

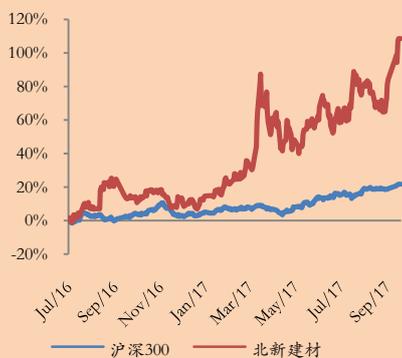


北新建材 (000786)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-10-16

股价走势:



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

联系人: 高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com

联系人: 袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

石膏板量价齐升, 业绩增速超预期

——2017 年三季度点评

事件: 公司 2017 年前三季度实现营收 81.07 亿元, 同比增长 38.00%; 归母净利润 15.65 亿元, 同比增长 100.01%; EPS 为 0.875 元/股, 同比增长 58.23%。

主要观点:

□ 石膏板量价齐升, 营收增速超预期

2017Q3, 公司主营石膏板销量继续稳步增长, 报告期内产品成功提价, 单季营收增速达到 57.22%, 前三季度营收增速提升至 38.00%。受益于提价带来的成本转嫁, 前三季度公司毛利率由 17 年 H1 的 31.11% 回升至 34.05%。前三季度公司三费支出占营收比继续下降, 同比减少 2.49 个百分点, 主要是量价齐升后营收规模扩大。2017 年前三季度公司归属少数股东损益减少 2.46 亿, 主要是公司 16 年 10 月完成了对泰山石膏 35% 少数股东权益收购。受益于少数股东损益的减少、销量增加及毛利率提升, 前三季度公司归母净利润增速超预期, 达到 100.01%。

□ 石膏板成本抬升, 环保政策持续加码, 公司龙头优势凸显

在国内石膏板成本持续抬升, 环保政策不断加码的背景下, 我们认为石膏板行业集中度有望加速提升, 公司作为行业龙头企业, 优势将进一步凸显。2017 年以来我国进口废物审核趋严, 护面纸的主要材料美国废纸价格上涨, 而护面纸占石膏板成本近 5 成, 行业内企业毛利率显著承压。公司作为市占率五成的龙头, 定价权优势凸显, 9 月 22 日起, 公司开始在北方区域调整价格, 龙牌系列上涨 0.8 元/平米, 非龙牌系列上涨 1.3 元/平米, 成功转嫁成本, 毛利率显著回升, 销量则未受影响持续增加。此外, 在环保政策持续加码的预期下, 行业内中小企业的产量或进一步受限, 有望助益龙头企业业绩及市占率的提升, 公司优势有望不断凸显。9 月份环保部发文, 在京津冀地区首次将石膏板纳入采暖季停产行业, 在行业供给缩减的预期下, 产品价格有望进一步提升, 公司 2017 年业绩增长确定性高。

□ 石膏板长期需求向好, 应用场景有望突破

目前国内房地产市场持续收紧, 对石膏板市场短期需求有所影响, 但考虑到环保趋严及应用场景的突破, 行业未来需求前景仍向好。长期来看, 需求端支撑主要来自于装配式建筑政策持续加码, 新型城镇化及新农村建设提速, 以及二次装修需求抬升等方面。此外, 与欧美国家比较, 国内石膏板市场渗透率较低, 应用场景主要分布于公装及吊顶装饰, 考虑到“十三五”环保趋严, 石膏板作为绿色建材有望持续受益, 以及在消费升级、建材品牌化的预期下, 石膏板应用在保障房、墙体装饰等市场有实现突破的可能。公司 6 月份与当代置业签订战略合作协议, 按照协议, 当代置业将在墙体吊顶系统 100% 采用龙牌石膏板/轻钢龙骨。我们认为, 协议的签订开启了房企在墙体装饰系统大规模 100% 采用石膏板轻钢龙骨的先例, 有助于推动石膏板应用在墙体市场的突破; 而公司作为石膏板龙头, 也有望

继续推进与大中型房企的合作。

□ 盈利预测与估值

报告期内,公司石膏板实现量价齐升,营收进一步走高,毛利率实现回升,少数股东权益减少,归母净利润增速超预期;公司前三季度营收已接近去年全年,归母净利润为去年全年 1.3 倍,10 月份开始京津冀区域石膏板行业首次在采暖季限产,供给压缩下石膏板价格有望进一步提升,公司 2017 年业绩增长具备高确定性。长期来看,公司作为石膏板行业龙头,有望坐享环保节能政策趋严、家装建材消费升级、装配式建筑推广及石膏板应用场景突破带来的红利,未来业绩大概率延续增长态势。我们预测,公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.25 元/股、1.59 元/股、1.83 元/股,对应的 PE 为 17.06 倍、13.45 倍、11.67 倍,上调至“买入”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	11011	12662	13929
收入同比(%)	8%	35%	15%	10%
归属母公司净利润	1171	2250	2854	3289
净利润同比(%)	31%	92%	27%	15%
毛利率(%)	34.2%	35.0%	37.0%	38.5%
ROE(%)	14.0%	20.1%	21.1%	20.4%
每股收益(元)	0.65	1.25	1.59	1.83
P/E	32.68	17.06	13.45	11.67
P/B	3.69	3.17	2.67	2.26
EV/EBITDA	9	12	10	8

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	8,999	12,687	16,360	营业收入	8,156	11,011	12,662	13,929
现金	783	3,612	6,690	9,566	营业成本	5,368	7,157	7,977	8,566
应收账款	203	326	356	384	营业税金及附加	112	88	93	120
其他应收款	94	82	101	125	销售费用	289	402	458	506
预付账款	290	184	12	(120)	管理费用	661	881	988	1,059
存货	1,253	1,858	2,016	2,130	财务费用	85	79	74	68
其他流动资产	2,114	2,937	3,512	4,276	资产减值损失	8	0	0	0
非流动资产	9,611	9,005	8,526	8,005	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	2,463	3,145	3,652
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	1,133	1,173	1,166	营业外支出	110	100	96	118
资产总计	14,349	18,004	21,213	24,365	利润总额	1,666	2,500	3,171	3,654
流动负债	2,710	4,432	5,078	5,325	所得税	201	0	0	0
短期借款	1,452	1,443	1,418	1,376	净利润	1,465	2,500	3,171	3,654
应付账款	633	863	937	1,017	少数股东损益	294	250	317	365
其他流动负	625	2,126	2,723	2,933	归属母公司净利润	1,171	2,250	2,854	3,289
非流动负债	1,176	1,143	1,123	1,092	EBITDA	2,165	3,071	3,742	4,236
长期借款	217	217	217	217	EPS (元)	0.65	1.25	1.59	1.83
其他非流动	959	926	906	875					
负债合计	3,886	5,575	6,200	6,417					
少数股东权益	87	337	655	1,020					
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	7,315	9,541	12,118					
归属母公司股东	10,376	12,092	14,358	16,928					
负债和股东权	14,349	18,004	21,213	24,365					

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

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	8.01%	35.00%	15.00%	10.00%
营业利润	16.03%	47.01%	27.70%	16.10%
归属于母公司净利	30.57%	92.17%	26.83%	15.22%
获利能力				
毛利率(%)	34.18%	35.00%	37.00%	38.50%
净利率(%)	14.36%	20.44%	22.54%	23.61%
ROE(%)	14.01%	20.12%	21.13%	20.36%
ROIC(%)	16.40%	24.13%	26.87%	31.51%
偿债能力				
资产负债率(%)	27.08%	30.96%	29.23%	26.34%
净负债比率(%)	11.94%	-15.92%	-22.42%	-31.01%
流动比率	1.75	2.03	2.50	3.07
速动比率	1.29	1.61	2.10	2.67
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.68	0.65	0.61
应收账款周转率	54.86	62.45	50.78	54.26
应付账款周转率	13.33	14.71	14.07	14.26
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.65	1.25	1.59	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	1.87	2.12	2.02
每股净资产(最新摊薄)	5.80	6.76	8.03	9.46
估值比率				
P/E	32.7	17.1	13.4	11.7
P/B	3.7	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	8.65	12.49	9.58	7.93

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。