

2019年03月20日

北新建材 (000786.SZ)

18年归母净利同比增长5.2% 全国产能布局加速

■事件：公司3月19日发布18年年报，全年实现营收125.65亿元，同比增长12.55%；归母净利润实现24.66亿元，同比增长5.2%；扣除美国石膏板事项所有相关诉讼费用的归母净利润为27.21亿元，同比增长10.03%。

■石膏板主业稳步增长，产能提升至25亿平米：按产品分类，石膏板产品全年实现收入109.33亿元（占比87.01%），同比增长10.62%；龙骨产品全年实现收入11.30亿元（占比9%），同比增长26.85%；其他产品全年实现收入4.35亿元（占比3.46%），同比增长28.30%。子公司方面，泰山石膏2018年实现营收88.54亿元，同比增长8.23%，净利润实现16.61亿元，同比下降5.60%。截止2018年底，公司石膏板已投产产能达到24.7亿平方米；石膏板产量为18.83亿平米，同比增长3.12%；石膏板销量18.69亿平米，同比增长2.64%，整体产销率达到99.26%。

■销售毛利率略有下降，原材料涨价为主要原因：公司18年销售毛利率为35.32%，较上年下降1.96个百分点，但仍为历史较高水平。石膏板产品毛利率为37.29%，较上年下降1.75个百分点，主要原因为石膏板原材料占营业成本比重较高为65.15%，原材料整体较去年同比增长17.72%。公司18年销售费用同比增长10.62%；管理费用同比增长13.08%，其中人工成本及折旧费增长较明显；财务费用同比下降61.55%，主要原因为子公司所借款项减少。18年公司持续加大研发力度，研发费用共计3.66亿元，同比增长43.56%。公司18年销售净利率为19.74%，因三费整体呈下降趋势，降幅较毛利率收窄。

■泰山石膏与美国石膏板诉讼 Amarin 案部分原告达成和解，和解费预计约1.9亿元：自2009年起美国多家房屋业主及房屋建筑公司，针对包括北新建材、泰山石膏在内的数十家中国石膏板生产商提起诉讼，以石膏板质量问题为由要求赔偿其相关损失，其中 Amarin 案的原告涉及佛罗里达州、路易斯安纳州及佛罗里达州等约2995户。公司及泰山石膏积极聘请境内外律师就该案件予以应诉，本次和解的案件为佛罗里达州南区法院审理的 Amarin 案。泰山石膏综合考虑诉讼成本等各方面因素，目前与不超过498户的原告达成和解，预计其支付的最大和解金额共计2771.38万美元，此款项已作为预计负债一次性计入公司18年度合并报表中，影响18年净利润1.90亿元。公司及子公司泰山石膏18年度共产生诉讼事项的律师费、和解费、差旅费等共计2.54亿元。

公司快报

证券研究报告

新型建材及非金属新材料

投资评级 **买入-A**

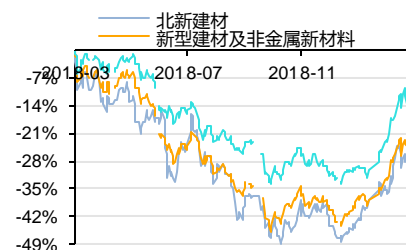
首次评级

6个月目标价：**23元**
 股价(2019-03-19) **20.19元**

交易数据

总市值(百万元)	34,111.16
流通市值(百万元)	28,548.29
总股本(百万股)	1,689.51
流通股本(百万股)	1,413.98
12个月价格区间	13.38/26.56元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.42	1.59	-11.65
绝对收益	21.41	32.05	-19.08

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002

shaoli@essence.com.cn

021-35082107

杨光

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517080001

yangguang1@essence.com.cn

010-83321033

相关报告

■ **全国石膏板产能布局加快，缩短物流半径降低制造成本：**截止 2018 年底，公司在建工程较年初增长 107.69%，主要因为子公司在建项目投入持续增加所致。为加大对石膏板业务的投资和布局，公司在 18 年与山东万佳建材共同出资，在山东省设立合资公司梦牌新材料公司。该合资公司分别对安徽万佳、平邑县万佳增资，收购宣城万佳 100% 股权、临沂梦牌木材生产设备及宣城千川建材全部商标，目前已具备 1.9 亿平方米的石膏板产能。根据公司最新公告，子公司泰山石膏拟在湖北宜昌投资建设综合利用工业副产石膏年产 5000 万平方米纸面石膏板生产线项目，以及在山东泰安投资建设年产 40 万吨护面纸生产线及配套环境设施和热电联产项目。该项目建成后将提高泰山石膏护面纸的自给率，有效降低制造成本。

■ **投资建议：**我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 11.5%、11.6%、11.6%，净利润增速分别为 21.7%、17.2%、14.1%，首次给予买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**各地项目投产进度不达预期、原材料价格波动对业绩影响不确定性

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	11,164.3	12,564.9	14,009.9	15,635.0	17,451.8
净利润	2,344.0	2,466.0	3,001.6	3,516.5	4,012.8
每股收益(元)	1.39	1.46	1.78	2.08	2.38
每股净资产(元)	7.35	8.45	10.23	12.31	14.69

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	14.6	13.8	11.4	9.7	8.5
市净率(倍)	2.7	2.4	2.0	1.6	1.4
净利润率	21.0%	19.6%	21.4%	22.5%	23.0%
净资产收益率	18.8%	17.2%	17.2%	16.8%	16.1%
股息收益率	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	23.3%	22.5%	25.3%	26.4%	32.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,164.3	12,564.9	14,009.9	15,635.0	17,451.8	成长性					
减:营业成本	7,007.9	8,127.6	9,089.6	10,108.0	11,280.9	营业收入增长率	36.9%	12.5%	11.5%	11.6%	11.6%
营业税费	155.3	179.8	200.3	222.0	249.6	营业利润增长率	63.6%	10.5%	18.0%	15.0%	12.0%
销售费用	343.8	380.4	425.9	475.3	525.3	净利润增长率	100.2%	5.2%	21.7%	17.2%	14.1%
管理费用	774.3	587.6	672.5	753.6	829.0	EBITDA 增长率	54.3%	15.0%	7.7%	14.7%	11.3%
财务费用	94.3	36.2	35.0	36.0	38.0	EBIT 增长率	64.7%	16.2%	7.1%	14.9%	12.0%
资产减值损失	26.0	5.3	33.5	10.0	11.2	NOPLAT 增长率		8.8%	16.4%	14.9%	12.0%
加:公允价值变动收益	-6.1	3.5	-	-	-	投资资本增长率	12.4%	3.7%	10.2%	-10.0%	8.9%
投资和汇兑收益	49.0	82.8	22.0	83.0	89.0	净资产增长率	19.4%	15.6%	20.8%	20.2%	19.1%
营业利润	2,740.9	3,029.8	3,575.1	4,113.0	4,606.9	利润率					
加:营业外净收支	-51.9	-214.6	-130.5	-78.0	-4.0	毛利率	37.2%	35.3%	35.1%	35.4%	35.4%
利润总额	2,689.0	2,815.2	3,444.6	4,035.0	4,602.9	营业利润率	24.6%	24.1%	25.5%	26.3%	26.4%
减:所得税	334.1	334.6	443.0	518.5	590.1	净利润率	21.0%	19.6%	21.4%	22.5%	23.0%
净利润	2,344.0	2,466.0	3,001.6	3,516.5	4,012.8	EBITDA/营业收入	29.9%	30.6%	29.5%	30.4%	30.3%
						EBIT/营业收入	26.0%	26.8%	25.8%	26.5%	26.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	228	214	203	196	184
						流动营业资本周转天数	65	50	49	46	43
货币资金	614.0	490.0	2,521.8	6,057.1	8,887.4	流动资产周转天数	166	160	198	248	291
交易性金融资产	1,183.4	2,489.9	2,489.9	2,489.9	2,489.9	应收帐款周转天数	4	1	5	6	3
应收帐款	45.7	52.2	333.5	150.2	167.1	存货周转天数	40	36	45	41	41
应收票据	113.0	137.9	143.0	155.5	188.4	总资产周转天数	491	487	510	523	533
预付帐款	311.6	144.7	642.0	127.8	695.1	投资资本周转天数	365	350	336	300	266
存货	1,259.6	1,278.8	2,237.4	1,325.9	2,628.7	投资回报率					
其他流动资产	2,003.4	1,058.4	1,400.7	1,487.5	1,315.5	ROE	18.8%	17.2%	17.2%	16.8%	16.1%
可供出售金融资产	182.6	176.6	185.2	181.5	181.1	ROA	14.6%	13.9%	13.8%	14.9%	14.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	23.3%	22.5%	25.3%	26.4%	32.9%
长期股权投资	122.4	170.5	170.5	170.5	170.5	费用率					
投资性房地产	42.1	51.4	51.4	51.4	51.4	销售费用率	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
固定资产	7,330.2	7,589.8	8,187.0	8,846.0	8,975.1	管理费用率	6.9%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%
在建工程	899.7	2,066.0	1,479.6	751.8	460.7	财务费用率	0.8%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
无形资产	1,621.5	1,688.9	1,647.3	1,605.8	1,564.2	三费/营业收入	10.9%	8.0%	8.1%	8.1%	8.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	偿债能力					
资产总额	16,110.7	17,908.0	21,801.2	23,658.5	28,003.5	资产负债率	22.4%	19.4%	20.0%	11.4%	10.8%
短期债务	800.1	891.0	644.7	-	-	负债权益比	28.9%	24.0%	25.0%	12.9%	12.2%
应付帐款	892.4	994.3	1,259.7	1,156.1	1,547.9	流动比率	1.91	2.44	3.18	5.54	6.78
应付票据	170.4	27.5	583.6	230.7	285.3	速动比率	1.47	1.89	2.45	4.91	5.69
其他流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	30.76	93.00	103.15	115.25	122.23
长期借款	287.5	534.4	618.9	-	-	分红指标					
其他非流动负债	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.38	-	-	-	-
负债总额	3,615.0	3,469.1	4,363.7	2,704.5	3,037.0	分红比率	27.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东权益	80.2	156.0	156.0	156.0	156.0	股息收益率	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,788.6	1,689.5	1,689.5	1,689.5	1,689.5						
留存收益	10,625.0	12,590.3	15,591.9	19,108.5	23,120.9						
股东权益	12,495.7	14,438.9	17,437.5	20,954.0	24,966.5						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,354.9	2,480.7	3,001.6	3,516.5	4,012.8	EPS(元)	1.39	1.46	1.78	2.08	2.38
加:折旧和摊销	443.7	477.8	528.6	599.0	641.2	BVPS(元)	7.35	8.45	10.23	12.31	14.69
资产减值准备	26.0	5.3	-	-	-	PE(X)	14.6	13.8	11.4	9.7	8.5
公允价值变动损失	6.1	-3.5	-	-	-	PB(X)	2.7	2.4	2.0	1.6	1.4
财务费用	98.2	40.1	35.0	36.0	38.0	P/FCF	77.5	18.8	17.6	9.6	12.0
投资损失	-49.0	-82.8	-22.0	-83.0	-89.0	P/S	3.1	2.7	2.4	2.2	2.0
少数股东损益	10.9	14.7	-	-	-	EV/EBITDA	11.9	5.6	7.4	5.4	4.3
营运资金的变动	-1,198.1	788.7	-1,290.8	1,145.3	-1,338.6	CAGR(%)	14.3%	17.4%	27.0%	14.3%	17.4%
经营活动产生现金流量	2,654.2	2,782.7	2,252.4	5,213.9	3,264.4	PEG	1.0	0.8	0.4	0.7	0.5
投资活动产生现金流量	-1,830.6	-2,059.2	-389.7	-316.7	-314.1	ROIC/WACC	1.5	1.4	1.6	1.7	2.1
融资活动产生现金流量	-1,041.5	-773.3	169.1	-1,361.8	-119.9	REP	2.3	1.2	1.4	1.3	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳、杨光声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034