

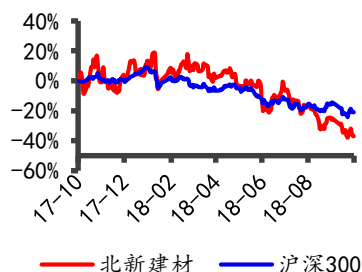
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

| | |
|----------|-------|
| 收盘价(元) | 13.97 |
| 52周最高(元) | 26.70 |
| 52周最低(元) | 13.32 |
| 总市值(亿元) | 236 |
| 流通市值(亿元) | 198 |
| 总股本(亿股) | 16.90 |
| 流通股本(亿股) | 14.14 |
| 每股净资产(元) | 8.20 |
| 资产负债率(%) | 19.92 |

股价走势图



研发部

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

研究助理：杨浩
 SAC 执业证书编号：S1340118010016
 Email: yanghao@cnpsec.com
 电话：010-67017788-9506

相关研究报告

《北新建材(000786)：石膏板行业龙头，强者恒强预期确定》-2018.6.15
 《北新建材(000786)：短期需求端承压，中期产能投放预期确定》-2018.8.20

三季度业绩不达预期，短期需求端承压明显
——北新建材(000786)

事件：

10月25日晚间，公司发布2018年第三季度报告：公司1-9月实现营业收入95.12亿元，同比增长17.33%；实现归母净利20.43亿元，同比增长30.58%；实现扣非净利19.90亿元，同比增长27.12%。

第三季度单季度实现收入35.24亿元，同比下降0.60%；实现归母净利7.44亿元，同比下降15.63%；实现扣非净利7.48亿元，同比下降9.79%。

核心观点

● **低基数效应得到消化，业绩增速边际下滑超预期。**1)伴随着2017Q2对石膏板产品提价带来的低基数效应逐步消化，受Q3季度收入、利润端增速双双转负拖累，公司前三季度总体收入、扣非净利润增速相比半年报数据出现显著下滑，分别下滑13.94、41.53个百分点；2)毛利率、净利率下滑明显，收入减速杠杆式施压盈利端：Q3单季毛利率35.98%、净利率21.28%，同比、环比都明显下降，一方面由于原材料成本抬升，另一方面因收入增速减缓推升了管理费用率。之前我们判断，公司边际增速大概率进一步回落，但公司Q3单季度扣非净利负增长却是低于预期，四季度仍有增速向下压力。

● **供给端：环保挤出+在建产能投放，确保公司未来三年销量增速稳健。**1)短期来看，公司有望借环保趋严挤占落后产能空间。目前环保督查力度尚未看到减弱迹象，低端产能仍存出清预期，石膏板协会数据显示这部分待淘汰产能占比约13%，尽管份额提升总量有限但仍值得期待。2)中期来看，收购+在建增量产能约3.8亿平方米，在目前产能基础上可贡献17%的产能增量。公司6月公告拟与山东万佳建材合作，增资收购1.9亿平方米石膏板产能，收购完成后将在目前22.17亿平米的基础上增加约8.57%，另据公司半年报披露在建工程进度情况估算，2018H2将有约6000万平方米石膏板产能投产，2019转新增产能约在1.3亿平方米左右；3)目前上市公司与全资子公司泰山石膏制定了共计21条石膏板生产线建设规划，上述产能建成投产后，公司石膏板总产能将达到30亿平米左右，未来三年内产能投放确定性高，将为销量增长奠定基础。

● **需求端：短期需求端承压明显，中期家装、隔墙渗透率提升空间较大。**由于石膏板行业需求与房屋竣工面积正相关性较高，房屋施工面积作为先行指标，具备较强参考性。短期来看，2016年以来，房屋

施工面积累计同比数据持续下台阶，对预期竣工面积造成悲观预期，尽管2018年2月房屋施工面积累计同比数据触底1.5%之后出现显著改善，但作为石膏板主要需求来源的办公楼、商业用房对应施工面积数据持续下行，累计同比数据持续为负，使得需求端将明显承压。展望中长期，石膏板产品在家装与隔墙应用上空间较大：1) 目前石膏板下游工装/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/工装面积比例约为7:3，若石膏板在家装应用渗透率达到工装领域渗透率水平，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。

● **盈利预测与评级：**考虑到公司四季度同比增速仍不容乐观，我们下调全年盈利预期，在假定公司不上调产品价格的情况下，预计公司2018-2020年EPS分别为1.56元、1.70元和1.85元，目前股价对应2018-2020年市盈率分别为8.94倍、8.23倍和7.57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影响；原材料价格持续上涨，产品提价传导效果减弱；下游需求不达预期。

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 11,164 | 12,793 | 14,257 | 15,764 |
| 增长率（%） | 36.9% | 14.6% | 11.4% | 10.6% |
| 净利润（百万元） | 2,344 | 2,640 | 2,866 | 3,118 |
| 增长率（%） | 100.2% | 12.6% | 8.6% | 8.8% |
| EPS（元） | 1.39 | 1.56 | 1.70 | 1.85 |

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 | 996 | 1,205 | 1,303 |
| 交易性金融资产 | 1,183 | 974 | 974 | 974 |
| 应收及预付 | 522 | 598 | 666 | 737 |
| 其他应收款 | 115 | 115 | 115 | 115 |
| 存货 | 1,260 | 1,600 | 1,958 | 2,358 |
| 其他流动资产 | 1,837 | 3,149 | 4,649 | 6,149 |
| 流动资产合计 | 5,531 | 7,432 | 9,567 | 11,634 |
| 长期投资 | 122 | 115 | 115 | 115 |
| 固定资产 | 7,330 | 8,145 | 8,772 | 9,438 |
| 无形资产 | 1,621 | 1,394 | 1,470 | 1,580 |
| 其他非流动资产 | 1,506 | 1,299 | 1,287 | 1,253 |
| 非流动资产合计 | 10,580 | 10,952 | 11,643 | 12,385 |
| 资产总计 | 16,111 | 18,384 | 21,210 | 24,020 |
| 短期借款 | 800 | 871 | 920 | 960 |
| 应付及预收 | 1,027 | 1,236 | 1,443 | 1,668 |
| 其他流动负债 | 1,069 | 883 | 863 | 847 |
| 流动负债 | 2,896 | 2,990 | 3,226 | 3,475 |
| 长期借款 | 287 | 329 | 349 | 365 |
| 应付债券 | - | - | - | - |
| 其他非流动负债 | 431 | 549 | 953 | 1,138 |
| 非流动负债 | 719 | 879 | 1,302 | 1,503 |
| 负债合计 | 3,615 | 3,868 | 4,528 | 4,979 |
| 股本 | 1,789 | 1,690 | 1,690 | 1,690 |
| 资本公积 | 3,042 | 3,141 | 3,141 | 3,141 |
| 留存收益 | 7,585 | 9,590 | 11,741 | 14,083 |
| 母公司所有者权益 | 12,415 | 14,421 | 16,572 | 18,914 |
| 少数股东权益 | 80 | 94 | 110 | 128 |
| 负债和股东权益 | 16,111 | 18,384 | 21,210 | 24,020 |

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 | 2,890 | 3,162 | 3,433 |
| 投资现金流净额 | -1,831 | -1,755 | -2,512 | -2,594 |
| 筹资现金流净额 | -1,042 | -752 | -441 | -741 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 11,164 | 12,793 | 14,257 | 15,764 |
| 营业成本 | 7,008 | 8,296 | 9,338 | 10,382 |
| 营业税金及附加 | 155 | 199 | 232 | 280 |
| 销售费用 | 344 | 325 | 344 | 359 |
| 管理费用 | 774 | 545 | 589 | 631 |
| 研发费用 | - | 425 | 496 | 568 |
| 财务费用 | 94 | 44 | 49 | 54 |
| 资产减值损失 | 26 | 4 | 5 | 5 |
| 其他收益 | 59 | 41 | 46 | 51 |
| 投资净收益 | 49 | 80 | 89 | 98 |
| 公允变动收益 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | -124 | -0 | -0 | -0 |
| 汇兑净收益 | - | - | - | - |
| 营业利润 | 2,741 | 3,076 | 3,341 | 3,635 |
| 加: 营业外收入 | 79 | 43 | 48 | 53 |
| 减: 营业外支出 | 131 | 88 | 98 | 108 |
| 利润总额 | 2,689 | 3,031 | 3,291 | 3,580 |
| 减: 所得税 | 334 | 377 | 409 | 445 |
| 净利润 | 2,355 | 2,655 | 2,882 | 3,136 |
| 减: 少数股东损益 | 11 | 14 | 16 | 18 |
| 归属母公司净利 | 2,344 | 2,640 | 2,866 | 3,118 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 37.2% | 35.2% | 34.5% | 34.1% |
| 净利率 | 21.1% | 20.8% | 20.2% | 19.9% |
| 净资产收益率 | 18.9% | 18.3% | 17.3% | 16.5% |
| 市盈率 (倍) | 20.6 | 8.94 | 8.23 | 7.57 |
| 市净率 (倍) | 3.24 | 1.64 | 1.42 | 1.25 |
| EPS | 1.39 | 1.56 | 1.70 | 1.85 |
| 每股净资产 (元/股) | 7.35 | 8.54 | 9.81 | 11.19 |
| 经营现金流 (元/股) | 1.57 | 1.71 | 1.87 | 2.03 |

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的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。