

# 北新建材 (000786)

证券研究报告

2018年04月27日

## 量价齐升业绩靓丽，价值龙头阔步前行

### 事件

公司近期发布一季报，2018年Q1年实现营业收入24.98亿元，同比增长40.36%，归母净利润4.90亿元，同比增长226.67%，扣非净利润4.75亿元，同比增长170.90%。

### 业绩靓丽，龙头阔步前行

2018年，公司延续了2017年全年的亮眼表现。2017年公司营业收入、归母净利润均创历史新高，主要受益石膏板产品量价齐升。公司主要产品石膏板收入占比88.53%，产销分别为18.26、18.21亿平米，同比分别增长11.89%、11.38%。占比7.98%的龙骨产品实现8.91亿收入，同比大幅提升46.25%。主要产品石膏板的成本构成中，原材料占比由2016年59.43%上升至2017年的62.98%，绝对值同比大幅上涨36.39%。主因废纸进口受限，国废价格上涨，传导至石膏板主要原材料护面纸大幅涨价。燃料动力成本上涨25.63%，涨幅显著，主因煤炭价格上涨。

整体看，2018Q1公司营业成本同比上涨23.45%，低于收入增速20个百分点，因此整体毛利率实现35.51%。主因公司在成本明显上涨背景下执行提价战略，强势覆盖原材料涨价风险。由于公司是石膏板龙头，原材料采购量大，对上游企业有较强议价能力，从而提升公司相对于行业内小企业的竞争优势。2017年石膏板产品平均单价为5.43元/平米，2016年为4.42元/平米，价格每平米同比增长1元以上。石膏板毛利率实现39.04%，同比增长1.43个百分点。

### 应用领域扩大+中标雄安，打开销量空间

2017年公司总销量18.21亿平米，同比增长11.38%。未来既有建筑改造翻新、二次装修过程中对石膏板的使用比例将不断提高，都将推动石膏板的市场需求进一步增加。此外，公司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。

### 开启30亿产能布局，市占率有望进一步提升

新建产线以及落后产能的淘汰有望进一步提升公司的市场份额。同时，根据当前市场形势和公司需要，公司制定了21条石膏板生产线的产能布局，建成投产后，石膏板总产能将达到30亿平方米左右。

**逐鹿全球，拓土开疆前景可期。**公司决定在坦桑尼亚合资设立石膏板生产企业，迈出“走出去”的第一步。我们预计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，按4月26日收盘价计算，对应PE为13.5X、11.4X，维持“买入”评级。

**风险提示：**石膏板价格大幅下跌；美国诉讼案产生大额赔付；海外拓展不及预期，雄安新区建设订单不及预期。

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)	35.33	17.65	13.50	11.37	9.82
市净率(P/B)	3.99	3.33	2.84	2.42	2.06
市销率(P/S)	5.07	3.71	3.04	2.73	2.41
EV/EBITDA	8.64	11.92	9.77	7.81	6.28

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	23.13元
目标价格	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)	41,369.85
流通A股市值(百万元)	32,705.39
每股净资产(元)	7.22
资产负债率(%)	20.61
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

- 《北新建材-公司点评:业绩靓丽，拥抱趋势》2018-04-15
- 《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
- 《北新建材-公司深度研究:石膏板龙头，价值好标的》2018-03-16

## 1. 事件

公司近期发布一季报，2018年Q1年实现营业收入24.98亿元，同比增长40.36%，归母净利润4.90亿元，同比增长226.67%，扣非净利润4.75亿元，同比增长170.90%。

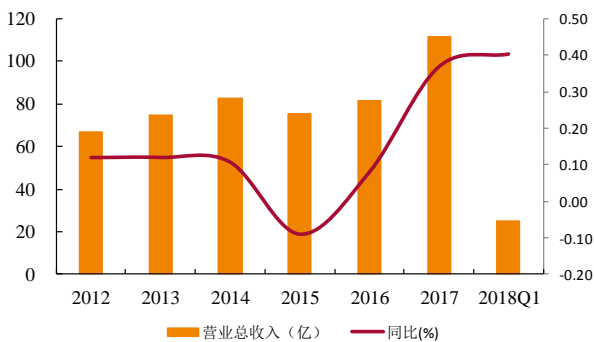
## 2. 业绩靓丽，龙头阔步前行

2018年，公司延续了2017年全年的亮眼表现。2017年，公司实现营业收入111.64亿元，同比增长36.88%，归母净利润23.44亿元，同比增长100.16%，扣非净利润23.98亿元，同比增长108.67%。其中，四季度单季营业收入30.57亿元，同比增长34.02%，归母净利润7.79亿元，同比增长100.45%。公司营业收入、归母净利润均创历史新高，主要受益石膏板产品量价齐升。公司主要产品石膏板收入占比88.53%，产销分别为18.26、18.21亿平米，同比分别增长11.89%、11.38%。占比7.98%的龙骨产品实现8.91亿收入，同比大幅提升46.25%。

主要产品石膏板的成本构成中，原材料占比由2016年59.43%上升至2017年的62.98%，绝对值同比大幅上涨36.39%。主因废纸进口受限，国废价格上涨，传导至石膏板主要原材料护面纸大幅涨价。燃料动力成本上涨25.63%，涨幅显著，主因煤炭价格上涨。

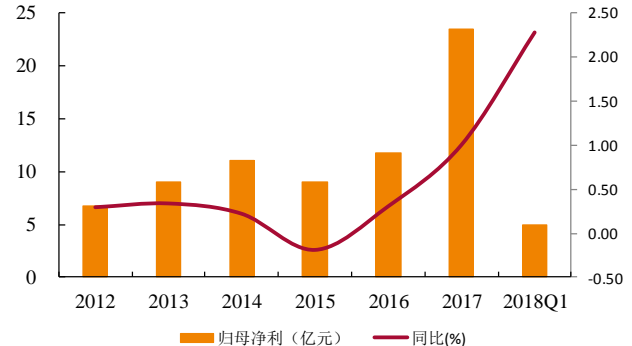
整体看，2018Q1公司营业成本同比上涨23.45%，低于收入增速20个百分点，因此整体毛利率实现35.51%。公司能保持历史高位毛利率水平的原因在于，在成本明显上涨背景下执行提价战略，强势覆盖原材料涨价风险。由于公司是石膏板龙头，原材料采购量大，对上游企业有较强议价能力，从而提升公司相对于行业内小企业的竞争优势。2017年石膏板产品平均单价为5.43元/平米，2016年为4.42元/平米，价格每平米同比增长1元以上。石膏板毛利率实现39.04%，同比增长1.43个百分点。

图1：公司2012-2018Q1营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

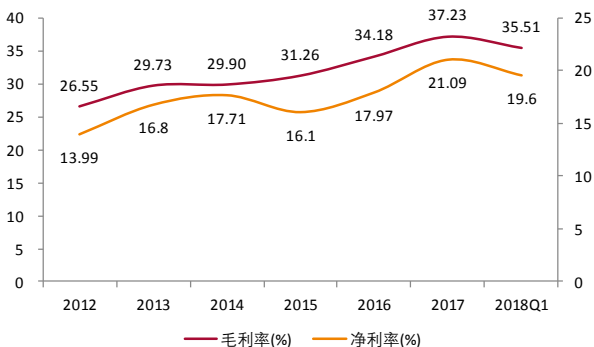
图2：公司2012-2018Q1归母净利及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

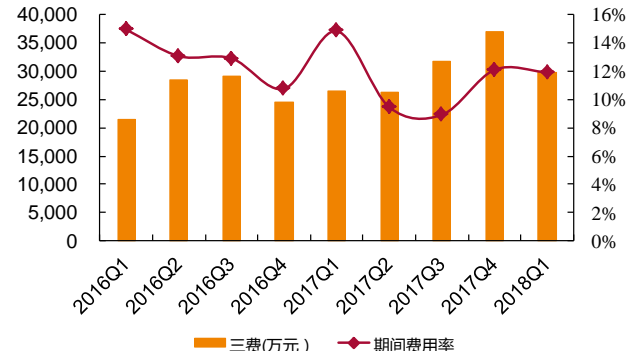
2018年Q1公司三项费用营收占比分别为3.20%、7.97%、0.72%，与2017年Q1同比均实现下降，分别减少1.29、1.31、0.35个百分点。管理费用占比降幅较大主因原管理费用下核算的房产税、土地使用税、车船使用税、印花税费调整至税金及附加科目。

图3：公司2012-2018Q1毛利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

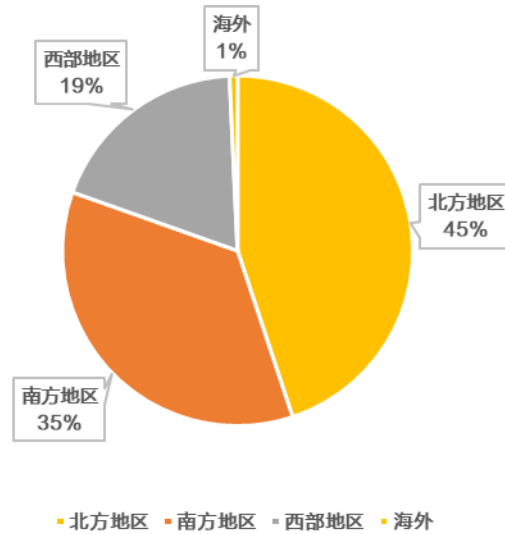
图4：公司单季度三费及同比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

根据公司 2017 年年报，营业收入分地区看，北方区域仍然贡献最大，区域分布格局较为稳定。北方区域 50.14 亿收入对应占比 44.91%，同比增长 39.44%。南方、西部、海外收入占比分别为 35.51%、18.85%、0.73%。但收入增速最大为海外区域，同比增幅 54.69%。

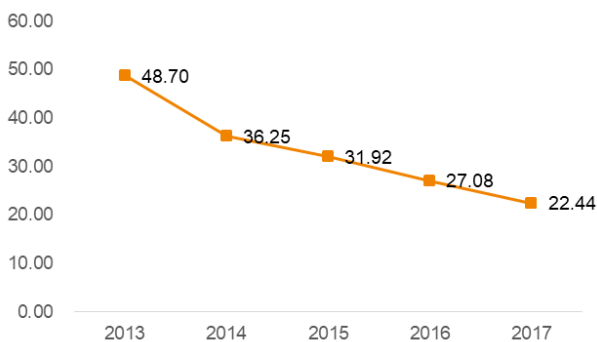
图 5：公司 2017 年收入区域分布图



资料来源：wind，天风证券研究所

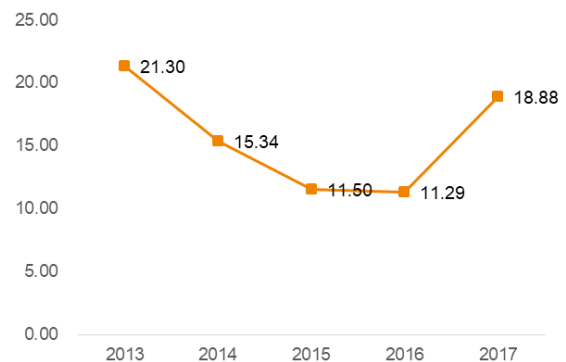
**重点指标改善，公司经营、研发竞争力稳固增强。**截止 2017 年底，应收账款共计 9711.49 万元，营收占比为 0.87%，去年同期占比 1.34%。资产负债率为 22.44%，比去年同期下降 4.64 个百分点。2017 年研发投入 2.65 亿，同比增长 22.29%。

图 6：公司 2013-2017 年资产负债率情况 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：公司 2013-2017 年 ROE 变化 (%)

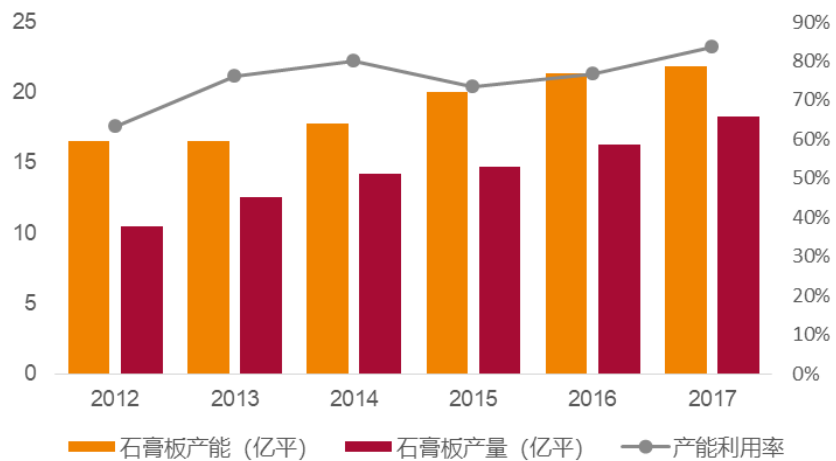


资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 应用领域扩大+中标雄安，打开销量空间

2017 年公司总销量 18.21 亿平米，同比增长 11.38%。相对于传统建筑材料，石膏板具有节能环保、耐火、隔声、轻质及经济等优点。未来石膏板从商业和公共建筑装饰装修向住宅装饰装修领域的推广、从吊顶装饰向隔墙装饰应用的推广，既有建筑改造翻新、二次装修过程中对石膏板的使用比例将不断提高，都将推动石膏板的市场需求进一步增加。

图 8：公司产能利用率稳步提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

此外，公司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。雄安新区第一个工程“雄安市民服务中心”已经开始批量供应龙牌石膏板、轻钢龙骨。

#### 4. 开启 30 亿平产能布局，市占率有望进一步提升

根据当前市场形势和公司发展需要，经过对市场、资源的统筹分析，报告期内，在已投产及在建石膏板生产线的基础上，公司制定了 21 条石膏板生产线的产能布局，建成投产后，公司石膏板总产能将达到 30 亿平方米左右。公司致力于发展绿色环保的石膏板墙体替代传统墙体，21 条产线中 12 条为龙牌，9 条为泰山，符合石膏板整体因为政策支持和消费升级带来的产品结构优化的趋势，这将会使北新建材中高端产品占比有所提升，而在北新建材内部龙牌石膏的盈利水平整体要高于泰山牌石膏，所以龙牌石膏占比的提高也将会提升公司的整体盈利水平。

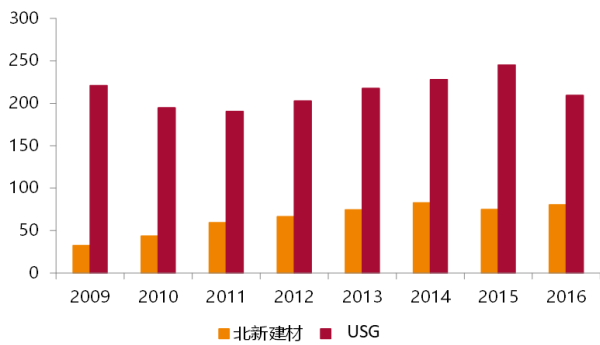
#### 5. 逐鹿全球，拓土开疆前景可期

北新建材在石膏板行业已经具备全球竞争能力，2017 年公司开始全面推进全球化战略。报告期内，结合国家“一带一路”战略，经过充分调研，公司决定在坦桑尼亚合资设立石膏板生产企业，迈出“走出去”的第一步。我们认为境外投资有助于公司积累国际化经验，培养国际化人才，进一步提高公司石膏板产品的国际市场份额。

从全球视角来看，北新建材在石膏板领域已经拥有全球竞争力，我们以美国知名石膏板上市公司 USG (美国石棉) 最为对比对象。USG 公司成立于 1902 年，目前业务分布在美国、欧洲、加拿大、墨西哥、亚洲及其他国家。从销售额数据来看，公司的年销售额超过 200 亿人民币，收入规模目前明显高于北新建材，但是从归母净利润的角度来看，北新建材近年来的盈利在收入不占优势的情况下保持稳定增长，ROA、ROE 水平也是维持稳中有升的趋势，而 USG 的盈利能力则出现了明显的波动性。

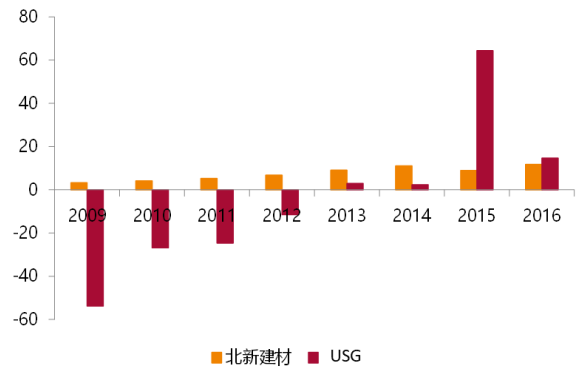
图 9：北新建材和 USG 营收对比（亿元）

图 10：北新建材和 USG 归母净利润对比（亿元）



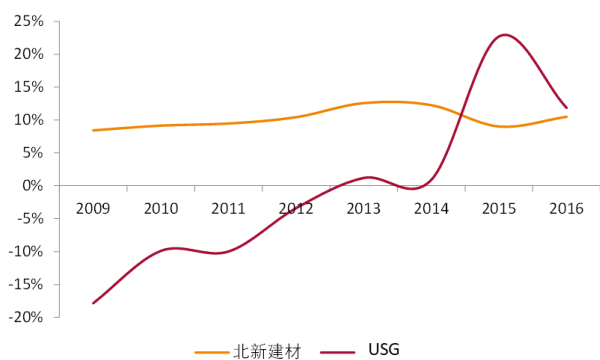
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 北新建材和 USG 总资产净利率 (ROA) 对比

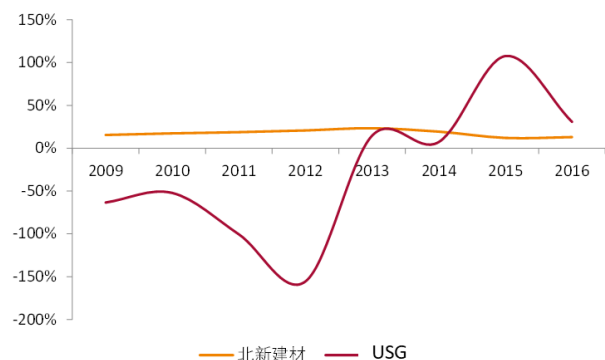


资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 北新建材和 USG 净资产收益率 (ROE) 对比



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

我们预计 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 26 日收盘价计算, 对应 PE 为 13.5X、11.4X, 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
<b>流动资产合计</b>	<b>4,738.05</b>	<b>5,530.77</b>	<b>8,208.92</b>	<b>10,627.25</b>	<b>13,864.13</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,611.28</b>	<b>10,579.91</b>	<b>10,726.67</b>	<b>10,987.87</b>	<b>11,332.75</b>
<b>资产总计</b>	<b>14,349.33</b>	<b>16,110.68</b>	<b>18,935.58</b>	<b>21,615.13</b>	<b>25,196.88</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>2,709.87</b>	<b>2,896.49</b>	<b>3,325.17</b>	<b>3,433.06</b>	<b>3,836.43</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,176.25</b>	<b>718.52</b>	<b>950.00</b>	<b>950.00</b>	<b>1,150.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,886.12</b>	<b>3,615.01</b>	<b>4,275.17</b>	<b>4,383.06</b>	<b>4,986.43</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>10,463.21</b>	<b>12,495.67</b>	<b>14,660.41</b>	<b>17,232.06</b>	<b>20,210.45</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>14,349.33</b>	<b>16,110.68</b>	<b>18,935.58</b>	<b>21,615.13</b>	<b>25,196.88</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,708.21</b>	<b>2,654.19</b>	<b>3,512.96</b>	<b>4,248.95</b>	<b>5,064.16</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(950.09)</b>	<b>(1,830.61)</b>	<b>(560.00)</b>	<b>(680.00)</b>	<b>(810.00)</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(421.44)</b>	<b>(1,041.54)</b>	<b>(277.18)</b>	<b>(1,179.50)</b>	<b>(936.19)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>336.68</b>	<b>(217.95)</b>	<b>2,675.78</b>	<b>2,389.46</b>	<b>3,317.97</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>8,156.08</b>	<b>11,164.34</b>	<b>13,617.15</b>	<b>15,142.27</b>	<b>17,156.19</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>1,675.35</b>	<b>2,740.86</b>	<b>3,486.66</b>	<b>4,142.27</b>	<b>4,800.58</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>1,666.30</b>	<b>2,688.98</b>	<b>3,506.66</b>	<b>4,162.27</b>	<b>4,820.58</b>
所得税	200.90	334.09	420.80	499.47	578.47
<b>净利润</b>	<b>1,465.40</b>	<b>2,354.90</b>	<b>3,085.86</b>	<b>3,662.80</b>	<b>4,242.11</b>
少数股东损益	294.33	10.91	21.60	25.64	29.69
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,171.07</b>	<b>2,343.99</b>	<b>3,064.26</b>	<b>3,637.16</b>	<b>4,212.41</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	35.33	17.65	13.50	11.37	9.82
市净率	3.99	3.33	2.84	2.42	2.06
EV/EBITDA	8.64	11.92	9.77	7.81	6.28
EV/EBIT	10.62	13.73	10.92	8.67	6.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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