

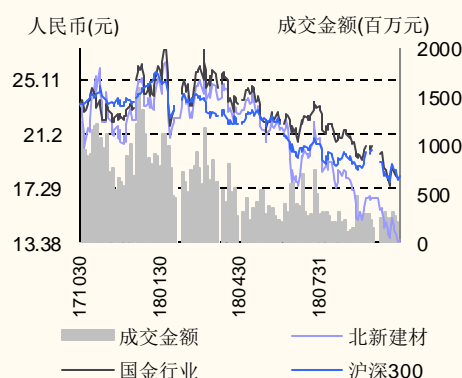
北新建材 (000786.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.53 元
 目标价格 (人民币): 18.00-18.00 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)	22,859.04
年内股价最高最低 (元)	26.31/13.38
沪深 300 指数	3110.26
深证成指	7375.23



相关报告

1. 《业绩高增亮眼，棚改实物化安置提升或提供边际增量-《2018-...》》，2018.8.20
2. 《提价作用释放业绩高增亮眼，量增逻辑清晰地影响有限-《201...》》，2018.7.3
3. 《收购加速产能扩张，龙头地位再度提升-《2018-06-19 公...》》，2018.6.19
4. 《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

刘妍雪 联系人
liuyanxue@gjzq.com.cn

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

下游需求趋弱，Q3 业绩、现金流双降

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	1.311	1.772	1.837	1.920
每股净资产 (元)	5.80	6.94	8.26	9.63	11.08
每股经营性现金流 (元)	0.96	1.48	1.43	1.28	1.52
市盈率 (倍)	15.72	17.17	8.51	8.21	7.86
净利润增长率 (%)	30.57%	100.16%	27.74%	3.65%	4.54%
净资产收益率 (%)	11.29%	18.88%	20.28%	18.02%	16.36%
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

业绩简评

- 2018 前三季度公司营收/归母净利/归母扣非分别为 95.12/20.43/19.9 亿元，同增 17%/31%/27%。

经营分析

- 受下游需求影响，公司 Q3 业绩、经营现金流净额下滑。1) 2018 前三季度公司营收/业绩分别为 95.12/20.43 亿元，同增 17%/31%，其中 Q3 营收/业绩分别为 35.24/7.44 亿元，同比-0.6%/-15.6%，营收业绩增长低于预期主要系下游需求较弱，1-9 月房屋竣工面积同比-11.4%，公司销量同比-4%。2) 公司前三季度毛利率/净利率 36%/22%较去年同期增加 2/2pct，系产品单价提升。其中 Q3 毛利率/净利率为 36%/21%较去年同期降低 2/4pct，毛利率下滑主要系废纸价格上涨所致，净利率下滑主要系研发支出增加、allen 案和解支付和解费所致。3) 公司前三季度经营活动现金流净额达 18.5 亿元，回款良好，但 Q3 经营活动现金流净额同减 44%至 8 亿元，考虑 Q4 是传统回款季，收现比较高，在行业景气度下行的情况下预计全年现金流净额增速或有小幅回落。4) 在建工程同增 145%主要系公司产能扩建。
- 国废价格暴跌提升 Q4 毛利率，长期来看毛利率承压。9 月初以来国废价格跳水，上周国废重要品种黄板纸 A 类平均价格为 2268 元/吨环比再降 7.2%。尽管 8 月 23 日起美废加征 25%关税，部分规模纸厂短期抢发货心态强化美废需求导致美废进口量不减，而中美贸易战下纸包装需求将延续下滑趋势，国废价格持续走弱，预计 Q4 国废价格将持续震荡下跌，但长期看受美废加征关税影响国废价格上行概率较大 (2016 年我国进口废纸占比达 45%)，考虑废纸约占石膏板综合成本的 30%，伴随原材料价格下降公司 Q4 毛利率有望大幅提高，2019 年毛利率承压。

投资建议

- 考虑公司业绩不及预期，我们下调公司盈利预测，预计公司 2018/2019 年 EPS 为 1.77/1.84 元。考虑市场风险偏好下降，我们下调公司目标价至 18 元 (10*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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	7,551	8,156	11,164	12,848	13,761	14,806	货币资金	548	783	614	1,127	1,117	1,580
增长率		8.0%	36.9%	15.1%	7.1%	7.6%	应收账款	332	283	325	403	426	453
主营业务成本	-5,191	-5,368	-7,008	-8,007	-8,707	-9,516	存货	1,377	1,252	1,260	1,316	1,479	1,695
%销售收入	68.7%	65.8%	62.8%	62.3%	63.3%	64.3%	其他流动资产	2,023	2,419	3,332	4,204	5,532	6,564
毛利	2,360	2,788	4,156	4,842	5,054	5,290	流动资产	4,280	4,738	5,531	7,050	8,554	10,292
%销售收入	31.3%	34.2%	37.2%	37.7%	36.7%	35.7%	%总资产	31.5%	33.0%	34.3%	38.7%	42.3%	45.8%
营业税金及附加	-40	-112	-155	-193	-206	-222	长期投资	365	380	347	347	347	347
%销售收入	0.5%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	7,446	7,695	8,439	8,984	9,480	9,920
营业费用	-282	-289	-344	-347	-372	-400	%总资产	54.7%	53.6%	52.4%	49.4%	46.8%	44.2%
%销售收入	3.7%	3.5%	3.1%	2.7%	2.7%	2.7%	无形资产	1,497	1,513	1,655	1,693	1,732	1,770
管理费用	-553	-661	-774	-899	-963	-1,036	非流动资产	9,325	9,611	10,580	11,149	11,684	12,162
%销售收入	7.3%	8.1%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%	%总资产	68.5%	67.0%	65.7%	61.3%	57.7%	54.2%
息税前利润 (EBIT)	1,485	1,725	2,883	3,403	3,513	3,632	资产总计	13,604	14,349	16,111	18,199	20,238	22,454
%销售收入	19.7%	21.1%	25.8%	26.5%	25.5%	24.5%	短期借款	1,708	1,536	1,380	1,088	536	0
财务费用	-131	-85	-94	-64	-50	-10	应付款项	1,338	998	1,194	1,241	1,347	1,470
%销售收入	1.7%	1.0%	0.8%	0.5%	0.4%	0.1%	其他流动负债	205	176	322	324	340	359
资产减值损失	-6	-8	-26	-7	-7	-6	流动负债	3,251	2,710	2,896	2,654	2,223	1,829
公允价值变动收益	2	-1	-6	0	0	0	长期贷款	103	217	287	287	287	287
投资收益	93	45	49	50	50	50	其他长期负债	989	959	431	402	402	402
%税前利润	6.6%	2.7%	1.8%	1.5%	1.4%	1.3%	负债	4,343	3,886	3,615	3,344	2,912	2,518
营业利润	1,444	1,675	2,741	3,442	3,566	3,726	普通股股东权益	7,801	10,376	12,415	14,766	17,225	19,826
营业利润率	19.1%	20.5%	24.6%	26.8%	25.9%	25.2%	少数股东权益	1,460	87	80	90	100	110
营业外收支	-37	-9	-52	-20	-20	-20	负债股东权益合计	13,604	14,349	16,111	18,199	20,238	22,454
税前利润	1,407	1,666	2,689	3,422	3,546	3,706	比率分析						
利润率	18.6%	20.4%	24.1%	26.6%	25.8%	25.0%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-191	-201	-334	-417	-433	-452	每股指标						
所得税率	13.6%	12.1%	12.4%	12.2%	12.2%	12.2%	每股收益	0.634	0.655	1.311	1.772	1.837	1.920
净利润	1,216	1,465	2,355	3,004	3,113	3,254	每股净资产	5.517	5.801	6.942	8.256	9.631	11.085
少数股东损益	319	294	11	10	10	10	每股经营现金净流	1.350	0.955	1.484	1.432	1.280	1.515
归属于母公司的净利润	897	1,171	2,344	2,994	3,103	3,244	每股股利	0.175	0.180	0.355	0.360	0.360	0.360
净利率	11.9%	14.4%	21.0%	23.3%	22.6%	21.9%	回报率						
							净资产收益率	11.50%	11.29%	18.88%	20.28%	18.02%	16.36%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.59%	8.16%	14.55%	16.45%	15.33%	14.45%
净利润	1,216	1,465	2,355	3,004	3,113	3,254	投入资本收益率	11.08%	11.92%	17.82%	18.40%	16.99%	15.77%
少数股东损益	319	294	11	10	10	10	增长率						
非现金支出	378	415	470	474	531	588	主营业务收入增长率	-8.97%	8.01%	36.88%	15.08%	7.10%	7.59%
非经营收益	54	52	168	46	43	8	EBIT增长率	-10.07%	16.15%	67.13%	18.02%	3.24%	3.40%
营运资金变动	261	-224	-338	-964	-1,398	-1,140	净利润增长率	-18.87%	30.57%	100.16%	27.74%	3.65%	4.54%
经营活动现金净流	1,909	1,708	2,654	2,561	2,290	2,710	总资产增长率	1.73%	5.48%	12.27%	12.97%	11.20%	10.95%
资本开支	-836	-612	-886	-1,057	-1,080	-1,080	资产管理能力						
投资	-537	-364	-996	0	0	0	应收账款周转天数	10.2	6.7	3.4	4.0	4.0	4.0
其他	-23	26	52	50	50	50	存货周转天数	105.7	89.4	65.4	60.0	62.0	65.0
投资活动现金净流	-1,396	-950	-1,831	-1,007	-1,030	-1,030	应付账款周转天数	47.4	41.6	35.4	35.0	35.0	35.0
股权募资	0	3	0	0	0	0	固定资产周转天数	315.0	304.4	239.6	224.0	222.3	217.4
债权募资	-585	-157	-586	-315	-553	-536	偿债能力						
其他	-668	-267	-457	-726	-717	-681	净负债/股东权益	4.88%	4.59%	-1.04%	-6.29%	-8.53%	-12.42%
筹资活动现金净流	-1,253	-421	-1,043	-1,041	-1,270	-1,217	EBIT利息保障倍数	11.4	20.2	30.6	53.2	70.2	378.3
现金净流量	-741	337	-219	513	-10	463	资产负债率	31.92%	27.08%	22.44%	18.37%	14.39%	11.21%

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	7	8	10	23	46
增持	3	4	6	8	14
中性	0	0	2	3	6
减持	0	0	0	0	0
评分	1.30	1.33	1.56	1.41	1.39

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。

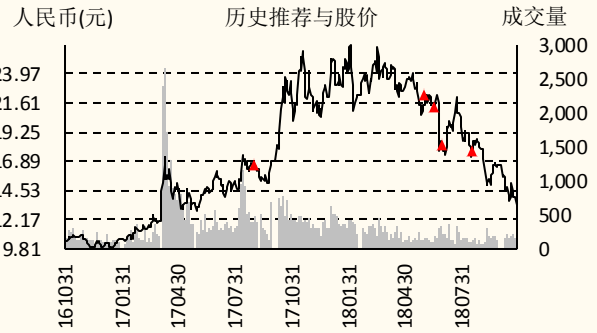
最终评分与平均投资建议对照：

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
5	2018-07-03	买入	17.90	25.00~26.00
6	2018-08-20	买入	17.30	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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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