北新建材(000786)/其他建材 收购山东万佳，石膏板龙头再下一城

评级：买入

市场价格：21.28

分析师：张琰
执业证书编号：S0740518010001
电话：021-20315169
Email：zhangyan@r.qlzq.com.cn

联系人：孙颖
Email：sunying@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	17.89
流通股本(亿股)	14.14
市价(元)	21.28
市值(亿元)	381
流通市值(亿元)	301

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 销量提升，淡季价格维持高位促盈利大增

2 兼具“定价权”与再成长空间的优质龙头

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（亿元）	81.56	111.64	124.82	140.97	159.58
增长率 yoy%	8.01%	36.88%	11.80%	12.94%	13.20%
净利润（亿元）	11.71	23.44	28.17	33.68	38.47
增长率 yoy%	30.57%	100.16%	20.19%	19.55%	14.23%
每股收益（元）	0.65	1.31	1.58	1.88	2.15
每股现金流量	0.96	1.48	1.93	2.05	2.55
净资产收益率	11.29%	18.88%	19.39%	19.95%	19.65%
P/E	32.50	16.24	13.51	11.30	9.89
PEG	1.01	0.90	0.42	0.35	0.55
P/B	3.67	3.07	2.62	2.25	1.94

备注：

投资要点

- **事件：**6 月 15 日，北新建材发布《关于公司出资设立控股子公司并进行投资并购》的公告。北新建材拟与山东万佳建材共同出资设立合资公司，并拟由该合资公司分别对安徽万佳新型建材有限公司、平邑县万佳建材有限公司进行增资，并由合资公司分别收购宣城万佳建材有限公司的 100%股权、临沂梦牌木业有限公司的木板生产设备及宣城千川建材有限公司拥有的全部注册商标。合资公司将因上述投资并购的完成而拥有 1.9 亿平方米的石膏板产能（包括已投产产能和在建产能）。

- **点评：**
- **收购整合万佳，公司市占率进一步扩大。**根据收购公告，万佳合计拥有石膏板产能 1.9 亿平，其中已投产产能为 1.5 亿平方米，在建产能为 0.4 亿平方米。具体来看，北新建材和山东万家建立的合资公司使用不超过 6760 万元收购了宣城万佳（拥有 1 条年产 2500 万平产线）100%股权；通过增资 9000 万元，拥有安徽万佳（2 条 4000 万平产线）90%股权；通过增资 5000 万元，拥有平邑万佳(2 条 3000 万平产线，2 条 1250 万平产线)50%股权。2017 年北新建材拥有石膏板产能 21.82 亿平方米，此次并购 1.9 亿平方米的后公司产能达到 23.72 亿平方米，向着公司中长期 30 亿平米的目标又迈进了一步。
- **我们认为，公司此次的并购能够帮助公司进一步巩固在区域中的竞争地位，高市占率下公司的提价能力将进一步增强。**此次并购整合万佳，北新出资 1.75 亿元，增加了 1.27 亿平米的权益产能，从每平米的收购价格看较为便宜，公司能够通过自身的技术进行技改，改善目前生产线的经营情况，同时进一步提高了公司在山东和安徽的市场份额。
- **“现金牛”支持公司通过新建、并购进一步提高市占率，巩固国内石膏板的龙头地位。**公司 2015-2017 年的经营性净现金流分别为 19.1、17.1、26.5 亿元，2018 年一季报显示公司的资产负债率仅为 20.61%，账面现金充足，拥有进行兼并收购的能力。石膏板产线的投资回收期较短，建设一条 3000 万平米的生产线成本约为 1.5 亿元(北新约为 1 亿元)，建设周期约为 1-1.5 年，按照 2017 的数据计算，每平米产生的 EBITDA 计算约为 1.5 元，按照 80%的产能利用率计算，意味着 4-5 年即可回本。**另外，根据我们计算，产线只要达到约 30%的产能利用率就能达到盈亏平衡线，因此，北新建材的扩张战略能够较为激进，通过先建产线占据脱硫石膏和市场区位优势的**

经营战略，把市场的“蛋糕”全部抢到手，通过低成本和高质量逐步挤压中小石膏板企业，实现扩张路径。

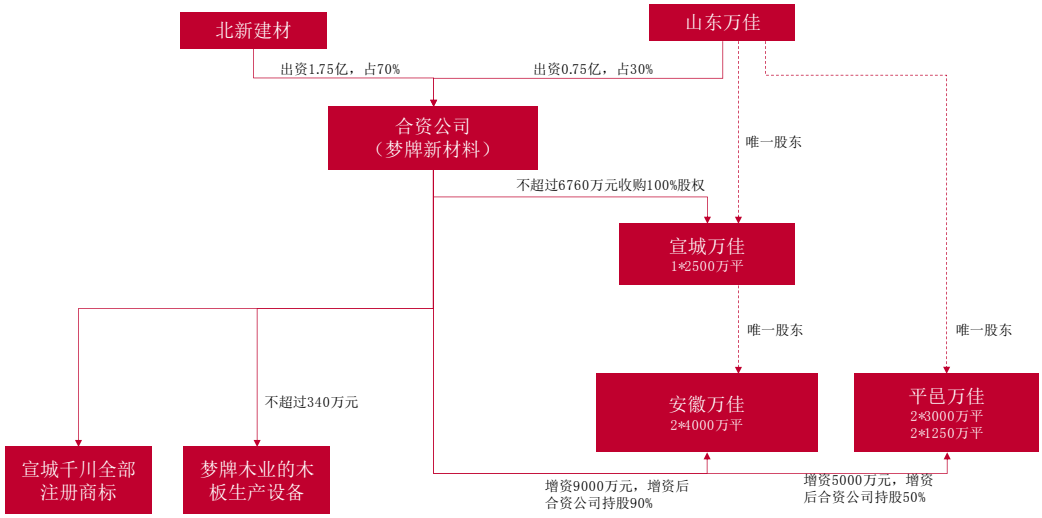
- **投资建议：**
- **从行业空间看，石膏板行业未来稳定增长，是我国建材行业中少数具备长期成长性的行业。**石膏板目前市场空间约 30 亿平米，预计 2020 年提高到 34 亿，2025 年提高到 41 亿平米，CAGR 约 3.5%。目前我国石膏板主要用在吊顶领域，隔墙仅占到 5%；未来随着装配式建筑房屋渗透率提高，石膏板隔墙将逐步替代砖泥隔墙，进一步带动石膏板需求。
- **从公司竞争格局看，通过不断的新建产线和兼并收购，公司的市占率不断提高，定价权进一步增强。**公司过去几年市占率逐步提高，随着环保政策进一步趋严，2017 年达到 58%左右。高市占率下，龙头企业的定价权进一步增强，公司于 2017 年三季度进行提价，盈利出现大幅增厚。
- **成本端持续领先，叠加技术构筑核心竞争力。**石膏板作为一种兼具工装和家装的装饰材料，工装属性更强，因此相比品牌力，产品的成本控制更加重要。公司具备以下核心竞争力：1）公司利用电厂的脱硫石膏作为生产的原材料，获取成本低且稳定；由于具备区位优势的电厂资源有限，公司前瞻性的布局将构筑护城河；2）石膏板生产技术主要掌握在企业手中，北新建材的“高强轻板”和“低密度石膏板”等技术使得板单重平均降低 13%，节约石膏 10%； 3）石膏板产线具备一定规模优势，公司的平均产线规模处于领先地位，从而在能耗水平和人工成本控制上持续优化，较同规模的公司成本更低。
- **随着未来公司的长期布局逐步完成，资本开支逐渐下降，盈利能力持续向好，我们预计未来股息率有较大提升空间。**

- 我们预计公司 2018-2020 年实现归母净利 **28.2、33.68 和 38.47 亿元**，当前股价对应 PE 分别为 **13.5、11.3、9.9 倍**；维持**“买入”**评级。

- **风险提示：**1. 下游行业需求出现大幅下滑：石膏板行业与房地产行业高度相关，若房地产需求出现大幅下滑，则会导致石膏板需求下滑；2. 石膏板价格大幅下跌：若市场需求不好或者行业竞争加剧则会导致价格下跌

■ **事件：** 6 月 15 日，北新建材发布《关于公司出资设立控股子公司并进行投资并购》的公告。北新建材拟与山东万佳建材共同出资设立合资公司，并拟由该合资公司分别对安徽万佳新型建材有限公司、平邑县万佳建材有限公司进行增资，并由合资公司分别收购宣城万佳建材有限公司的 100%股权、临沂梦牌木业有限公司的木板生产设备及宣城千川建材有限公司拥有的全部注册商标。合资公司将因上述投资并购的完成而拥有 1.9 亿平方米的石膏板产能（包括已投产产能和在建产能）。

图表 1：收购示意图

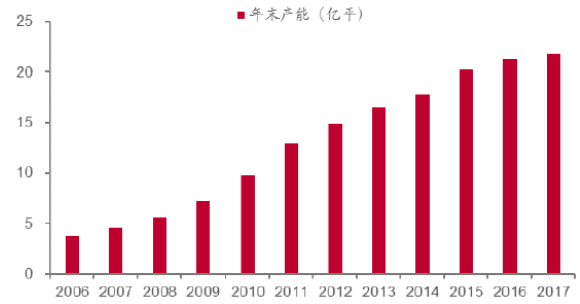


来源：公司公告，中泰证券研究所

点评

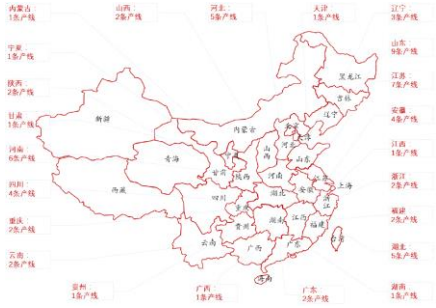
■ **收购整合万佳，公司市占率进一步扩大。**根据收购公告，万佳合计拥有石膏板产能 1.9 亿平，其中已投产产能为 1.5 亿平方米，在建产能为 0.4 亿平方米。具体来看，北新建材和山东万家建立的合资公司使用不超过 6760 万元收购了宣城万佳（拥有 1 条年产 2500 万平产线）100%股权；通过增资 9000 万元，拥有安徽万佳（2 条 4000 万平产线）90%股权；通过增资 5000 万元，拥有平邑万佳（2 条 3000 万平产线，2 条 1250 万平产线）50%股权。2017 年北新建材拥有石膏板产能 21.82 亿平方米，此次并购 1.9 亿平方米的后公司产能达到 23.72 亿平方米，向着公司中长期 30 亿平米的目标又迈进了一步。

图表 2：北新建材产能复合增速为 17%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：2017 年末北新建材产线分布



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：北新建材在建产线

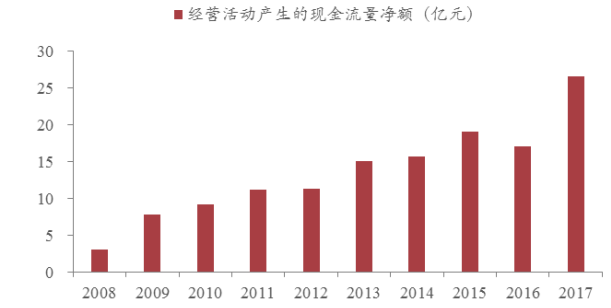
公司	在建生产线	产能（万平）	省份
北新	陕西省富平县综合利用工业副产石膏年产3000万平米纸面石膏板生产线	3,000	陕西
	江西省吉安市综合利用工业副产石膏年产3000万平米纸面石膏板生产线	3,000	江西
	（嘉兴）有限公司年产3,000万平方米纸面石膏板生产线项目及配套年产15,000吨轻钢龙骨生产线项目及年产200万平方米装饰石膏板生产线项目	3,000	浙江
	（天津）有限公司年产3,000万平方米纸面石膏板生产线项目及配套年产5,000吨轻钢龙骨生产线项目	3,000	天津
	（昆明）有限公司年产3,000万平方米纸面石膏板生产线项目及配套年产5,000吨轻钢龙骨生产线项目	3,000	云南
	湖南省长沙市综合利用工业副产石膏年产3000万平米纸面石膏板生产线及配套年产5000吨轻钢龙骨生产线项目	3,000	湖南
泰山	重庆市綦江区综合利用工业副产石膏年产3,500万平米纸面石膏板生产线项目	3,500	重庆
	江西省上饶市弋阳工业园区综合利用工业副产石膏年产3,500万平米纸面石膏板生产线项目	3,500	江西
	河北承德投资建设综合利用工业副产石膏年产5,000万平方米纸面石膏板生产线项目	5,000	河北
	山东菏泽投资建设综合利用工业副产石膏年产3,500万平方米纸面石膏板生产线项目	3,500	山东
	安徽亳州投资建设综合利用工业副产石膏年产5,000万平方米纸面石膏板生产线项目	5,000	安徽
	山西忻州投资建设综合利用工业副产石膏年产3,500万平方米纸面石膏板生产线项目	3,500	山西
合计		42,000	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **我们认为，公司此次的并购能够帮助公司进一步巩固在区域中的竞争地位，高市占率下公司的提价能力将进一步增强。**此次并购整合万佳，北新出资 1.75 亿元，增加了 1.27 亿平米的权益产能，从每平米的收购价格看较为便宜，公司能够通过自身的技术进行技改，改善目前生产线的经营情况，同时进一步提高了公司在山东和安徽的市场份额。

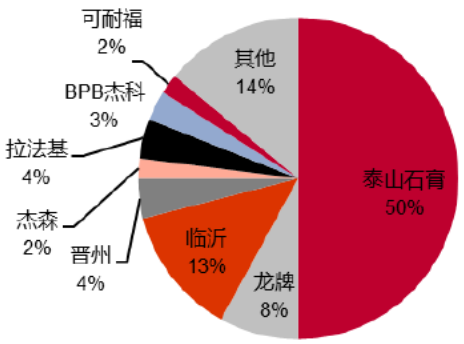
- **“现金牛”支持公司通过新建、并购进一步提高市占率，巩固国内石膏板的龙头地位。**公司 2015-2017 年的经营性净现金流分别为 19.1、17.1、26.5 亿元，2018 年一季报显示公司的资产负债率仅为 20.61%，账面现金充足，拥有进行兼并收购的能力。石膏板产线的投资回收期较短，建设一条 3000 万平米的生产线成本约为 1.5 亿元（北新约为 1 亿元），建设周期约为 1-1.5 年，按照 2017 的数据计算，每平米产生的 EBITDA 计算约为 1.5 元，按照 80%的产能利用率计算，意味着 4-5 年即可回本。**另外，根据我们计算，产线只要达到约 30%的产能利用率就能达到盈亏平衡线，因此，北新建材的扩张战略能够较为激进，通过先建产线占据脱硫石膏和市场区位优势的经营战略，把市场的“蛋糕”全部抢到手，通过低成本和高质量逐步挤压中小石膏板企业，实现扩张路径。**

图表 5：北新建材经营性现金流量净额



来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：2017 年泰山和龙牌的市占率约为 58%



来源：中国石膏板行业协会，中泰证券研究所

- **投资建议：**
- **从行业空间看，石膏板行业未来稳定增长，是我国建材行业中少数具备长期成长性的行业。**石膏板目前市场空间约 30 亿平米，预计 2020 年提高到 34 亿，2025 年提高到 41 亿平米，CAGR 约 3.5%。目前我国石膏板主要用在吊顶领域，隔墙仅占到 5%；未来随着装配式建筑房屋渗透率提高，石膏板隔墙将逐步替代砖泥隔墙，进一步带动石膏板需求。
- **从公司竞争格局看，通过不断的新建产线和兼并收购，公司的市占率不断提高，定价权进一步增强。**公司过去几年市占率逐步提高，随着环保政策进一步趋严，2017 年达到 58%左右。高市占率下，龙头企业的定价权进一步增强，公司于 2017 年三季度进行提价，盈利出现大幅增厚。
- **成本端持续领先，叠加技术构筑核心竞争力。**石膏板作为一种兼具工装和家装的装饰材料，工装属性更强，因此相比品牌力，产品的成本控制更加重要。公司具备以下核心竞争力：1）公司利用电厂的脱硫石膏作为生产的原材料，获取成本低且稳定；由于具备区位优势的电厂资源有限，公司前瞻性的布局将构筑护城河；2）石膏板生产技术主要掌握在企业手中，北新建材的“高强轻板”和“低密度石膏板”等技术使得板单重平均降低 13%，节约石膏 10%； 3）石膏板产线具备一定规模优势，公司的平均产线规模处于领先地位，从而在能耗水平和人工成本控制上持续优化，较同规模的公司成本更低。
- **随着未来公司的长期布局逐步完成，资本开支逐渐下降，盈利能力持续向好，我们预计未来股息率有较大提升空间。**

- 我们预计公司 2018-2020 年实现归母净利 **28.2、33.68 和 38.47 亿元**，当前股价对应 PE 分别为 **13.5、11.3、9.9 倍**；维持**“买入”**评级。

- **风险提示：**1. 下游行业需求出现大幅下滑：石膏板行业与房地产行业高度相关，若房地产需求出现大幅下滑，则会导致石膏板需求下滑；2. 石膏板价格大幅下跌：若市场需求不好或者行业竞争加剧则会导致价格下跌

图表 9：北新建材财务摘要

损益表（人民币亿元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	**81.56**	**111.64**	**124.82**	**138.72**	**154.63**
增长率	*8.0%*	*36.9%*	*11.8%*	*11.1%*	*11.5%*
营业成本	-53.68	-70.08	-78.47	-88.06	-99.12
% 销售收入	*65.8%*	*62.8%*	*62.9%*	*63.5%*	*64.1%*
毛利	27.88	41.56	46.35	50.67	55.51
% 销售收入	*34.2%*	*37.2%*	*37.1%*	*36.5%*	*35.9%*
营业税金及附加	-1.12	-1.55	-1.74	-1.93	-2.15
% 销售收入	*1.4%*	*1.4%*	*1.4%*	*1.4%*	*1.4%*
营业费用	-2.89	-3.44	-3.84	-4.27	-4.76
% 销售收入	*3.5%*	*3.1%*	*3.1%*	*3.1%*	*3.1%*
管理费用	-6.61	-7.74	-8.66	-9.62	-10.73
% 销售收入	*8.1%*	*6.9%*	*6.9%*	*6.9%*	*6.9%*
息税前利润（EBIT）	17.25	28.83	32.11	34.85	37.88
% 销售收入	*21.1%*	*25.8%*	*25.7%*	*25.1%*	*24.5%*
财务费用	-0.85	-0.94	-0.47	-0.32	-0.18
% 销售收入	*1.0%*	*0.8%*	*0.4%*	*0.2%*	*0.1%*
资产减值损失	0.08	0.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.01	-0.06	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.45	0.49	0.49	0.49	0.49
% 税前利润	*2.7%*	*1.7%*	*1.5%*	*1.4%*	*1.3%*
营业利润	16.92	28.58	32.13	35.02	38.18
营业利润率	*20.7%*	*25.6%*	*25.7%*	*25.2%*	*24.7%*
营业外收支	-0.09	-0.52	0.19	-0.20	-0.15
税前利润	**16.83**	**28.06**	**32.32**	**34.82**	**38.03**
利润率	*20.6%*	*25.1%*	*25.9%*	*25.1%*	*24.6%*
所得税	-2.01	-3.34	-4.02	-4.33	-4.73
所得税率	*11.9%*	*11.9%*	*12.4%*	*12.4%*	*12.4%*
净利润	14.65	23.55	28.30	30.49	33.31
少数股东损益	2.94	0.11	0.13	0.14	0.15
归属于母公司的净利润	**11.71**	**23.44**	**28.17**	**30.35**	**33.15**
净利率	*14.4%*	*21.0%*	*22.6%*	*21.9%*	*21.4%*

现金流量表（人民币亿元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	14.65	23.55	28.30	30.49	33.31
加:折旧和摊销	4.06	4.44	4.95	5.63	6.31
资产减值准备	0.08	0.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损失	0.01	0.06	0.00	0.00	0.00
财务费用	0.91	0.98	0.47	0.32	0.18
投资收益	-0.45	-0.49	-0.49	-0.49	-0.49
少数股东损益	2.94	0.11	0.13	0.14	0.15
营运资金的变动	-10.60	-10.32	1.20	-2.65	0.97
经营活动现金净流	**17.08**	**26.54**	**34.44**	**33.31**	**40.27**
固定资本投资	-2.49	-7.44	-8.07	-8.07	-8.07
投资活动现金净流	**-9.50**	**-18.31**	**-9.07**	**-9.08**	**-9.07**
股利分配	-3.22	-3.22	-7.04	-9.11	-9.95
其他	-0.99	-7.20	-0.37	0.48	0.62
筹资活动现金净流	**-4.21**	**-10.42**	**-7.41**	**-8.63**	**-9.33**
现金净流量	**3.37**	**-2.18**	**17.95**	**15.61**	**21.87**

资产负债表（人民币亿元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	7.83	6.14	24.09	39.70	61.57
应收款项	2.83	3.25	2.65	3.75	3.21
存货	12.52	12.60	10.07	15.32	13.21
其他流动资产	24.19	33.32	33.33	34.04	34.14
流动资产	47.38	55.31	70.14	92.80	112.14
% 总资产	*33.0%*	*34.3%*	*38.9%*	*44.8%*	*48.8%*
长期投资	3.80	3.47	3.46	3.45	3.44
固定资产	68.03	73.30	76.77	79.59	81.78
% 总资产	*47.4%*	*45.5%*	*42.5%*	*38.4%*	*35.6%*
无形资产	14.72	16.21	17.30	18.34	19.35
非流动资产	96.11	105.80	110.38	114.29	117.51
% 总资产	*67.0%*	*65.7%*	*61.1%*	*55.2%*	*51.2%*
资产总计	**143.49**	**161.11**	**180.52**	**207.09**	**229.65**
短期借款	14.52	8.00	8.00	8.30	8.60
应付款项	9.98	11.94	9.99	14.37	12.77
其他流动负债	2.60	9.02	9.02	9.02	9.02
流动负债	27.10	28.96	27.01	31.69	30.39
长期贷款	2.17	2.87	3.00	3.50	4.00
其他长期负债	9.59	4.31	4.31	4.31	4.31
负债	**38.86**	**36.15**	**34.32**	**39.50**	**38.70**
普通股股东权益	103.76	124.15	145.26	166.51	189.72
少数股东权益	0.87	0.80	0.93	1.07	1.23
负债股东权益合计	**143.49**	**161.11**	**180.52**	**207.09**	**229.65**

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益(元)	0.65	1.31	1.58	1.70	1.85
每股净资产(元)	5.80	6.94	8.12	9.31	10.61
每股经营现金净流(元)	0.96	1.48	1.93	1.86	2.25
每股股利(元)	0.18	0.18	0.39	0.51	0.56
回报率					
净资产收益率	11.29%	18.88%	19.39%	18.23%	17.47%
总资产收益率	10.21%	14.62%	15.68%	14.72%	14.50%
投入资本收益率	16.40%	23.28%	23.82%	25.10%	25.86%
增长率					
营业总收入增长率	8.01%	36.88%	11.80%	11.14%	11.47%
EBIT增长率	11.82%	64.71%	12.42%	8.39%	8.57%
净利润增长率	30.57%	100.16%	20.19%	7.74%	9.22%
总资产增长率	5.48%	12.27%	12.05%	14.72%	10.89%
资产管理能力					
应收账款周转天数	9.4	6.7	5.6	5.5	5.4
存货周转天数	58.0	40.5	32.7	32.9	33.2
应付账款周转天数	41.0	34.9	31.0	30.9	30.8
固定资产周转天数	294.0	227.9	216.4	202.9	187.8
偿债能力					
净负债/股东权益	15.67%	-5.94%	-15.66%	-26.24%	-9.62%
EBIT利息保障倍数	20.7	30.8	68.8	110.6	212.7
资产负债率	27.08%	22.44%	19.01%	19.08%	16.85%

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。