

北新建材 (000786)

证券研究报告

2018年04月15日

业绩靓丽，拥抱趋势

事件

公司近期发布 2018 年一季度业绩预告，2018 年一季度实现归属于上市公司净利润 4.64 亿元-5.39 亿元，同比增长 210%-260%。

趋势一：盈利中枢抬升

公司一直以来在行业内具备极强的成本优势，一方面，公司抢先布局高性价比的稀缺资源脱硫石膏；另一方面，生产效率的领先也进一步增强了公司的竞争优势。这样的成本优势也是公司当前盈利中枢趋势提升的核心前提，而盈利中枢提升的催化剂则是成本端的趋势上行，护面纸成本的提升需要产品端的传导，而落后产能的实际退出以及潜在退出趋势以及公司先进产能的稳步释放则使得公司产品在价格提升、维持合意毛利率的条件下进一步提升公司的市场地位。

趋势二：行业蛋糕继续做大

地产引领行业需求大势，产品性能拓展应用纵深，石膏板产品在隔墙领域和住宅领域的拓展空间极大，同时现有政策鼓励新型墙体材料的应用和装配式建筑的发展，石膏板的应用还有进一步提升的空间。

趋势三：公司份额继续提升

公司旗下两大石膏板品牌泰山、龙牌合计市占率达到 58%，是国内绝对龙头。公司已经发布 30 亿平米石膏板产业规划，并启动全球化产业布局。依托强大技术、营销优势，公司在国内市场有望继续提升市占率，海外市场有望打开新空间。并且公司将持续受益于雄安新区建设，对业绩产生积极影响，公司已经独家中标北京城市副中心国家重点工程，独家供应龙牌石膏板、轻钢龙骨墙体吊顶系统和矿棉板吊顶系统，示范效应显著。

盈利预测

预计 2018-2019 年归母净利分别为 30.6 亿、36.4 亿元，EPS 分别为 1.71 元和 2.03 元，按 4 月 13 日收盘价 24.89 元计算，对应 PE 为 14.53X、12.24X，维持“买入”评级。

风险提示：行业需求大幅下降，原材料价格大幅波动。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,156.08	11,164.34	13,617.15	15,142.27	17,156.19
增长率(%)	8.01	36.88	21.97	11.20	13.30
EBITDA(百万元)	2,164.77	3,341.14	3,998.12	4,697.84	5,387.07
净利润(百万元)	1,171.07	2,343.99	3,064.26	3,637.16	4,212.41
增长率(%)	30.57	100.16	30.73	18.70	15.82
EPS(元/股)	0.65	1.31	1.71	2.03	2.36
市盈率(P/E)	38.01	18.99	14.53	12.24	10.57
市净率(P/B)	4.29	3.59	3.06	2.60	2.22
市销率(P/S)	5.46	3.99	3.27	2.94	2.59
EV/EBITDA	8.64	11.92	10.56	8.48	6.86

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	24.89 元
目标价格	30.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,788.58
流通 A 股股本(百万股)	1,413.98
A 股总市值(百万元)	44,517.75
流通 A 股市值(百万元)	35,194.00
每股净资产(元)	6.94
资产负债率(%)	22.44
一年内最高/最低(元)	27.12/13.01

作者

盛昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com

武浩翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010003
wuhaoxiang@tfzq.com

黄顺卿 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040002
huangshunqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《北新建材-年报点评报告:量价齐升业绩靓丽，价值龙头阔步前行》 2018-03-18
- 2 《北新建材-公司深度研究:石膏板龙头，价值好标的》 2018-03-16
- 3 《北新建材-季报点评:业绩大超预期，量价齐升持续性强，继续重点推荐》 2017-10-14



1. 事件

公司近期发布 2018 年一季度业绩预告，2018 年一季度实现归属于上市公司净利润 4.64 亿元-5.39 亿元，同比增长 210%-260%。

2. 趋势一：盈利中枢抬升

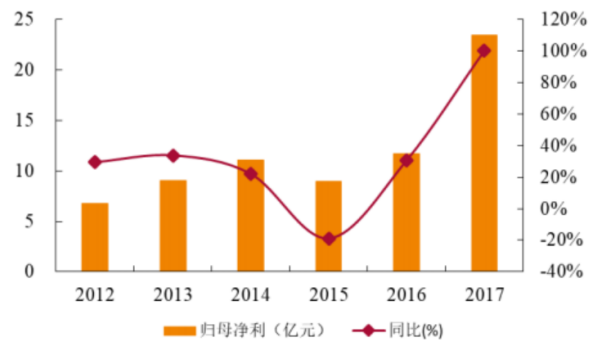
公司一直以来在行业内具备极强的成本优势，一方面，公司抢先布局对于高性价比的稀缺资源脱硫石膏；另一方面，生产效率的领先也进一步增强了公司的竞争优势。这样的成本优势也是公司当前盈利中枢趋势提升的核心前提，而盈利中枢提升的催化剂则是成本端的趋势上行，护面纸成本的提升需要产品端的传导，而落后产能的实际退出以及潜在退出趋势以及公司先进产能的稳步释放则使得公司产品在价格提升、维持合意毛利率的条件下进一步提升公司的市场地位。

图 1：公司近年来营业收入及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

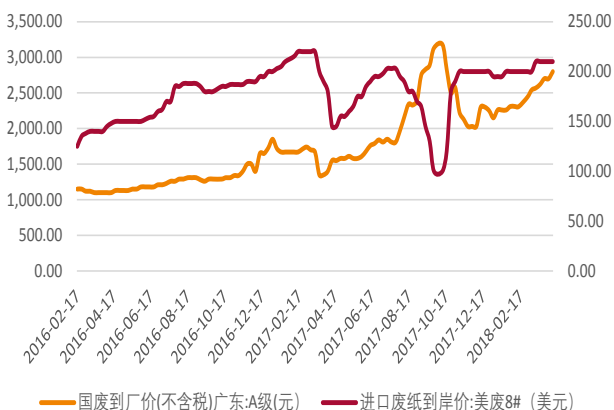
图 2：公司近年来归母净利及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

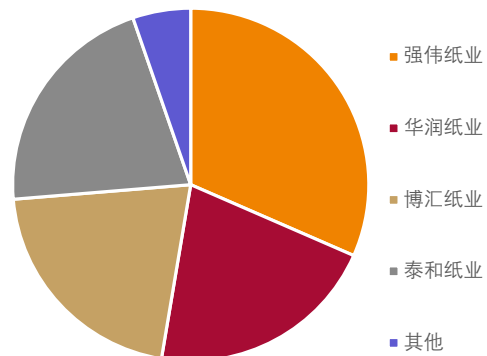
上述逻辑从 2017 年三季度开始逐步生效，并在 2018 年 Q1 得到进一步验证。公司 2017 年实现归母净利 23.44 亿元，石膏板销量 18.21 亿平米，单位归母净利为 1.29 元/平米，同比 2016 年增加 0.57 元/平米。2018 年 Q1 公司产销平稳，假设公司 2018 年一季度销量同 2017 年一季度大致持平约为 3.5 亿平米，归母净利取业绩预告中位数 4.93 亿元，则 2018Q1 单位归母净利为 1.41 元/平米，较 2017 年全年水平增加 0.12 元/平米，考虑到石膏板的主要提价时点在 2017 年三季度，公司 2018Q1 单位归母净利的同比提升幅度还要更大。

图 3：美废 8#和国废价格走势



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：护面纸企业市场格局



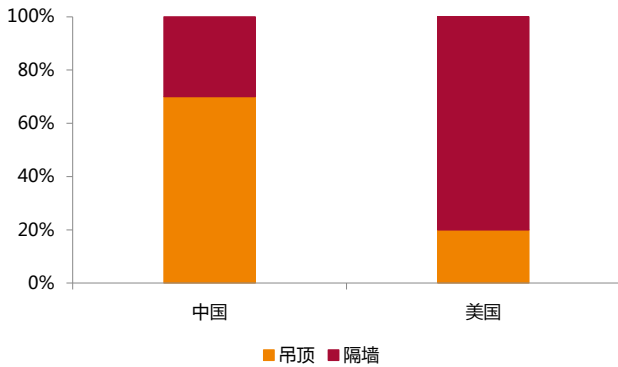
资料来源：wind，天风证券研究所

护面纸是石膏板生产成本中的最大变动项目，护面纸的主要原材料是废纸，美废的性价比相较国内更有，随着国内进口废纸的趋严，纸厂使用国废比例上升，造成国废价格趋势上行，最终推动石膏板成本上行，进而导致石膏板涨价。如上述逻辑显示，最终的结果是公司维持合意毛利率，而产品售价提升，单位盈利绝对值上升，同时公司的行业地位还在优化。

3. 趋势二：行业蛋糕继续做大

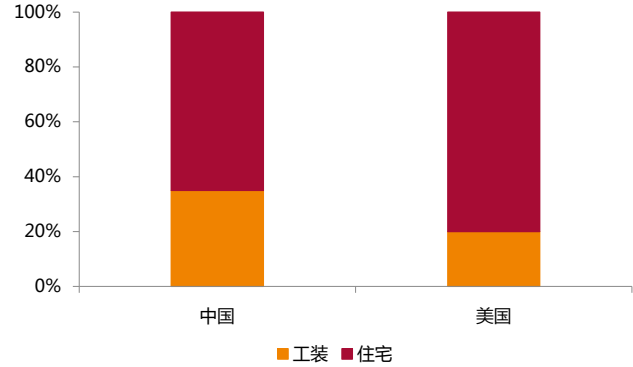
地产引领行业需求大势，产品性能拓展应用纵深，石膏板产品在隔墙领域和住宅领域的拓展空间极大，同时现有政策鼓励新型墙体材料的应用和装配式建筑的发展，石膏板的应用还有进一步提升的空间。

图 5：石膏板在隔墙领域仍有提升空间



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：石膏板在住宅领域仍有提升空间

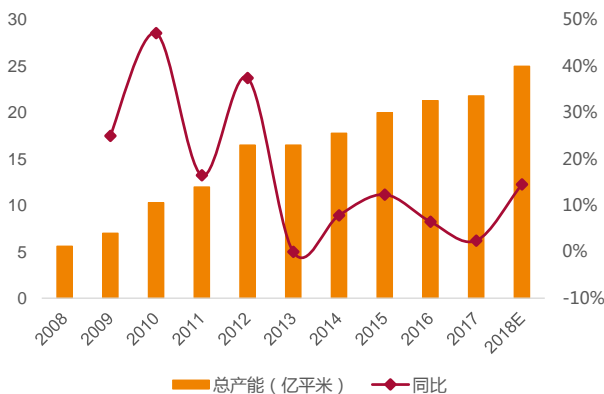


资料来源：wind，天风证券研究所

4. 趋势三：公司份额持续提升

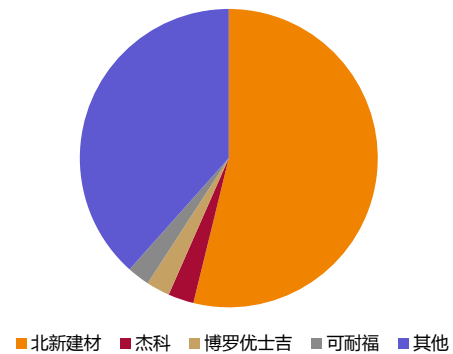
公司旗下两大石膏板品牌泰山、龙牌合计市占率达到 58%，是国内绝对龙头。公司已经发布 30 亿平米石膏板产业规划，并启动全球化产业布局。依托强大技术、营销优势，公司在国内市场有望继续提升市占率，海外市场有望打开新空间。并且公司将持续受益于雄安新区建设，对业绩产生积极影响，公司已经独家中标北京城市副中心国家重点工程，独家供应龙牌石膏板、轻钢龙骨墙体吊顶系统和矿棉板吊顶系统，示范效应显著。

图 7：北新建材石膏板产能持续扩张



资料来源：《建筑建材装饰》，天风证券研究所

图 8：北新建材石膏板市占率稳居第一（2017 年）



资料来源：中国建材联合会石膏分会，天风证券研究所

5. 盈利预测

预计 2018-2019 年归母净利润分别为 30.6 亿、36.4 亿元，EPS 分别为 1.71 元和 2.03 元，盈利预测维持不变，按 4 月 13 日收盘价 24.89 元计算，对应 PE 为 14.53X、12.24X，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	783.37	614.00	3,289.78	5,679.23	8,997.20
应收账款	203.49	211.70	204.38	216.24	212.67
预付账款	289.53	311.62	355.62	368.59	390.95
存货	1,252.34	1,259.56	1,361.74	1,483.37	1,437.94
其他	2,209.32	3,133.89	2,997.39	2,879.82	2,825.36
流动资产合计	4,738.05	5,530.77	8,208.92	10,627.25	13,864.13
长期股权投资	139.33	122.38	122.38	122.38	122.38
固定资产	6,802.70	7,330.16	7,783.88	8,203.70	8,623.91
在建工程	892.33	899.69	636.79	466.75	368.73
无形资产	1,471.55	1,621.49	1,680.75	1,737.64	1,792.17
其他	305.36	606.19	502.88	457.40	425.57
非流动资产合计	9,611.28	10,579.91	10,726.67	10,987.87	11,332.75
资产总计	14,349.33	16,110.68	18,935.58	21,615.13	25,196.88
短期借款	1,452.00	800.10	1,400.00	1,400.00	1,600.00
应付账款	767.76	892.35	871.07	929.11	1,104.13
其他	490.11	1,204.04	1,054.10	1,103.95	1,132.31
流动负债合计	2,709.87	2,896.49	3,325.17	3,433.06	3,836.43
长期借款	217.14	287.47	500.00	500.00	700.00
应付债券	500.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	459.11	431.04	450.00	450.00	450.00
非流动负债合计	1,176.25	718.52	950.00	950.00	1,150.00
负债合计	3,886.12	3,615.01	4,275.17	4,383.06	4,986.43
少数股东权益	87.44	80.22	101.83	127.46	157.16
股本	1,788.58	1,788.58	1,788.58	1,788.58	1,788.58
资本公积	3,042.24	3,042.06	3,042.06	3,042.06	3,042.06
留存收益	8,585.34	10,625.03	12,770.01	15,316.02	18,264.71
其他	(3,040.40)	(3,040.21)	(3,042.06)	(3,042.06)	(3,042.06)
股东权益合计	10,463.21	12,495.67	14,660.41	17,232.06	20,210.45
负债和股东权益总	14,349.33	16,110.68	18,935.58	21,615.13	25,196.88

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,465.40	2,354.90	3,064.26	3,637.16	4,212.41
折旧摊销	406.17	443.74	422.66	467.22	514.02
财务费用	90.71	98.24	88.80	88.35	72.47
投资损失	(45.28)	(48.96)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(1,060.04)	(1,032.06)	(34.36)	80.59	285.56
其它	851.24	838.34	21.60	25.64	29.69
经营活动现金流	1,708.21	2,654.19	3,512.96	4,248.95	5,064.16
资本支出	715.76	1,333.84	591.04	730.00	860.00
长期投资	16.40	(16.96)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,682.25)	(3,147.49)	(1,151.05)	(1,410.00)	(1,670.00)
投资活动现金流	(950.09)	(1,830.61)	(560.00)	(680.00)	(810.00)
债权融资	2,253.31	1,667.46	2,400.00	2,400.00	2,800.00
股权融资	1,565.84	(94.46)	(90.44)	(88.15)	(72.27)
其他	(4,240.59)	(2,614.54)	(2,586.74)	(3,491.35)	(3,663.92)
筹资活动现金流	(421.44)	(1,041.54)	(277.18)	(1,179.50)	(936.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	336.68	(217.95)	2,675.78	2,389.46	3,317.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,156.08	11,164.34	13,617.15	15,142.27	17,156.19
营业成本	5,368.07	7,007.91	8,578.80	9,311.29	10,516.75
营业税金及附加	112.35	155.26	177.02	196.85	223.03
营业费用	289.22	343.83	408.51	454.27	480.37
管理费用	661.47	774.34	912.35	984.25	1,098.00
财务费用	85.25	94.27	88.80	88.35	72.47
资产减值损失	8.41	26.00	15.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	(1.23)	(6.08)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	45.28	48.96	50.00	50.00	50.00
其他	(88.09)	(21.00)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营业利润	1,675.35	2,740.86	3,486.66	4,142.27	4,800.58
营业外收入	100.90	78.99	120.00	120.00	120.00
营业外支出	109.96	130.87	100.00	100.00	100.00
利润总额	1,666.30	2,688.98	3,506.66	4,162.27	4,820.58
所得税	200.90	334.09	420.80	499.47	578.47
净利润	1,465.40	2,354.90	3,085.86	3,662.80	4,242.11
少数股东损益	294.33	10.91	21.60	25.64	29.69
归属于母公司净利润	1,171.07	2,343.99	3,064.26	3,637.16	4,212.41
每股收益(元)	0.65	1.31	1.71	2.03	2.36

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	8.01%	36.88%	21.97%	11.20%	13.30%
营业利润	16.03%	63.60%	27.21%	18.80%	15.89%
归属于母公司净利润	30.57%	100.16%	30.73%	18.70%	15.82%
获利能力					
毛利率	34.18%	37.23%	37.00%	38.51%	38.70%
净利率	14.36%	21.00%	22.50%	24.02%	24.55%
ROE	11.29%	18.88%	21.05%	21.26%	21.01%
ROIC	16.40%	23.28%	26.25%	30.40%	34.50%
偿债能力					
资产负债率	27.08%	22.44%	22.58%	20.28%	19.79%
净负债率	14.19%	6.80%	9.10%	-8.21%	-18.29%
流动比率	1.75	1.91	2.47	3.10	3.61
速动比率	1.29	1.47	2.06	2.66	3.24
营运能力					
应收账款周转率	38.11	53.78	65.45	72.00	80.00
存货周转率	6.20	8.89	10.39	10.64	11.75
总资产周转率	0.58	0.73	0.78	0.75	0.73
每股指标(元)					
每股收益	0.65	1.31	1.71	2.03	2.36
每股经营现金流	0.96	1.48	1.96	2.38	2.83
每股净资产	5.80	6.94	8.14	9.56	11.21
估值比率					
市盈率	38.01	18.99	14.53	12.24	10.57
市净率	4.29	3.59	3.06	2.60	2.22
EV/EBITDA	8.64	11.92	10.56	8.48	6.86
EV/EBIT	10.62	13.73	11.80	9.42	7.58

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com