

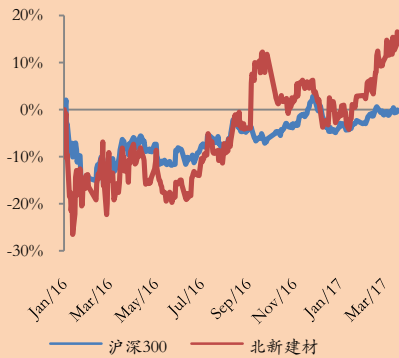


北新建材 (000786)

投资评级: 增持

报告日期: 2017-03-22

股价走势:



研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 高欣宇
0551-65161837
gaoxy_pro@126.com

联系人: 袁道升
0551-65161592
neilyds@163.com

业绩稳增, 看好需求端支撑

——2016 年年报点评

事件: 公司 16 年实现营收 81.56 亿元, 同比增长 8.01%; 归母净利润 11.71 亿元, 同比增长 30.57%; EPS 为 0.79 元/股, 同比增长 25.08%, 分红预案为每 10 股派 1.8 元。

主要观点:

□ 营收回暖, 毛利率稳增, 归母抬升

受益于地产销售回暖, 16 年公司主营石膏板销量实现回升, 同比增长 13.07%, 营收增长 9.12%。报告期内公司继续专注研发及新技术推广, 成本控制有效, 毛利率同比升 2.56 个百分点, 录得 35.23%。公司三费方面支出企稳, 其中财务费用受益于债务结构优化、利息支出减少, 占营收比重下降 0.7 个百分点; 管理费用则因研发及人工费用支出抬升, 占比提高 0.8 个百分点。另外, 公司重组后少数股东权益减少, 使得归母净利润同比增幅明显, 达 30.57%。

□ 资产结构优化, 成本管控有望得到强化

公司作为行业龙头, 市占率达 50%, 借助重组等方式进一步优化资产结构, 清晰了旗下产品定位及公司长期发展战略。报告期内公司完成了泰山石膏 35% 少数股东权益收购, 实现对泰山石膏的全资控股, 业绩得到增厚。重组完成后, 原泰山石膏管理层持有公司 11.37% 股权, 有助于北新和泰山两大石膏板巨头业务协同的加强。同时, 进一步精简层级, 撤并区域二级机构, 优化了管理结构, 未来有望持续强化成本管控能力。

□ 研发加码、渠道下沉, 双驱动助推盈利成长

目前, 公司通过对“龙牌”(高端)及“泰山牌”(中低端)石膏板实施差异化定位, 采取多元化战略, 进一步助推盈利成长。16 年公司实现研发费用支出 2.16 亿元, 占总营收的 2.65%, 同比提高 0.85 个百分点。公司深耕技术研发与推广, 积极承接地标项目, 凸显品牌价值, 强化高端市场竞争力。同时, 公司积极开拓三四线市场, 完成渠道下沉, 提升产能利用率, 实现规模效应压缩成本。

□ 需求前景良好, 市场拓宽在望

与欧美国家比较, 国内石膏板市场渗透率较低, 未来需求潜力较大。短期内需求端主要受益于地产后周期及 17 年 1-2 月三四线城市销售的超预期。长期来看, 需求端支撑主要来自于装配式建筑政策加码, 新型城镇化及新农村建设的提速, 三四线库存去化持续推进等方面。目前, 国内石膏板主要应用于公共、商业装修及吊顶装饰, 考虑到“十三五”环保趋严和消费升级的预期, 石膏板有望在保障房、墙体装饰市场实现突破。

□ 盈利预测与估值

报告期内, 公司营收回升, 毛利稳增, 三费管控良好, 收购少数股权后, 利润实现大幅提升。短期内, 石膏板需求受地产后周期, 及 1-2 月三四线城市的超预期销售支撑。长期来看, 公司作为石膏板行业龙头, 坐享环保节

能政策趋严、装饰消费升级、装配式建筑推广及新型城镇化带来的红利，未来业绩有望延续增长态势。我们预测，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.95 元/股、1.17 元/股、1.34 元/股，对应的 PE 为 13 倍、10 倍、9 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8156	9379	10505	11556
收入同比(%)	8%	15%	12%	10%
归属母公司净利润	1171	1704	2101	2410
净利润同比(%)	31%	45%	23%	15%
毛利率(%)	34.2%	35.0%	37.0%	38.5%
ROE(%)	14.0%	17.5%	18.3%	17.9%
每股收益(元)	0.65	0.95	1.17	1.34
P/E	18.77	12.94	10.49	9.15
P/B	2.12	1.89	1.65	1.44
EV/EBITDA	9	8	6	5

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,738	7,850	10,943	14,129	营业收入	8,156	9,379	10,505	11,556
现金	783	3,214	5,935	8,461	营业成本	5,368	6,097	6,618	7,107
应收账款	203	278	295	318	营业税金及附加	112	75	77	99
其他应收款	94	70	84	104	销售费用	289	342	380	420
预付账款	290	199	57	(52)	管理费用	661	750	819	878
存货	1,252	1,583	1,673	1,766	财务费用	85	82	83	82
其他流动资产	2,115	2,506	2,900	3,532	资产减值损失	8	0	0	(0)
非流动资产	9,611	9,007	8,527	8,006	公允价值变动收	(1)	10	10	(10)
长期投资	139	127	130	132	投资净收益	45	49	62	52
固定资产	6,803	6,372	5,941	5,510	营业利润	1,675	2,092	2,600	3,011
无形资产	1,472	1,373	1,282	1,196	营业外收入	101	138	122	120
其他非流动	1,198	1,134	1,174	1,167	营业外支出	110	100	96	118
资产总计	14,349	16,857	19,470	22,135	利润总额	1,666	2,130	2,627	3,014
流动负债	2,710	3,521	3,944	4,149	所得税	201	0	0	0
短期借款	1,452	1,444	1,419	1,381	净利润	1,465	2,130	2,627	3,014
应付账款	633	735	777	843	少数股东损益	294	426	525	604
其他流动负	625	1,342	1,747	1,925	归属母公司净利润	1,171	1,704	2,101	2,410
非流动负债	1,176	1,161	1,148	1,122	EBITDA	2,165	2,703	3,206	3,610
长期借款	217	217	217	217	EPS (元)	0.65	0.95	1.17	1.34
其他非流动	959	944	931	905					
负债合计	3,886	4,682	5,091	5,271					
少数股东权益	87	513	1,039	1,642					
股本	1,789	1,794	1,794	1,794					
资本公积	3,042	2,983	3,023	3,016					
留存收益	5,543	6,884	8,523	10,412					
归属母公司股东	10,376	11,661	13,340	15,222					
负债和股东权	14,349	16,857	19,470	22,135					

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	8.01%	15.00%	12.00%	10.00%
营业利润	16.03%	24.88%	24.29%	15.80%
归属于母公司净利	30.57%	45.48%	23.34%	14.69%
获利能力				
毛利率(%)	34.18%	35.00%	37.00%	38.50%
净利率(%)	17.99%	22.70%	24.82%	26.00%
ROE(%)	14.01%	17.49%	18.27%	17.87%
ROIC(%)	16.40%	20.69%	22.78%	26.91%
偿债能力				
资产负债率(%)	27.08%	27.78%	26.15%	23.81%
净负债比率(%)	11.94%	-12.99%	-24.37%	-33.03%
流动比率	1.75	2.23	2.77	3.41
速动比率	1.29	1.78	2.35	2.98
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.60	0.58	0.56
应收账款周转率	54.86	59.27	50.13	54.26
应付账款周转率	13.33	13.71	13.89	14.26
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.95	1.17	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	1.59	1.83	1.72
每股净资产(最新摊薄)	5.80	6.52	7.46	8.51
估值比率				
P/E	18.8	12.9	10.5	9.1
P/B	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.65	8.24	6.30	5.12

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	599	552	524	659
净利润	95	98	113	124
折旧摊销	457	317	316	314
财务费用	106	98	98	93
投资损失	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	-196	-30	-104	42
其他经营现	140	72	106	90
投资活动现金	-40	4	4	4
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现	-40	4	4	4
筹资活动现金	-223	-433	-45	-25
短期借款	-580	-1	-4	-8
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	5	0	0
资本公积增	7	0	0	0
其他筹资现	350	-437	-41	-18
现金净增加额	336	123	482	637

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。