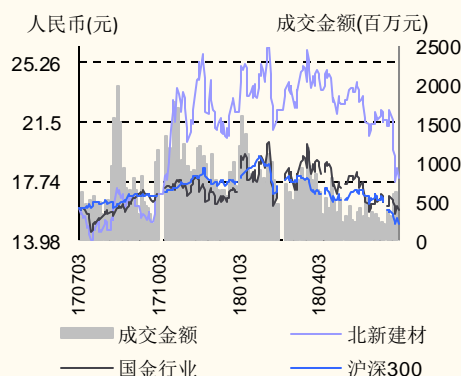


## 北新建材 (000786.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 17.90 元  
 目标价格 (人民币): 25.00-26.00 元  
 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 1,413.98  
 总市值 (百万元) 30,242.19  
 年内股价最高最低 (元) 26.31/13.98  
 沪深 300 指数 3407.96  
 深证成指 9379.47



## 相关报告

- 1.《收购加速产能扩张, 龙头地位再度提升-《2018-06-19 公...》, 2018.6.19
- 2.《龙头稳固扩张成本优势, 行业景气助力业绩高增-《2018-06...》, 2018.6.5
- 3.《Q3 业绩超预期, 全年业绩高增长可期-北新建材公司点评》, 2017.10.15
- 4.《石膏板龙头, 环保+装配式建筑助力再起航-北新建材公司深度研究》, 2017.9.4

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001  
 (8621)60230241  
 huangjunwei@gjzq.com.cn

## 提价作用释放业绩高增亮眼, 量增逻辑清晰地产影响有限

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.655	1.380	2.078	2.357	2.781
每股净资产 (元)	5.80	6.94	8.87	11.06	13.65
每股经营性现金流 (元)	0.95	1.48	2.06	2.35	2.65
市盈率 (倍)	15.72	16.31	8.61	7.59	6.44
净利润增长率 (%)	30.57%	110.76%	42.27%	13.43%	17.98%
净资产收益率 (%)	11.29%	19.88%	22.13%	20.13%	19.24%
总股本 (百万股)	1,788.58	1,788.58	1,689.51	1,689.51	1,689.51

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件简评

- 7月2日, 公司发布业绩预增公告, 预计2018年H1归母净利达10.9-13.6亿元, 同增60%-100%, 超出2018年wind一致预期(39%)。

## 经营分析

- 上半年业绩高增主要系2017年Q3提价作用, 预计全年增速有所回落。1) 公司预计2018年H1归母净利达10.9-13.6亿元, 同增60%-100%, 超出2018年wind一致预期(39%)。我们认为公司上半年业绩提升主要受益于2017年Q3提价(公司于2017年Q3提价, 石膏板全年均价同增23%, 我们估算提价幅度高于68%), 基本符合我们的预期, 在下半年不提价的情况下, 预计下半年业绩增速将有所回落。2) 分季度来看, 公司Q1/Q2归母净利分别为227%/13%-64%, 增速有所回落。
- 地产增速对行业影响有限, 行业长期逻辑清晰, “30亿平”产能目标稳步进行中。1) 受到国开行分支行暂停棚改项目审批, 且审批权限上收总行等消息影响, 6月25日以来, 公司股价下跌19%, 我们认为地产增速对需求的影响有限(石膏板行业家装用量占比仅30%), 需求端渗透率和供给端市占率提升的逻辑才是公司未来销量增长的主要逻辑, 三大政策推动(绿色建材推广、墙体材料改革、装配式建筑发展)+家装渗透率提升(国内家装用量占比仅30%, 美国占比达80%), 行业需求端持续扩容; 公司作为行业绝对龙头, 营销布局充足, 伴随行业出清, 集中度稳步提升。2) 公司2017年制定了30亿平的产能目标; 根据2017年年报, 公司在建产能2.5亿平; 2018年4月公司公告建设4条生产线, 产能共计1.7亿平; 6月成立合资公司收购持有7条生产线, 产能共计1.9亿平产品; 建设收购的生产线与公司计划基本吻合, 收购产能落地更快, “30亿平”产能目标落地“速度”略超预期。
- 1亿股回购注销完成, 增厚EPS。6月21日, 公司公告1亿股回购注销完成, 公司总股本由17.9亿股减少至16.9亿股, 显著增厚公司EPS。

## 投资建议

- 我们预计公司2018/2019年EPS分别为2.08/2.36元, 给予公司目标价25.48元(12×2018EPS)。

风险提示: 宏观经济不及预期, 房地产宏观政策调控, 原材料价格波动风险。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,551</b>	<b>8,156</b>	<b>11,164</b>	<b>15,510</b>	<b>17,428</b>	<b>20,396</b>
增长率		8.0%	36.9%	38.9%	12.4%	17.0%
<b>主营业务成本</b>	<b>-5,191</b>	<b>-5,368</b>	<b>-7,008</b>	<b>-9,694</b>	<b>-10,892</b>	<b>-12,748</b>
%销售收入	68.7%	65.8%	62.8%	62.5%	62.5%	62.5%
<b>毛利</b>	<b>2,360</b>	<b>2,788</b>	<b>4,156</b>	<b>5,816</b>	<b>6,535</b>	<b>7,649</b>
%销售收入	31.3%	34.2%	37.2%	37.5%	37.5%	37.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-40</b>	<b>-112</b>	<b>-155</b>	<b>-217</b>	<b>-247</b>	<b>-296</b>
%销售收入	0.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%
<b>营业费用</b>	<b>-282</b>	<b>-289</b>	<b>-344</b>	<b>-481</b>	<b>-532</b>	<b>-612</b>
%销售收入	3.7%	3.5%	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%
<b>管理费用</b>	<b>-553</b>	<b>-661</b>	<b>-774</b>	<b>-1,055</b>	<b>-1,150</b>	<b>-1,305</b>
%销售收入	7.3%	8.1%	6.9%	6.8%	6.6%	6.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,485</b>	<b>1,725</b>	<b>2,883</b>	<b>4,064</b>	<b>4,606</b>	<b>5,436</b>
%销售收入	19.7%	21.1%	25.8%	26.2%	26.4%	26.7%
<b>财务费用</b>	<b>-131</b>	<b>-85</b>	<b>-94</b>	<b>-107</b>	<b>-119</b>	<b>-157</b>
%销售收入	1.7%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%
<b>资产减值损失</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-26</b>	<b>-13</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>93</b>	<b>45</b>	<b>49</b>	<b>45</b>	<b>43</b>	<b>40</b>
%税前利润	6.6%	2.7%	1.7%	1.1%	1.0%	0.8%
<b>营业利润</b>	<b>1,444</b>	<b>1,675</b>	<b>2,865</b>	<b>3,990</b>	<b>4,528</b>	<b>5,319</b>
营业利润率	19.1%	20.5%	25.7%	25.7%	26.0%	26.1%
<b>营业外收支</b>	<b>-37</b>	<b>-9</b>	<b>-52</b>	<b>-6</b>	<b>-20</b>	<b>-17</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,407</b>	<b>1,666</b>	<b>2,813</b>	<b>3,984</b>	<b>4,508</b>	<b>5,302</b>
利润率	18.6%	20.4%	25.2%	25.7%	25.9%	26.0%
<b>所得税</b>	<b>-191</b>	<b>-201</b>	<b>-334</b>	<b>-458</b>	<b>-509</b>	<b>-583</b>
所得税率	13.6%	12.1%	11.9%	11.5%	11.3%	11.0%
<b>净利润</b>	<b>1,216</b>	<b>1,465</b>	<b>2,479</b>	<b>3,525</b>	<b>3,999</b>	<b>4,719</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>319</b>	<b>294</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>20</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>897</b>	<b>1,171</b>	<b>2,468</b>	<b>3,511</b>	<b>3,983</b>	<b>4,699</b>
净利率	11.9%	14.4%	22.1%	22.6%	22.9%	23.0%

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>548</b>	<b>783</b>	<b>614</b>	<b>1,864</b>	<b>3,626</b>	<b>5,980</b>
<b>应收款项</b>	<b>332</b>	<b>283</b>	<b>325</b>	<b>449</b>	<b>493</b>	<b>576</b>
<b>存货</b>	<b>1,377</b>	<b>1,252</b>	<b>1,260</b>	<b>1,726</b>	<b>2,089</b>	<b>2,619</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>2,023</b>	<b>2,419</b>	<b>3,332</b>	<b>4,993</b>	<b>6,201</b>	<b>7,468</b>
<b>流动资产</b>	<b>4,280</b>	<b>4,738</b>	<b>5,531</b>	<b>9,033</b>	<b>12,409</b>	<b>16,643</b>
%总资产	31.5%	33.0%	34.3%	45.2%	51.8%	58.1%
<b>长期投资</b>	<b>365</b>	<b>380</b>	<b>347</b>	<b>347</b>	<b>347</b>	<b>347</b>
<b>固定资产</b>	<b>7,446</b>	<b>7,695</b>	<b>8,439</b>	<b>8,807</b>	<b>9,381</b>	<b>9,812</b>
%总资产	54.7%	53.6%	52.4%	44.1%	39.2%	34.2%
<b>无形资产</b>	<b>1,497</b>	<b>1,513</b>	<b>1,655</b>	<b>1,662</b>	<b>1,684</b>	<b>1,712</b>
<b>非流动资产</b>	<b>9,325</b>	<b>9,611</b>	<b>10,580</b>	<b>10,955</b>	<b>11,552</b>	<b>12,010</b>
%总资产	68.5%	67.0%	65.7%	54.8%	48.2%	41.9%
<b>资产总计</b>	<b>13,604</b>	<b>14,349</b>	<b>16,111</b>	<b>19,988</b>	<b>23,960</b>	<b>28,653</b>
<b>短期借款</b>	<b>1,708</b>	<b>1,536</b>	<b>1,380</b>	<b>1,242</b>	<b>1,118</b>	<b>1,006</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,338</b>	<b>998</b>	<b>1,194</b>	<b>1,560</b>	<b>1,603</b>	<b>1,699</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>205</b>	<b>176</b>	<b>322</b>	<b>534</b>	<b>606</b>	<b>683</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,251</b>	<b>2,710</b>	<b>2,896</b>	<b>3,336</b>	<b>3,327</b>	<b>3,388</b>
<b>长期贷款</b>	<b>103</b>	<b>217</b>	<b>287</b>	<b>287</b>	<b>357</b>	<b>357</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>989</b>	<b>959</b>	<b>431</b>	<b>406</b>	<b>381</b>	<b>356</b>
<b>负债</b>	<b>4,343</b>	<b>3,886</b>	<b>3,615</b>	<b>4,030</b>	<b>4,065</b>	<b>4,102</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>7,801</b>	<b>10,376</b>	<b>12,415</b>	<b>15,864</b>	<b>19,785</b>	<b>24,421</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>1,460</b>	<b>87</b>	<b>80</b>	<b>94</b>	<b>110</b>	<b>130</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>13,604</b>	<b>14,349</b>	<b>16,111</b>	<b>19,988</b>	<b>23,960</b>	<b>28,653</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.634	0.655	1.380	2.078	2.357	2.781
每股净资产	5.517	5.801	6.942	8.870	11.062	13.654
每股经营现金净流	1.349	0.954	1.483	2.061	2.348	2.647
每股股利	0.020	0.149	0.149	0.035	0.035	0.035
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11.50%	11.29%	19.88%	22.13%	20.13%	19.24%
总资产收益率	6.59%	8.16%	15.32%	17.57%	16.62%	16.40%
投入资本收益率	11.08%	11.92%	17.93%	20.56%	19.14%	18.70%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-8.97%	8.01%	36.88%	38.93%	12.36%	17.04%
EBIT增长率	-10.07%	16.15%	67.13%	40.95%	13.35%	18.01%
净利润增长率	-18.87%	30.57%	110.76%	42.27%	13.43%	17.98%
总资产增长率	1.73%	5.48%	12.27%	24.07%	19.87%	19.59%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	10.2	6.7	3.4	1.7	1.5	1.3
存货周转天数	105.7	89.4	65.4	65.0	70.0	75.0
应付账款周转天数	47.4	41.6	35.4	30.0	25.0	20.0
固定资产周转天数	315.0	304.4	239.6	176.8	165.1	145.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	4.88%	4.59%	-1.04%	-16.40%	-27.94%	-37.27%
EBIT利息保障倍数	11.4	20.2	30.6	38.2	38.6	34.7
资产负债率	31.92%	27.08%	22.44%	20.16%	16.97%	14.32%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>1,216</b>	<b>1,465</b>	<b>2,355</b>	<b>3,525</b>	<b>3,999</b>	<b>4,719</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>319</b>	<b>294</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>20</b>
<b>非现金支出</b>	<b>377</b>	<b>413</b>	<b>467</b>	<b>651</b>	<b>448</b>	<b>389</b>
<b>非经营收益</b>	<b>54</b>	<b>52</b>	<b>168</b>	<b>93</b>	<b>153</b>	<b>233</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>261</b>	<b>-224</b>	<b>-338</b>	<b>-583</b>	<b>-400</b>	<b>-607</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,908</b>	<b>1,706</b>	<b>2,652</b>	<b>3,686</b>	<b>4,199</b>	<b>4,734</b>
<b>资本开支</b>	<b>-836</b>	<b>-612</b>	<b>-886</b>	<b>-1,024</b>	<b>-1,062</b>	<b>-865</b>
<b>投资</b>	<b>-537</b>	<b>-364</b>	<b>-996</b>	<b>-1,100</b>	<b>-1,100</b>	<b>-1,100</b>
<b>其他</b>	<b>-23</b>	<b>26</b>	<b>52</b>	<b>45</b>	<b>43</b>	<b>40</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,396</b>	<b>-950</b>	<b>-1,831</b>	<b>-2,079</b>	<b>-2,119</b>	<b>-1,925</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-585</b>	<b>-157</b>	<b>-586</b>	<b>-163</b>	<b>-79</b>	<b>-137</b>
<b>其他</b>	<b>-668</b>	<b>-267</b>	<b>-457</b>	<b>-195</b>	<b>-239</b>	<b>-319</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,253</b>	<b>-421</b>	<b>-1,043</b>	<b>-358</b>	<b>-318</b>	<b>-456</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-742</b>	<b>335</b>	<b>-222</b>	<b>1,250</b>	<b>1,762</b>	<b>2,354</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	4
增持	0	0	0	0	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.71

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-09-04	买入	17.10	18.80~19.70
2	2017-10-15	买入	19.45	25.00~26.00
3	2018-06-05	买入	21.75	25.00~26.00
4	2018-06-19	买入	21.65	25.00~26.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH