

## 石膏板龙头议价优势推升业绩高增

——北新建材（000786）2017年三季度报告点评

2017年10月16日

强烈推荐/维持

北新建材

财报点评

姓名	分析师赵军胜	执业证书编号: S1480512070003
	Email:zhaojs@dxzq.net.cn Tel:010-66554088	

## 事件:

公司披露 2017 年第三季度报告:报告期内公司实现营业收入 81.07 亿元, 同比增长 38%; 归属于母公司所有者的净利润 15.65 亿元, 同比增长 100.01%。基本每股收益 0.875 元, 同比增长 58.23%。

## 公司分季度财务指标

指标	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3
营业收入(百万元)	1938.82	1435.91	2183.80	2255.16	2281.21	1779.46	2782.13	3545.51
增长率(%)	-11.47%	1.77%	-1.89%	14.16%	17.66%	23.93%	27.40%	57.22%
毛利率(%)	33.10%	29.03%	37.97%	36.11%	31.90%	27.66%	33.32%	37.83%
期间费用率(%)	13.19%	14.93%	13.06%	12.90%	10.76%	14.83%	9.44%	8.92%
营业利润率(%)	21.90%	14.02%	24.36%	22.84%	18.71%	11.97%	22.78%	27.78%
净利润(百万元)	357.41	138.19	472.12	429.32	425.77	151.56	535.66	888.56
增长率(%)	-30.56%	19.76%	14.29%	30.14%	19.12%	9.68%	13.46%	106.97%
每股盈利(季度, 元)	0.194	0.071	0.254	0.228	0.217	0.084	0.298	0.493
资产负债率(%)	31.92%	32.80%	29.43%	29.40%	27.08%	27.41%	27.54%	28.53%
净资产收益率(%)	3.86%	1.47%	4.91%	4.27%	4.07%	1.43%	4.94%	7.58%
总资产收益率(%)	2.63%	0.99%	3.46%	3.02%	2.97%	1.04%	3.58%	5.42%

## 观点:

- **三季度量价齐升, 营收、利润同比大增。**公司第三季度实现营业收入35.46亿元, 同比上升57.22%; 归母净利润为8.82亿元, 同比增长173.31%。公司三季度实现营收、利润同比大增, 主因是产品量价齐升, 其中三季度龙牌石膏平均提价3%, 泰山石膏平均提价高达20%。也因公司2016年收购泰山石膏35%的少数股权, 大幅增加净利润增长速度。

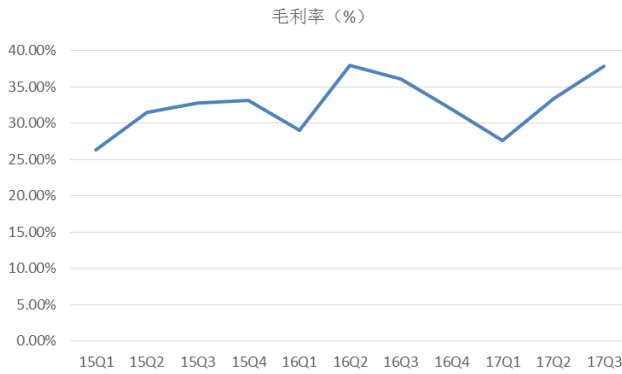
截至2016年年底, 公司产能21.32亿平方米, 国内市占率约60%, 为市场的绝对龙头; 2017年公司仍投产新增产线, 推进25亿平方米的石膏板全国产业布局, 以增强规模优势。伴随环保政策趋严, 行业格局朝向有利于公司的方向发展, 公司维持高市占率的同时, 价格控制力也增强。公司在三季度主动提价, 不但转嫁成本压力, 更是提高了收入的弹性。

- **单季毛利率表现超预期, 费用率同比降低。**公司三季度毛利率为37.83%, 同比提高1.7个百分点, 环比提升4.5个百分点。三季度护面纸、煤炭价格上行情况下, 公司主动提价、扩大产品销量应对成本端的变

化，营收增长覆盖成本增长，实现单季毛利率超预期。公司报告期内期间费用率为10.4%，同比下降3.06个百分点。公司在报告期内净利润率为19.4%，其中三季度单季净利润率为25.1%。

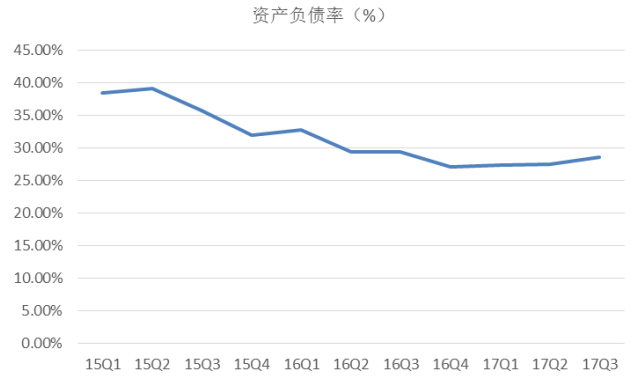
- **经营稳健，“现金牛”特征显。**公司报告期末资产负债率为28.53%，同比下降0.97个百分点。公司低杠杆稳健的经营策略为公司未来发展蓄积力量。公司目前在手现金为15.78亿元，同比增加4.67亿元；经营性净现金流为18.44亿元，同比增长9.89亿元。经营性净现金流增长的主要原因是收入增加，及销售回款的相应增加。
- **受益雄安新区的设立和装配式建筑的推广，需求空间大。**公司总部位于北京，在雄安新区周遭300至500公里内拥有多条生产线，雄安新区设立后的新增需求将为公司扩宽市场空间提供长期支持。中国人均石膏板使用量还很低。近年来，从中央到地方，多层次大力推进装配式建筑的发展。作为节能环保的新型墙体材料，石膏板将是未来装配式建筑的主体材料之一。对比拥有成熟装配式建筑产业的发达国家的人均石膏板用量，石膏板产业在我国具有广阔的发展空间。作为行业龙头，公司具有品牌、技术等优势，并已沿“超低能耗、零甲醛空间、全生命周期全产业链绿色、装配式建筑、高性能建筑”五大方向研发下一代高性能绿色建筑技术体系，未来潜力巨大。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司2017年到2019年的每股收益为1.30元、1.67元和1.93元，对应的PE为16倍、13倍和11倍。考虑到公司作为石膏板龙头企业综合优势突出，综合竞争力强，具备较强的议价权。石膏板作为绿色建材，中国人均使用量较低，受益于装配式建筑发展和雄安新区建设，未来需求空间广阔。维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**房地产行业景气度低于预期和原材料价格上涨超预期。

**图 1: 北新建材毛利率变化**



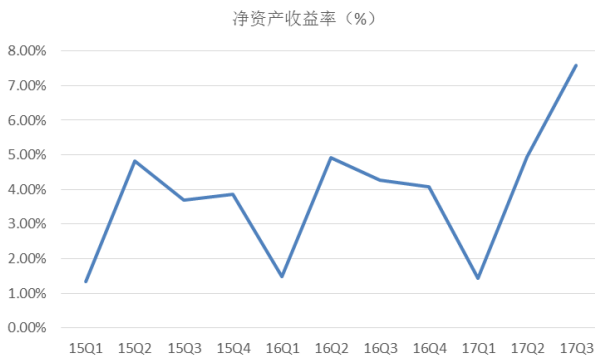
资料来源: wind, 东兴证券整理

**图 2: 北新建材资产负债率变化**



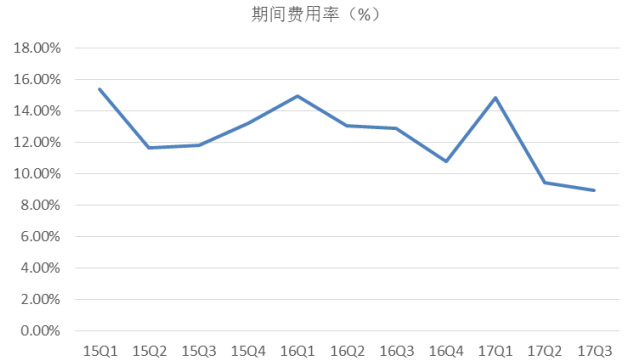
资料来源: wind, 东兴证券整理

**图 3: 北新建材单季度净资产收益率变化**



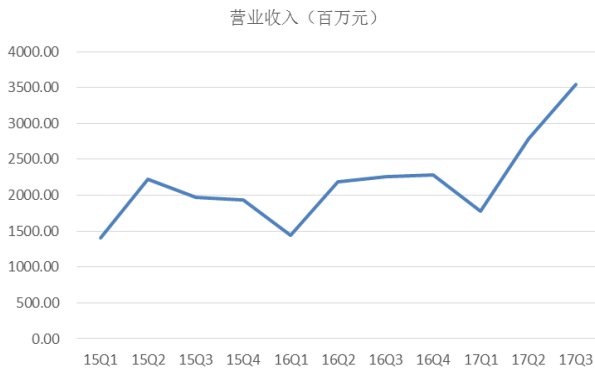
资料来源: wind, 东兴证券整理

**图 4: 北新建材期间费用率变化**



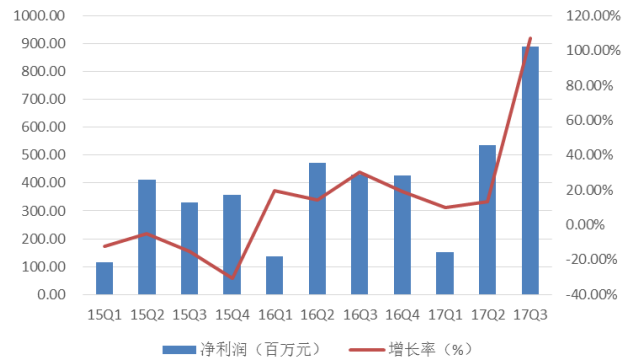
资料来源: wind, 东兴证券整理

**图 5: 北新建材单季度营业收入**



资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

**图 6: 北新建材单季度净利润及增长率**



资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合</b>	4279.82	4738.05	4689.53	7820.18	11170.73	<b>营业收入</b>	7551.18	8156.08	11327.49	14115.04	16209.72
货币资金	547.80	783.37	1297.02	3912.13	6875.27	<b>营业成本</b>	5190.97	5368.07	7374.15	9169.33	10518.30
应收账款	188.34	109.01	151.45	188.72	216.72	营业税金及附	40.08	112.35	156.32	194.79	223.69
其他应收款	36.25	94.48	131.22	163.51	187.78	营业费用	281.91	289.22	345.49	430.51	494.40
预付款项	342.35	289.53	289.53	289.53	289.53	管理费用	553.11	661.47	679.65	846.90	972.58
存货	1376.76	1252.34	1720.30	2139.09	2453.79	财务费用	130.53	85.25	100.94	52.57	41.41
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	6.30	8.41	8.41	8.41	8.41
<b>非流动资产</b>	9324.55	9611.28	9883.49	10310.88	10831.58	公允价值变动	2.44	(1.23)	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	122.93	139.33	139.33	139.33	139.33	投资净收益	93.22	45.28	45.22	45.22	45.22
固定资产	6517.60	6802.70	7858.18	8560.20	9291.80	营业利润	1443.92	1675.35	2707.76	3457.75	3996.14
无形资产	1455.17	1471.55	1324.40	1177.24	1030.09	营业外收入	128.54	100.90	100.00	100.00	100.00
其他非流动	1.18	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	165.18	109.96	109.00	109.00	109.00
<b>资产总计</b>	13604.37	14349.33	14573.02	18131.06	22002.31	<b>利润总额</b>	1407.28	1666.30	2698.76	3448.75	3987.14
<b>流动负债合</b>	3250.76	2709.87	1553.22	1818.57	2019.64	所得税	191.50	200.90	325.47	415.92	480.85
短期借款	1687.14	1452.00	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	1215.78	1465.40	2373.29	3032.83	3506.29
应付账款	590.85	633.23	869.95	1081.73	1240.87	少数股东损益	318.90	294.33	35.60	45.49	52.59
预收款项	69.41	82.50	85.90	90.13	94.99	归属母公司净	896.88	1171.07	2337.69	2987.34	3453.69
一年内到期	20.44	84.17	84.20	84.20	84.20	EBITDA	1944.94	2164.77	3388.95	4143.61	4734.94
<b>非流动负债</b>	1092.18	1176.25	743.84	743.84	743.84	EPS (元)	0.63	0.79	1.31	1.67	1.93
长期借款	103.06	217.14	217.14	217.14	217.14	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	4342.95	3886.12	2297.06	2562.41	2763.49	<b>成长能力</b>					
少数股东权	1460.37	87.44	123.04	168.54	221.13	营业收入增长	-8.97%	8.01%	38.88%	24.61%	14.84%
实收资本(或	1413.98	1788.58	1788.58	1788.58	1788.58	营业利润增长	-3.00%	16.03%	61.62%	27.70%	15.57%
资本公积	1765.75	3042.24	3042.24	3042.24	3042.24	归属于母公司	-18.87%	30.57%	99.62%	27.79%	15.61%
未分配利润	4111.42	5014.88	7312.35	10248.31	13642.60	<b>获利能力</b>					
归属母公司	7801.05	10375.76	12711.61	15698.95	19152.64	毛利率(%)	31.26%	34.18%	34.90%	35.04%	35.11%
<b>负债和所有</b>	13604.37	14349.33	14573.02	18131.06	22002.31	净利率(%)	11.88%	14.36%	20.64%	21.16%	21.31%
<b>现金流量</b>						总资产净利润	8.94%	10.21%	15.68%	16.46%	
						ROE(%)	11.50%	11.29%	18.39%	19.03%	18.03%
<b>经营活动现</b>	1362.08	1367.86	2734.02	3431.69	4021.95	<b>偿债能力</b>					
净利润	1215.78	1465.40	2373.29	3032.83	3506.29	资产负债率(%)	31.92%	27.08%	15.18%	13.90%	12.48%
折旧摊销	370.49	404.16	8.64	633.30	697.39	流动比率	1.32	1.75	3.02	4.30	5.53
财务费用	(130.53)	(85.25)	(100.94)	(52.57)	(41.41)	速动比率	0.89	1.29	1.91	3.12	4.32
应付账款的	(165.72)	42.37	236.72	211.78	159.14	<b>营运能力</b>					
预收账款的	3.55	13.09	3.40	4.23	4.86	总资产周转率	0.56	0.58	0.78	0.86	0.81
<b>投资活动现</b>	(1026.74)	78.02	(668.21)	(764.00)	(1017.40)	应收账款周转	35.86	54.86	86.98	82.99	79.96
公允价值变	2.44	(1.23)	0.00	0.00	0.00	应付账款周转	7.71	8.77	9.81	9.40	9.06
长期股权投	2.84	16.40	(0.00)	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	93.22	45.28	45.22	45.22	45.22	每股收益(最新	0.63	0.79	1.31	1.67	1.93
<b>筹资活动现</b>	209.68	54.26	(1552.16)	(52.57)	(41.41)	每股净现金流	(0.52)	0.19	0.29	1.46	1.66
应付债券增	500.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最	5.52	5.80	7.11	8.78	10.71
长期借款增	63.01	114.08	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
普通股增加	706.99	374.60	0.00	0.00	0.00	P/E	33.75	26.99	16.37	12.81	11.08
资本公积增	(710.58)	1276.49	0.00	0.00	0.00	P/B	3.88	3.69	3.01	2.44	2.00
<b>现金净增加</b>	545.02	1500.14	513.65	2615.11	2963.14	EV/EBITDA	16.46	18.36	11.15	8.49	6.80

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。