

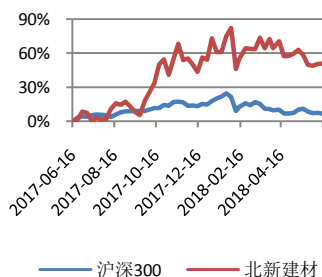
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	21.65
52周最高(元)	26.70
52周最低(元)	13.41
总市值(百万元)	38700
流通市值(百万元)	30600
总股本(百万股)	1789
流通股本(百万股)	1414
每股净资产(元)	7.22
资产负债率(%)	20.61

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏  
SAC 执业证书编号：S1340511010001  
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩  
Email: yanghao@cnpsec.com  
电话：010-67017788-9506

石膏板行业龙头，强者恒强预期确定

——北新建材（000786）

事件：

6月15日公司发布董事会决议公告：1) 同意与山东万佳建材共同出资设立合资公司，北新建材出资1.75亿元，持有合资公司70%股权；2) 合资公司满足一定条件后，将由合资公司分别对安徽万佳新型建材和平邑县万佳建材进行增资，并由合资公司分别收购宣城万佳建材100%股权、临沂梦牌木业木板生产设备及宣城千川建材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）。

核心观点

● **深耕石膏板行业近四十载，成长为行业绝对龙头。**北新建材渊源可追溯至1979年成立的“北京新型建筑材料实验厂”，该厂后期经历改制更名，于1997年发起设立现在的北新建材。公司于1997年深交所上市，以新型建材的研发、制造、经营为主营业务，主要产品为纸面石膏板和轻钢龙骨，其中石膏板产品国内市占率达到58%，为行业绝对龙头。公司2017年收入111.6亿元，同比增长36.9%；受益于公司2016年10月收购泰山石膏35%股份及产品提价的积极影响，实现归属母公司股东净利润约23.4亿元，实现爆发式同比增长100.2%。成长性方面，公司2013-2017营业收入、归属母公司股东净利润复合增速分别为10.5%、26.8%，期间受下游基建增速下滑影响，2015年短暂出现盈利负增长，但整体来看仍展现了较出色的业绩韧性和成长性。盈利能力方面，公司2013-2017年摊薄ROE均值为15.66%，期间始终保持10%以上，盈利能力较稳定。

● **行业短期需求仍稳健，中期家装、隔墙渗透率提升空间较大。**从历史数据来看，我国房屋竣工面积与石膏板行业需求正相关性较高，是较有效的先行指标，而2017年2月之后，我国房屋竣工面积累计同比数据持续下行，但我们认为不必过分担忧，维持中短期下游需求整体仍稳健的判断，原因包括：1) 结合房屋新开工面积数据来看，新开工面积区间月度同比值仍维持在8.21%的相对高位，为2019-2020下游需求提供有力支持；2) 2017年以来的竣工面积下行受2016年同期高基数影响较大，若以绝对值来看仍高于15、16年；3) 从房屋翻修周期来看，一般建筑物于5-8年进行一次重新翻修，翻新需求可对应2010-2013竣工面积数据，该区间月度累计同比增速均值为14.51%，较2009-2012年区间均值18.49%有所回落，但仍维持高位。展望中长期，石膏板产品在家装与隔墙应用上空间较大：1) 目前石膏板下游公装/家装需求比例为7:3，同

时考虑到在实际房屋竣工面积结构上家装面积/公装面积比例约为 7:3, 若石膏板在家装应用渗透率达到公装领域渗透率水平, 整体行业需求仍有翻倍空间; 2) 目前我国石膏板销量约有 70%集中于吊顶领域, 在墙体建设及墙体装饰领域仍未被广泛采用, 而参照美国、日本等国石膏板有 80%应用于墙体建设的情况, 我国相较之下隔墙应用渗透率还较低, 长期提升空间很大。

● **公司龙头优势显著, 产能扩张助力市占率提升。**公司作为行业龙头, 在产品市占率、产能布局、成本管控等多方面具备领先优势: 1) 石膏板行业寡头垄断格局明显, 公司市占率一骑绝尘。目前公司主要旗下品牌为龙牌和泰山牌, 龙牌定位高端, 泰山牌则覆盖中低端市场, 2017 年合计市占率超过 58%, 其中泰山牌 50%, 龙牌 8%, 将处于第二梯队的临沂 13%、晋州 4%以及杰森 2%、拉法基 4%、BPB 杰科 3%、可耐福 2%等远远甩开; 2) 产能全国布局, 营销网络完备。由于石膏板生产需要熟石膏(主要来源于开采天然石膏以及脱硫火电厂副产品脱硫石膏)以及煤炭资源, 资源属性使得企业产能布局具有一定的排他性, 同时石膏板产品因单价低、经济运输半径受限于 300-500 公里的范围, 石膏板行业具有区域垄断特征。公司目前在全国超过 24 个省区拥有超过 60 条石膏板生产线, 资源、市场卡位优势明显。3) 公司单位能耗低, 成本管控能力较强。考虑到纸面石膏板单位价值较低、品牌溢价弱的属性, 成本控制是企业竞争的关键, 公司通过自有护面纸产线、技术创新推进节能提效等方式在成本控制端拥有相对优势。产能扩张方面, 目前公司制定了 21 条石膏板生产线扩产计划, 建成投产后公司产能将由 21.82 亿平方米提升至 30 亿平方米左右, 将助力公司全国产能占比自 50%提升至约 68%, 另结合当下公司与山东万佳建材共同出资设立合资公司的情况来看, 产能扩张在时间推进上或超预期。

● **落后产能出清、产品提价预期共存。**1) 伴随供给侧改革深入, 低端产能仍有出清预期。据石膏板协会数据显示, 目前待淘汰落后产能约 5.54 亿平方米, 占到现全国产能约 13%, 伴随着环保督查、供给侧去产能的深入, 该部分落后产能将逐步退出, 助推行业集中度提升; 2) 上游废纸价格走高预期较强, 有望推升石膏板提价。公司石膏板成本构成中护面纸成本占到了总成本约 50%, 而护面纸直接决定石膏板强度与装饰性能, 具有需求刚性。2017 末环保部废纸禁令执行, 叠加三季度为纸企废纸需求旺季, 废纸价格走高预期较强。公司石膏板产品采用“成本加成”定价模式, 废纸价格上涨有望通过“废纸-护面纸-石膏板”价格传导机制间接推升石膏板产品提价需求。

● **盈利预测与评级:** 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.90 元、2.04 元和 2.42 元, 对应的动态市盈率分别为 11.4 倍、10.6 倍和 8.9 倍, 给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示:** 美国石膏板诉讼案件赔偿影响; 原材料涨价, 公司成本传导不达预期。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,164	13,947	15,483	18,652

---

增长率 (%)	36.9%	24.9%	11.0%	20.5%
净利润 (百万元)	2,344	3,208	3,440	4,094
增长率 (%)	100.2%	36.9%	7.2%	19.0%
EPS (元)	1.31	1.90	2.04	2.42

---

## 财务预测表

**资产负债表**

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	614	667	752	926
交易性金融资产	1,183	1,268	1,268	1,268
应收及预付	522	652	724	872
其他应收账款	115	168	168	168
存货	1,260	1,574	1,747	2,104
其他流动资产	1,837	1,443	1,443	1,443
流动资产合计	5,531	5,771	6,101	6,781
长期投资	122	118	118	118
固定资产	7,330	9,157	10,166	14,825
无形资产	1,621	2,026	2,249	2,709
其他非流动资产	1,506	2,219	4,843	2,598
非流动资产合计	10,580	13,520	17,375	20,250
<b>资产总计</b>	<b>16,111</b>	<b>19,291</b>	<b>23,477</b>	<b>27,031</b>
短期借款	800	1,000	1,110	1,337
应付及预收	1,027	1,283	1,425	1,716
其他流动负债	1,069	546	546	546
流动负债	2,896	2,829	3,080	3,599
长期借款	287	835	1,697	1,026
应付债券	-	-	-	-
其他非流动负债	431	434	434	434
非流动负债	719	1,269	2,131	1,460
<b>负债合计</b>	<b>3,615</b>	<b>4,099</b>	<b>5,211</b>	<b>5,059</b>
股本	1,789	1,689	1,689	1,689
资本公积	3,042	3,042	3,042	3,042
留存收益	7,585	10,376	13,445	17,146
母公司所有者权益	12,415	15,107	18,176	21,877
少数股东权益	80	85	90	94
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,111</b>	<b>19,291</b>	<b>23,477</b>	<b>27,031</b>

**现金流量表摘要**

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营现金流净额	2,654	3,671	4,101	4,898
投资现金流净额	-1,831	-3,673	-4,488	-3,781
筹资现金流净额	-1,042	148	472	-943

**利润表**

会计年度 (百万)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11,164	13,947	15,483	18,652
营业总成本:	8,402	10,363	11,627	14,046
营业成本	7,008	8,503	9,526	11,563
营业税金及附加	155	218	242	292
销售费用	344	449	498	600
管理费用	774	1,110	1,232	1,484
财务费用	94	83	129	107
资产减值损失	26	-	-	-
<b>其他经营收益:</b>	<b>43</b>	<b>120</b>	<b>115</b>	<b>115</b>
公允变动收益	-6	-2	-	-
投资净收益	49	62	50	45
汇兑净收益	-	-	-	-
其他收益	59	59	65	70
<b>营业利润</b>	<b>2,741</b>	<b>3,704</b>	<b>3,971</b>	<b>4,722</b>
加: 营业外收入	79	58	59	60
减: 营业外支出	131	83	85	87
利润总额	2,689	3,680	3,946	4,695
减: 所得税	334	460	493	587
<b>净利润</b>	<b>2,355</b>	<b>3,220</b>	<b>3,453</b>	<b>4,108</b>
减: 少数股东损益	11	12	13	14
<b>归属公司净利</b>	<b>2,344</b>	<b>3,208</b>	<b>3,440</b>	<b>4,094</b>

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	37.2%	39.0%	38.5%	38.0%
净利率	21.1%	23.1%	22.3%	22.0%
净资产收益率	18.9%	21.2%	18.9%	18.7%
市盈率 (倍)	20.6	11.4	10.6	8.9
市净率 (倍)	3.24	2.42	2.01	1.67
EPS	1.31	1.90	2.04	2.42
每股净资产 (元/股)	6.94	8.94	10.76	12.95
经营现金流 (元/股)	1.48	2.17	2.43	2.90

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 业务简介

---

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行业或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。