

北新建材 (000786)
强烈推荐
行业：其他建材
激励制度的完善将有助突破公司增长瓶颈

公司今日发布公告，计划向国泰民安投资、和达投资等 10 个有限合伙企业及贾同春等 35 名自然人以 11.37 元发行 3.69 亿股，用于收购其所持有的泰山石膏 35% 股权。这些股东所获得的北新建材股份自发行结束之日起 36 个月内不转让

投资要点：

- **收购将增厚公司 EPS 约 8.45%。**泰山石膏一直是北新建材资产中盈利能力最强的一块资产。公司通过收购获取了泰山石膏 65% 的股权。而其以公司 56% 的总资产和不到 40% 的净资产每年实现公司 70% 以上的净利润。本次公司发行 3.69 亿股，股本数增加 26.1%，按照 2015 年中报的业绩，公司收购完成后将增加归属母公司股东净利润 36.8%，将增厚 EPS 8.45%。
- **此次收购实际上是中国建材混改的一部分。**作为公司第一大股东的中国建材是建材行业混改第一批试点企业。公司这一次的发行对象国泰民安投资是泰安市国资委的全资公司，贾同春等 35 位自然人是泰山石膏的高管层，和达投资等 10 个有限合伙公司则是自然人持股的财务投资公司。本次收购完成之后，中国建材的持股比例将由原来的 45.2% 下降至 35.84%，国有企业的色彩进一步下降。
- **后续母公司员工激励制度的完善应该水到渠成。**我们认为本次股权置换只是公司在激励制度完善道路上迈出的第一步，也只是解决了部分泰山石膏管理人员的激励问题。而原来北新建材母公司员工的激励将在不久的将来提上议事日程。而这一改革可能改变公司目前面临的发展瓶颈。
- **进一步的改革将为公司新的增长点提供制度准备。**上半年公司收入和利润出现了多年以来从未出现过的同比下滑，虽然这其中包含有房地产投资增速回落的影响，但我们认为首先石膏板作为替代砖墙的材料还有巨大的发展空间，其次无论是近期轻钢龙骨还是远期的北新房屋都可能为公司的新增长点提供非常大的想象空间，而这些业务落地的真正阻碍其实来自于传统国有企业激励制度的缺失。而如果后续改革能够顺利推进并实施的话，我们完全有理由相信公司的高速增长长期远未结束。
- **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，我们预计 15-17 年 EPS 为 0.77、0.9 与 1.09 元（暂未考虑增发股份摊薄的影响）。考虑到改革对公司未来几年新业务开拓将会带来较大的促进作用，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：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

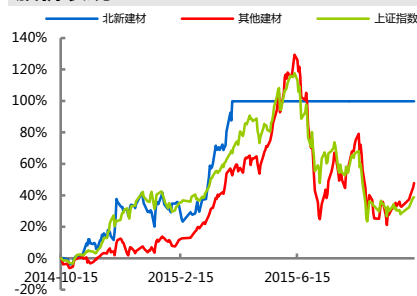
6 - 12 个月目标价： 21.00

当前股价： 18.87

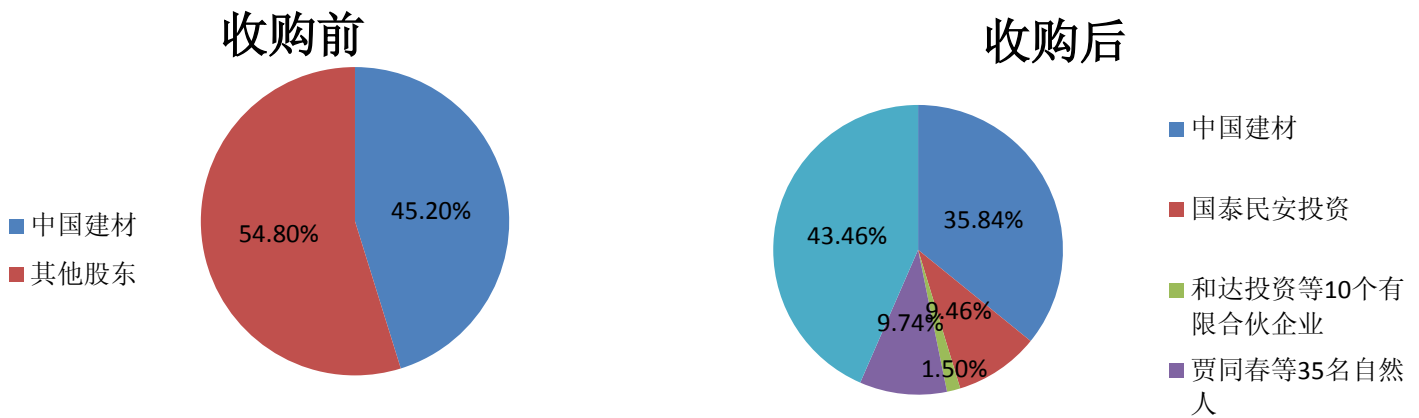
评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,414
流通股本(百万股)	1,378
总市值(亿元)	532
流通市值(亿元)	518
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-经济较弱与美国诉讼导致利润下滑，长期成长性不变》2015-08-21
- 《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

图 1 股东变化


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 1 公司盈利预测假设

	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 (万平方米)	60,000	66,000	78,000	85,000
产销率	39.5%	42.0%	43.0%	46.0%
销量 (万平方米)	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 (万平方米)	192,700	218,700	234,700	250,000
总销量 (万平方米)	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
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

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

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2015-08-21	《北新建材-经济较弱与美国诉讼导致利润下滑，长期成长性不变》
2015-03-19	《北新建材-成长性持续超预期，受益国企改革优秀标的》
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 》
2011-02-23	《北新建材-继续扩张中西部产能，全国布局进一步完善》
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

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