评级。**因经济上半年差于预期、以及诉讼的影响，我们略调整15-17年EPS为0.77、0.9与1.09元。预计下半年石膏板销售将回升，未来几年新业务开拓，以及受益国企改革，我们继续强烈推荐。
- ✧ **风险提示：地产投资继续下行导致需求与价格低于预期。国企改革进展慢于预期。**

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	8295	8509	9723	11372
收入同比(%)	11%	3%	14%	17%
归属母公司净利润	1105	1093	1274	1539
净利润同比(%)	22%	-1%	17%	21%
毛利率(%)	29.9%	29.4%	29.5%	29.0%
ROE(%)	15.3%	13.7%	13.7%	14.2%
每股收益(元)	0.78	0.77	0.90	1.09
P/E	23.77	24.03	20.63	17.07
P/B	3.64	3.28	2.83	2.43
EV/EBITDA	14	13	12	10

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

6-12个月目标价：21

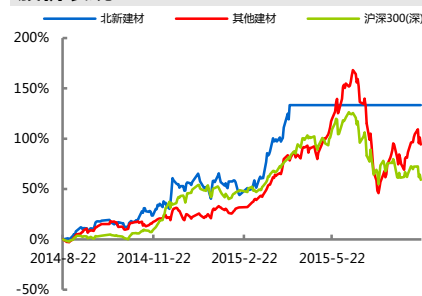
当前股价：18.86

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	1,414
流通股本(百万股)	1,150
总市值(亿元)	532
流通市值(亿元)	432
成交量(百万股)	22.95
成交额(百万元)	831.06

股价表现



相关报告

《北新建材-成长性持续超预期，受益国企改革的优秀标的》2015-03-19

《北新建材-国企改革有望提升长期竞争力》2014-12-12

《北新建材-盈利保持高位，投资扩张有加速迹象》2014-10-28

一、毛利率维持高位，诉讼费用导致利润

负增长

上半年全国经济较弱，石膏板销量受影响增速放缓，但公司石膏板销售仍保持正增长。不过产品价格调整导致收入与利润出现下滑。上半年公司收入下降4.68%，其中石膏板收入下降1.78%，更多下降源于其它业务。在降价的背景下，总体毛利率仍维持在29.4%的高点，与原材料价格下降和公司把控较好有关。营业利润下滑3.78%，降幅小于收入增速。

上半年净利润降8.53%源于美国石膏板诉讼费用约4754万元的影响；若扣除该费用，公司经营净利润为4.3亿元，同比上升1.94%。

从二季度开始公司销售已逐步有回升，这从Q2收入增速为-4.68%，较Q1的-7.69%收窄便可看出，我们预计下半年公司收入将逐步转正，稳健成长仍可期。

图 1 公司年度经营情况

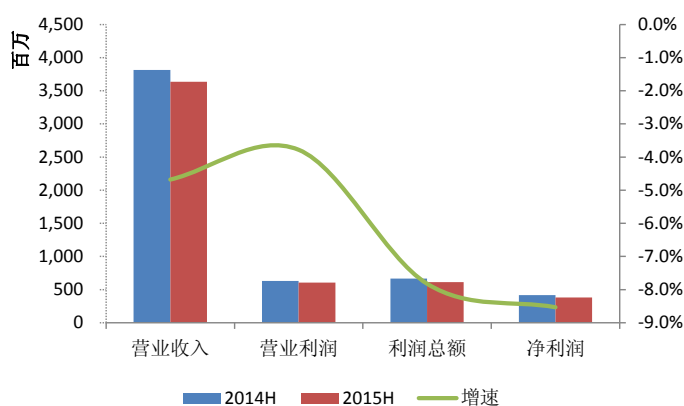
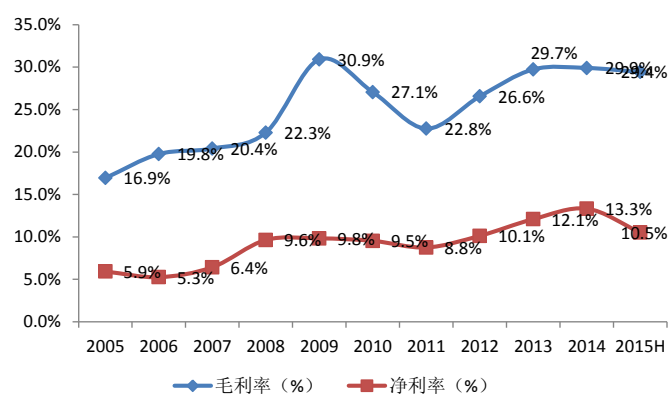


图 2 公司利润率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

表 1 公司季度经营情况

	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2
收入 (亿元)	12.99	19.74	20.96	21.21	15.27	22.88	22.90	21.90	14.11	22.26
环比增速	5%	12%	10%	20%	18%	16%	9%	3%	-8%	-3%
毛利率	25.2%	31.0%	30.0%	31.1%	25.6%	32.4%	29.6%	30.5%	26.3%	31.4%
费用率	15.4%	11.8%	10.5%	10.4%	14.8%	11.4%	11.3%	11.0%	15.4%	11.7%
归属股东净利润(亿元)	0.69	2.42	2.57	3.38	0.90	3.29	2.94	3.93	0.81	3.02
同比增速	47%	30%	25%	42%	31%	36%	15%	16%	-10%	-8%
环比增速	-71.2%	252.2%	6.3%	31.7%	-73.5%	266.5%	-10.4%	33.3%	-79.5%	275.0%
净利率	5.3%	12.2%	12.3%	16.0%	5.9%	14.4%	12.9%	17.9%	5.7%	13.6%

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

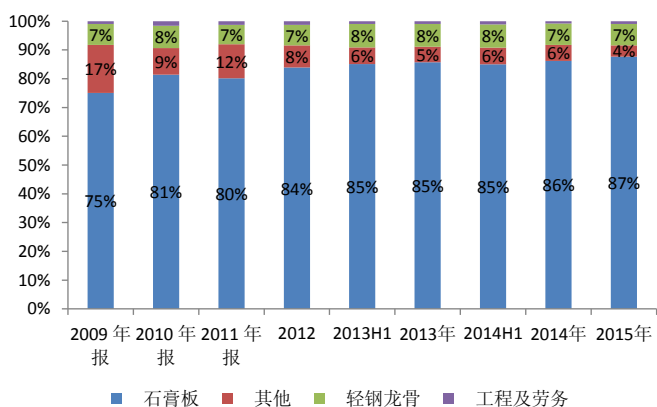
二、石膏板稳定，关注龙骨未来的拓展空间

分业务看，石膏板是各业务板块中最为稳定的，收入增速仅下降 1.8%而毛利率上升 0.24%，在收入在利润中占比达 86.5%与 88.9%，较去年上升。其它业务中，轻钢龙骨与工程劳务收入各下滑 12.44%与 16.21%；

值得注意的是，轻钢龙骨的毛利率由去年的 25.7%上升至 28.6%，估计是成本下降相关。在石膏板成长趋于稳定的背景下，公司未来延续产业链延伸的战略，而轻钢龙骨将成为未来几年的发展重点。目前公司龙牌龙骨配套率仅 10-15%，而泰山无配套，从今年开始将逐步扩产。以目前公司 18 亿平米的规模测算，若配套率达 50%，则轻钢龙骨将提供超过 50 亿的收入规模。

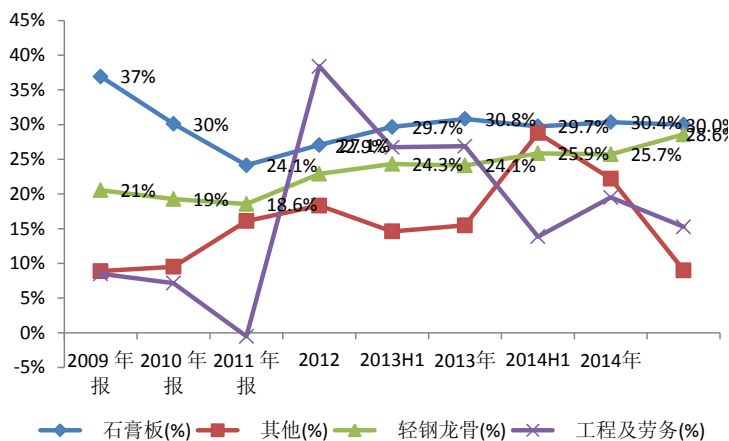
基于龙骨本身的市场竞争格局、以及与石膏板可分享同一渠道，未来龙骨有望复制石膏板的成长路径，成为公司第二大增长点。

图 3 北新建材营业收入结构



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 北新建材营业利润结构



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

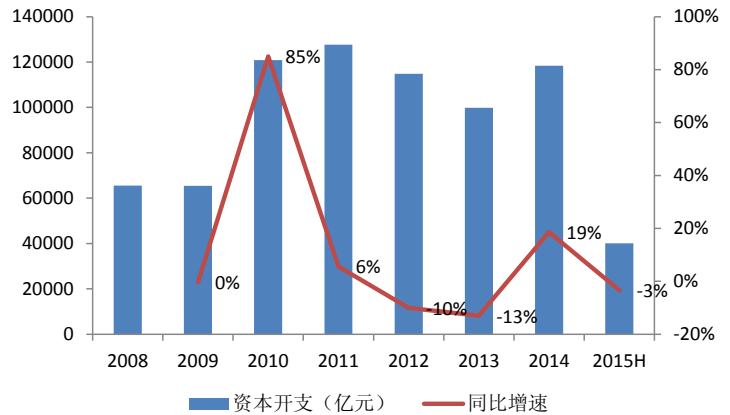
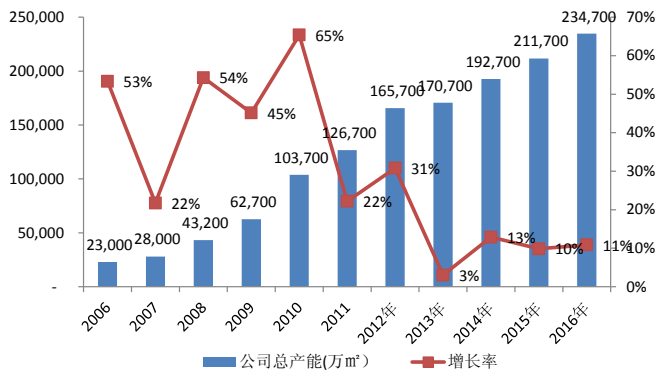
三、产能稳定提升，未来两年扩张将持续

公司目前石膏板已投产的产能共有 18.7 亿平米，较年初增加 0.9 亿平米。目前已公布的产能布局约达到 23.5 亿平米，这与公司计划在 15 年将布局做到 25 亿平米的规划仍有一定差距。

在去年完成定增后，近两年公司预计仍保持较快的扩张。我们预计 15-17 年石膏板产能将灰到 19.2、21.2 与 23.5 亿平米，同比增速为 13%、10%与 11%。

图 5 北新石膏板总产能

图 6 北新建材资本开支



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

四、运营情况良好

上半年存货周转率为 1.56，较去年同期的 1.84 有所下降；应收账款周转率为 8.76，高于去年的 8.22，说明收款把握较好。经营性现金流 5.14 亿元，同比上升 8%，能够覆盖同期资本开支。上半年资本支出 4 亿元，略下降 3.4%，预计后续投资将逐步回升。负债率为 39.2%，较去年刚增发完时上升 3 个百分点，仍处在低位。

表 2 公司运营情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015H
营运能力									
存货周转率(次)	5.1	3.8	3.8	4.1	4.7	4.3	4.0	3.8	1.6
应收账款周转率(次)	8.9	7.9	13.6	21.1	35.1	35.2	32.1	34.4	8.8
资金状况									
资产负债率(%)	61.1	54.5	54.4	56.2	56.0	52.6	48.7	36.2	39.2
经营活动现金流(亿元)	1.4	3.0	7.9	9.1	11.1	11.3	15.1	15.7	5.1
增长率(%)	-46.3	113.1	157.9	16.2	22.0	1.9	32.7	4.2	8.1
资本性支出									
资本性支出(亿元)	4.4	6.6	6.5	12.1	12.8	11.5	10.0	11.8	4.0
增长率(%)	62.4	48.4	(0.3)	84.9	5.6	(10.1)	(13.0)	18.6	(3.4)

资料来源：中国中投证券研究总部、公司公告

五、盈利预测

表 3 公司盈利预测

	2014	2015E	2016E	2017E
泰山石膏	1.05	0.99	1.00	1.03
产能(万平方米)	132,700	145,700	156,700	165,000
产销率	90.2%	90.5%	93.0%	98.0%
销量(万平方米)	119,695	131,859	145,731	161,700
增速(%)	16.7%	10.2%	10.5%	11.0%
价格(元/平米)	4.86	4.60	4.70	4.85

收入（万元）	582,110	606,549	684,936	784,245
龙牌				
产能（万平米）	60,000	66,000	78,000	85,000
产销率	39.5%	42.0%	43.0%	46.0%
销量（万平米）	24,005	26,208	30,444	37,168
增速（%）	17.2%	9.2%	16.2%	22.1%
价格（元/平米）	5.21	5.12	5.17	5.30
收入（万元）	124,985	134,185	157,395	196,990
		0.07		
石膏板业务				
总产能（万平米）	192,700	218,700	234,700	250,000
总销量（万平米）	143,700	158,067	176,175	198,868
增速（%）	16.8%	10.0%	11.5%	12.9%
收入（万元）	707,095	740,734	842,331	981,235
增速（%）	11.4%	4.8%	13.7%	16.5%
成本（万元）	492,430	517,773	589,632	691,771
增速（%）	12.1%	5.1%	13.9%	17.3%
毛利率（%）	30.4%	30.1%	30.0%	29.5%
其它产品				
收入（万元）	122,409	110,168	129,998	155,998
增速（%）	7.0%	-10.0%	18.0%	20.0%
成本（万元）	89,058	82,626	96,199	115,438
增速（%）	2.2%	-7.2%	16.4%	20.0%
毛利率（%）	27.2%	25.0%	26.0%	26.0%
主营收入合计（万元）				
	829,503	850,902	972,329	1,137,233
增速（%）	10.7%	2.6%	14.3%	17.0%
主营成本合计（万元）				
	581,488	600,399	685,830	807,209
增速（%）	10.5%	3.3%	14.2%	17.7%
毛利率（%）	29.9%	29.4%	29.5%	29.0%

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

附：财务预测表

请务必阅读正文之后的免责条款部分

资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	5029	4262	5453	6707
现金	1269	1489	2432	3232
应收账款	233	337	379	446
其它应收款	50	60	69	81
预付账款	549	575	654	771
存货	1629	1681	1783	2018
其他	1298	119	136	159
非流动资产	8343	9365	10523	11723
长期投资	120	120	120	120
固定资产	5866	6726	7635	8582
无形资产	1119	1258	1406	1552
其他	1238	1262	1362	1468
资产总计	13373	13628	15977	18430
流动负债	4305	3784	4042	4410
短期借款	2162	2200	2300	2400
应付账款	757	809	913	1079
其他	1387	776	829	931
非流动负债	542	167	587	683
长期借款	40	140	240	390
其他	502	27	347	293
负债合计	4847	3951	4629	5093
少数股东权益	1317	1675	2073	2523
股本	707	1414	1414	1414
资本公积	2476	1769	1769	1769
留存收益	4023	4818	6091	7630
归属母公司股东权益	7208	8001	9275	10813
负债和股东权益	13373	13628	15977	18430

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	1569	661	2450	2293
净利润	1469	1452	1671	1990
折旧摊销	334	342	404	471
财务费用	177	103	98	89
投资损失	-8	-40	-12	-15
营运资金变动	-410	-618	-39	-185
其它	7	-578	329	-55
投资活动现金流	-2409	-130	-1559	-1654
资本支出	1184	1250	1400	1500
长期投资	-1205	-63	0	0
其他	-2430	1057	-159	-154
筹资活动现金流	1243	-311	52	161
短期借款	-617	38	100	100
长期借款	-179	100	100	150
普通股增加	132	707	0	0
资本公积增加	1968	-707	0	0
其他	-61	-449	-148	-89
现金净增加额	403	220	943	800

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	8295	8509	9723	11372
营业成本	5815	6004	6858	8072
营业税金及附加	18	18	20	23
营业费用	293	296	337	392
管理费用	518	511	603	682
财务费用	177	103	98	89
资产减值损失	3	4	5	6
公允价值变动收益	8	0	0	0
投资净收益	8	40	12	15
营业利润	1489	1614	1813	2123
营业外收入	183	130	129	150
营业外支出	9	100	50	20
利润总额	1663	1644	1892	2253
所得税	194	192	221	264
净利润	1469	1452	1671	1990
少数股东损益	364	358	397	451
归属母公司净利润	1105	1093	1274	1539
EBITDA	1999	2059	2315	2682
EPS (元)	1.56	0.77	0.90	1.09

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	10.7%	2.6%	14.3%	17.0%
营业利润	11.4%	8.4%	12.4%	17.1%
归属于母公司净利润	22.1%	-1.1%	16.5%	20.8%
获利能力				
毛利率	29.9%	29.4%	29.5%	29.0%
净利率	13.3%	12.8%	13.1%	13.5%
ROE	15.3%	13.7%	13.7%	14.2%
ROIC	16.8%	14.4%	14.4%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	36.2%	29.0%	29.0%	27.6%
净负债比率	48.81%	63.02%	57.03%	56.74%
流动比率	1.17	1.13	1.35	1.52
速动比率	0.79	0.68	0.91	1.06
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.63	0.66	0.66
应收账款周转率	26	26	27	28
应付账款周转率	7.68	7.67	7.97	8.10
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.77	0.90	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	0.47	1.73	1.62
每股净资产(最新摊薄)	5.10	5.66	6.56	7.65
估值比率				
P/E	23.77	24.03	20.63	17.07
P/B	3.64	3.28	2.83	2.43
EV/EBITDA	14	13	12	10

相关报告

报告日期	报告标题
2015-03-19	《北新建材-成长性持续超预期, 受益国企改革的优秀标的》
2014-12-12	《北新建材-国企改革有望提升长期竞争力》
2014-10-28	《北新建材-盈利保持高位, 投资扩张有加速迹象》
2014-08-25	《北新建材-长期稳定成长确定性高, 过度悲观后估值修复将持续》
2014-08-20	《北新建材-深度整合管理推进, 石膏板成长性持续》
2014-04-24	《北新建材-成长性逐步回升, 估值修复可期》
2014-03-20	《北新建材—石膏板稳增长, 等待结构钢骨布局》
2014-03-17	《北新建材-非公开发行, 新型房屋成未来发展重点》
2014-02-16	《北新建材-13 年业绩超预期, 关注未来成长性提升》
2013-11-28	《北新建材-未来两年成长性将回升, 估值修复带来投资机会》
2013-10-28	《北新建材-石膏板扩张提速, 明年成长性将提升》
2013-09-28	《北新建材-盈利高增长将持续, 关注轻钢龙骨扩张决策》
2013-08-19	《北新建材-盈利创下新高, 成长可持续》
2013-04-24	《北新建材-房屋确认近尾声, 石膏板高增长可持续》
2013-03-19	《北新建材-扩张加速, 20 亿m ² 布局将提前完成》
2013-03-13	《北新建材-利润率继续快速上升, 13 年上半年增长更为强劲》
2012-11-29	《北新建材 - 高毛利将维持, 13 年上半年业绩增长高达 50%以上》
2012-10-28	《北新建材 - 毛利率步入快速提升通道, 未来持续增长仍可期》
2012-09-26	《北新建材 - 石膏板需求无忧, 盈利回升预计将体现》
2012-08-16	《北新建材 - 石膏板成长性明显, 公司扩张再次加快》
2012-07-26	《北新建材 - 经营创新策略与架构调整全面推行, 有助市场长期开拓》
2012-07-05	《北新建材 - 在成长性行业中快速扩张》
2012-06-18	《北新建材 - 年初至今销量同比增 20%以上, 盈利底部已过》
2012-06-05	《北新建材 - 快速扩张步伐不减, 投资项目提升明后年业绩》
2012-04-26	《北新建材 - 一季度销量快速增长, 利润率上行确定性大》
2012-03-20	《北新建材 - 4 季度毛利率跳跃式回升,12 年估值有望大幅回归》
2012-02-12	《北新建材 - 地产影响将被平滑, 石膏板毛利率开始提升》
2011-12-30	《北新建材 - 竞争格局不断优化, 高端石膏板将再涨价》
2011-11-17	《北新建材 - 需求继续稳步增长, 成本下行提升盈利》
2011-11-14	《北新建材 - 短期看成本下降, 长期看新增产能带来的盈利提升》
2011-04-27	《北新建材-成本压力增大, 政府补助支撑业绩增长》
2011-03-20	《北新建材-产能扩张步伐加快, 五年内石膏板规模达 20 亿m ² 》
2010-11-15	《北新建材-产能集中释放, 石膏板龙头优势明显》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

王海青,中投证券研究所建材行业分析师，金融学硕士。

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，10 年证券行业从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434