

北新建材 (000786)

证券研究报告

2019年03月20日

业绩稳步增长，看好市占率提升

事件

(1) 公司发布年报，2018 年实现营业收入 125.65 亿元，同比增长 12.54%，归母净利润 24.66 亿元，同比增长 5.2%。其中，四季度单季营业收入 30.53 亿元，同比微幅下滑 0.15%，归母净利润 4.23 亿元，同比下滑 45.73%。

(2) 和解金额作为预计负债一次性反映，影响年度净利润 1.9 亿元。佛罗里达州南区法院审理的 Amorn 案和解，泰山签署《和解与责任豁免协议》。

(3) 对外投资：①13.56 亿元投建 40 万吨护面纸产能项目；②1.456 亿元投建泰山石膏在湖北宜昌新投产产能 5000 万平产线，粗算单平建设成本 2.91 元。

营收稳步增长，毛利率同比承压

公司主要产品石膏板收入实现 109.33 亿，同比提高 10.62%，占比 87%较为稳定，石膏板产销分别为 18.83、18.69 亿平米，同比分别增长 3.12%、2.64%。龙骨收入实现 11.3 亿，同比提升 26.85%，占比提高至 9%。通过报表总口径计算，2018 年石膏板产品平均单价为 5.85 元/平米，2017、2016 年分别为 5.43、4.43 元/平米，均价每平米同比 2017 年提高约 0.42 元。石膏板毛利率实现 37.29%，同比下滑 1.75 个百分点。整体看，营业成本同比上涨 15.98%，高于收入增速 3.44 个百分点，因此整体毛利率实现 35.32%，同比下降 1.91 个百分点。我们观察到四季度毛利率同比、环比下降均较为明显，环比下降 3.08 个百分点，同比下降 12.76 个百分点。分产品看，石膏板营业成本平稳增长。成本构成中，原材料占比由 2017 年的 62.98% 上升至 2018 年的 65.15%，同比上涨 17.72%。主因 2017 年废纸进口受限，国废价格上涨，传导至石膏板主要原材料护面纸大幅涨价，尽管纸价后期持续下降，但仍然抬高 2018 年成本中枢。人工成本占比几乎不变，7.03%，同比增长 13.97%。此外，重点指标持续改善。截止 2018 年底，应收账款共计 7973.98 万元，在收入中占比 0.63%，去年同期占比 0.87%。资产负债率 19.37%，比去年同期下降 3.07 个百分点。

市占率有望进一步提升

公司通过收购、新建不断扩大产能规模，叠加环保不达标的落后产能淘汰，公司市场份额有望进一步提升。截止 2018 年底，石膏板产能 24.7 亿平，2017 年底为 21.82 亿平。公司制定 21 条石膏板生产线的产能布局，重组山东万佳 1.9 亿平石膏板产能（已投产 1.5 亿平）。结合国家“一带一路”战略，公司已在坦桑尼亚合资设立石膏板生产企业，开业当年即实现盈利。

关注竣工变化，看好住宅领域渗透

住宅竣工继续回暖，家装更注重品质、品牌，溢价空间大于工装，看好龙头高端品类在家装领域继续渗透。

盈利预测：考虑到装修需求的不确定性，以及类似美国诉讼案的不确定性（例如前次预测 2018 年归母净利 27.62 亿，实际公布数值加回 1.9 亿计提影响后为 27.2 亿），我们将 2019-2020 年归母净利从 31.14、35.2 亿调整为 27.79、30.4 亿，EPS 分别为 1.64、1.8 元，对应 PE 分别为 12.27X、11.22X。

风险提示：石膏板需求不及预期；行业产能增长过快不及预期；诉讼进程不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,164.34	12,564.91	13,821.40	14,512.47	15,238.10
增长率(%)	36.88	12.55	10.00	5.00	5.00
EBITDA(百万元)	3,341.14	3,843.04	3,781.59	4,071.81	4,281.21
净利润(百万元)	2,343.99	2,465.98	2,779.04	3,039.83	3,236.99
增长率(%)	100.16	5.20	12.70	9.38	6.49
EPS(元/股)	1.39	1.46	1.64	1.80	1.92
市盈率(P/E)	14.55	13.83	12.27	11.22	10.54
市净率(P/B)	2.75	2.39	2.10	1.86	1.65
市销率(P/S)	3.06	2.71	2.47	2.35	2.24
EV/EBITDA	11.92	5.57	8.22	6.67	6.11

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.19 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,689.51
流通 A 股股本(百万股)	1,413.98
A 股总市值(百万元)	34,111.16
流通 A 股市值(百万元)	28,548.29
每股净资产(元)	8.20
资产负债率(%)	19.92
一年内最高/最低(元)	27.12/13.12

作者

盛昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com

武浩翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010003
wuhaoxiang@tfzq.com

李阳 联系人
yanglitf@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《北新建材-季报点评:业绩符合预期，龙头地位稳固》 2018-10-26
- 《北新建材-半年报点评:盈利同比显著提升，龙头地位稳固》 2018-08-19
- 《北新建材-公司点评:稳步提升市占率，优化市场布局》 2018-06-17



1. 事件

公司发布年报，2018 年实现营业收入 125.65 亿元，同比增长 12.54%，归母净利润 24.66 亿元，同比增长 5.2%，扣非后归母净利 25.49 亿元，同比增长 6.31%。其中，四季度单季营业收入 30.53 亿元，同比微幅下滑 0.15%，归母净利润 4.23 亿元，同比下滑 45.73%。

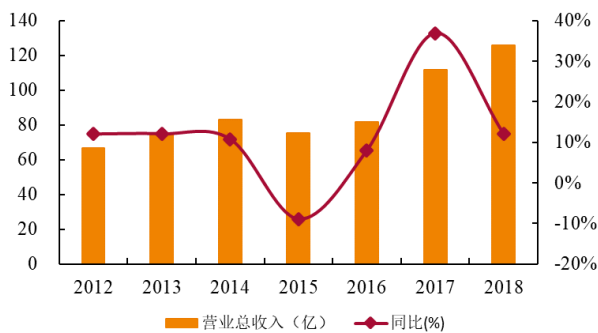
和解金额作为预计负债一次性反映，影响年度净利润 1.9 亿元。佛罗里达州南区法院审理的 Amarin 案和解，泰山与不超过 498 户由不同律师事务所代理的原告达成和解，并签署《和解与责任豁免协议》，泰山预计其将支付的最大和解金额共计 27,713,848.47 美元，并作为预计负债一次性反映在公司 2018 年度合并报表中，因此影响公司 2018 年度净利润 19,020.57 万元人民币。

对外投资：①13.56 亿元投建 40 万吨护面纸产能项目；②1.456 亿元投建泰山石膏在湖北宜昌新投产产能 5000 万平产线，粗算单平建设成本 2.91 元。

2. 营收稳步增长，毛利率同比承压

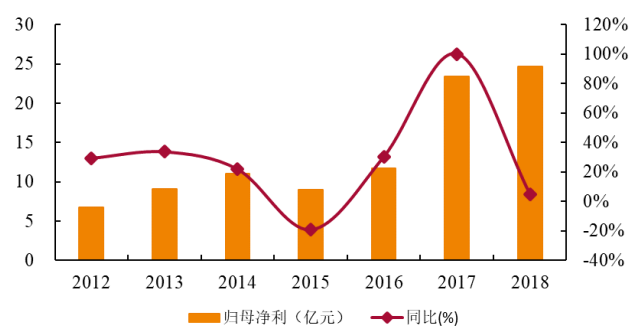
公司主要产品石膏板收入实现 109.33 亿，同比提高 10.62%，占比 87%较为稳定，石膏板产销分别为 18.83、18.69 亿平米，同比分别增长 3.12%、2.64%。龙骨收入实现 11.3 亿，同比提升 26.85%，占比提高至 9%。

图 1：公司 2012-2018 年营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

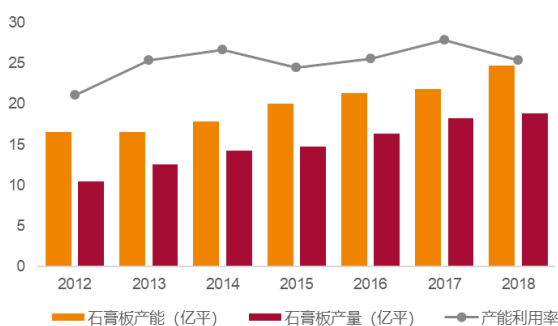
图 2：公司 2012-2018 年归母净利润及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

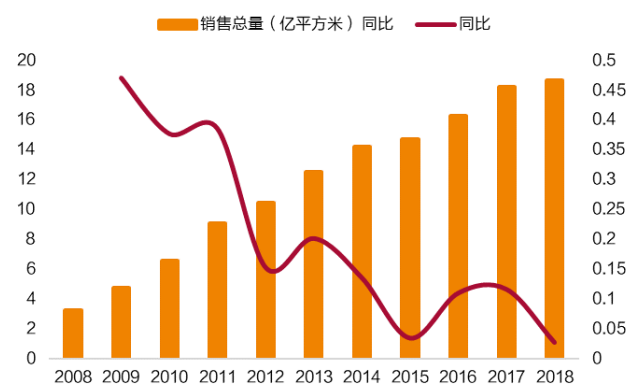
通过报表总口径计算，2018 年石膏板产品平均单价为 5.85 元/平米，2017、2016 年分别为 5.43、4.43 元/平米。石膏板毛利率实现 37.29%，同比下滑 1.75 个百分点。

图 3：公司历年石膏板产能利用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司 2008-2018 年销量及同比

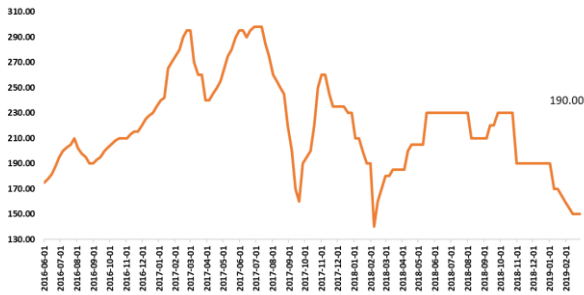


资料来源：wind，天风证券研究所

整体看，营业成本同比上涨 15.98%，高于收入增速 3.44 个百分点，因此整体毛利率实现 35.32%，同比下降 1.91 个百分点。我们观察到四季度毛利率同比、环比下降均较为明显，环比下降 3.08 个百分点，同比下降 12.76 个百分点。

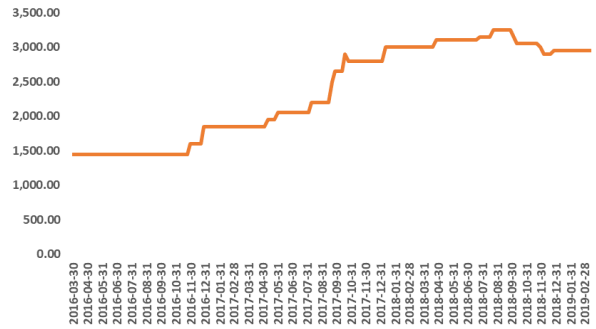
石膏板营业成本平稳增长。成本构成中，原材料占比由 2017 年的 62.98% 上升至 2018 年的 65.15%，同比上涨 17.72%。主因 2017 年废纸进口受限，国废价格上涨，传导至石膏板主要原材料护面纸大幅涨价，尽管纸价后期持续下降，但仍然抬高 2018 年成本中枢。人工成本占比几乎不变，7.03%，同比增长 13.97%。燃料动力成本微幅上涨 3.69%，成本占比由 2017 年的 22.47% 下降为 2018 年的 20.47%。

图 5：11#美废价格（美元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

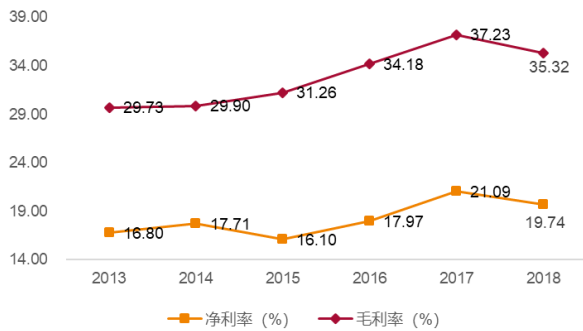
图 6：国废不含税到厂价（山东：80%含量以上）（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

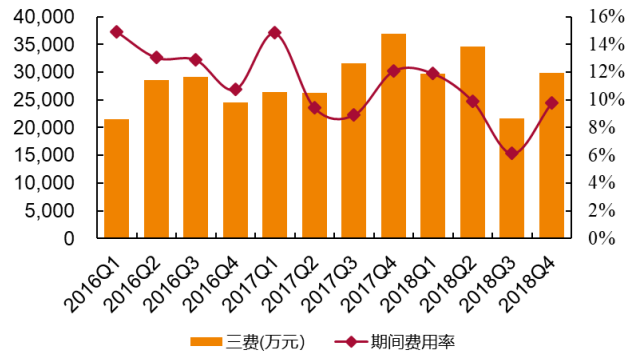
销售、管理（含研发）、财务费用率分别为 3.03%、7.59%、0.29%，销售、财务费用率同比分别减少 0.05、0.55 个百分点，其中财务费用同比大幅下滑 61.55%，主因子公司借款本金减少。研发费用同比增长 43.56%，主因公司加大研发投入，例如公司研发推广鲁班万能板，泰山开发泰山牌分解甲醛石膏板、硅藻泥吸声板、玻璃纤维石膏板、抹灰石膏等新产品。

图 7：公司 2012-2018 年毛利率、净利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

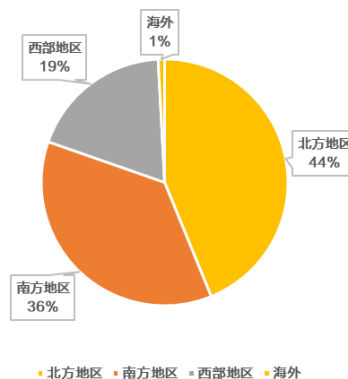
图 8：公司单季度三费及费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

分地区看，北方区域仍然贡献最大收入，区域分布格局较为稳定。北方区域 55.08 亿收入对应占比 43.83%，同比增长 9.86%。南方、西部、海外收入占比分别为 36.52%、18.81%、0.84%。但收入增速最大仍为海外区域，同比增幅 29.47%。

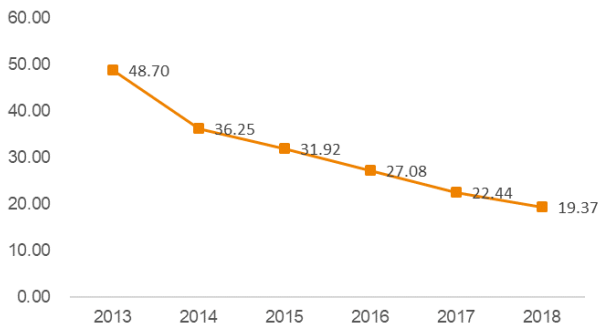
图 9：公司 2018 年收入区域分布图



资料来源：wind，天风证券研究所

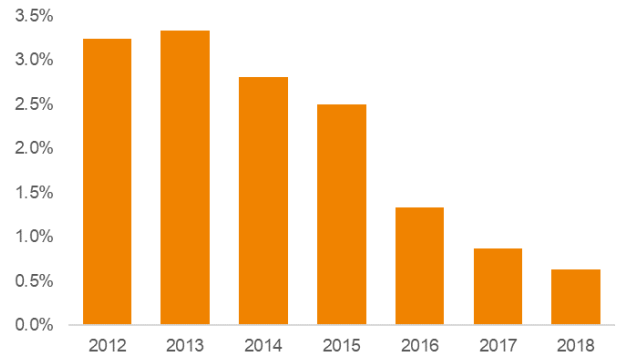
重点指标持续改善。截止 2018 年底，应收账款共计 7973.98 万元，在收入中占比 0.63%，去年同期占比 0.87%。资产负债率为 19.37%，比去年同期下降 3.07 个百分点。

图 10：公司 2013-2018 年资产负债率情况 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：公司 2012-2018 年应收占比变化 (%)

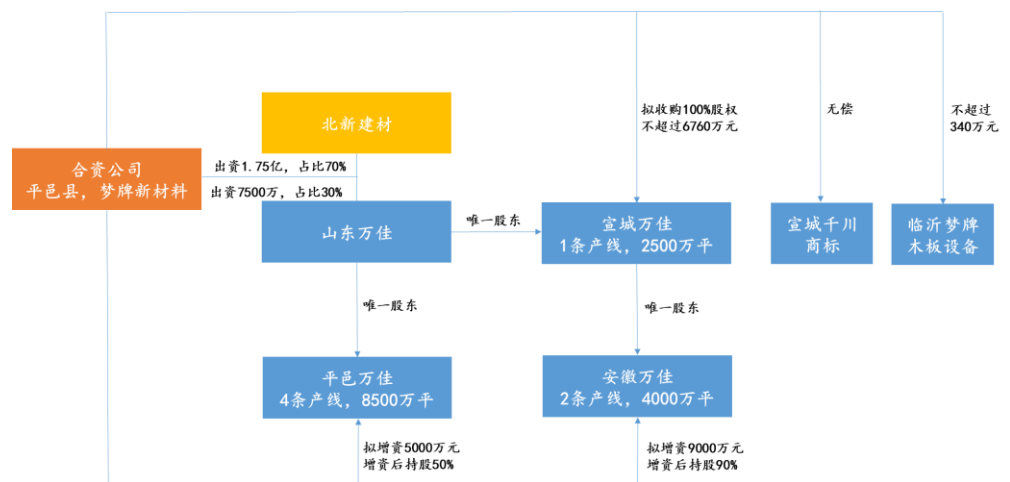


资料来源：wind，天风证券研究所

3. 市占率有望进一步提升

公司通过收购、新建不断扩大产能规模，叠加环保不达标的落后产能淘汰，公司市场份额有望进一步提升。截止 2018 年底，石膏板产能 24.7 亿平，2017 年底为 21.82 亿平。公司制定 21 条石膏板生产线的产能布局，重组山东万佳 1.9 亿平石膏板产能（已投产能 1.5 亿平）。此外，结合国家“一带一路”战略，公司已在坦桑尼亚合资设立石膏板生产企业，开业当年即实现盈利。

图 12：北新建材收购、增资图示



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 关注竣工变化，看好住宅领域渗透

关注竣工面积的原因：北新主营产品石膏板用于公用及家用吊顶、隔墙，装修属于地产后周期，一般遵循拿地-开工-预售-竣工-装修的产业顺序。竣工增速受地产资金紧张延长工期的压制，前端销售增长并未在后端体现。竣工传导至装修需求回暖，石膏板等装修材料销量从逻辑上看直接受益。

住宅竣工继续回暖，家装更注重品质、品牌，溢价空间大于工装，看好龙头高端品类在家装领域继续渗透。2019 年 1-2 月房屋竣工面积下滑 11.9%，增速比 2018 全年下滑 4.1 个百分点，但我们观察到占比 70%的住宅竣工面积下滑 7.8%，相比 2018 全年下滑 8.1%继续边际改善。需要强调石膏板尽管被认为工装多于家装，但单位盈利更强的高端品类在家装领域的渗透更值得期待。

此外，不同于市场的观察：

(1) 制造业企业利润端离不开销量、价格、成本 3 个维度。优质央企降本增效，营业成本及费用持续下降，石膏板毛利率从 2011 年 24%稳步提升至 2018 年的 37%。考虑到成本大幅压缩空间有限，因此优先关注销售、价格两个方向，类似 2017 年环保与限制美废进口共同导致原材料涨价推动石膏板价格大涨的情况很难复制，这里有环保力度的不持续以及直接原材料护面纸扩产的原因。如果聚焦销量方面，常见的对需求增量的预期包括：装配式建筑、住宅渗透、隔墙渗透、集中度提升抢小厂份额，除此之外，我们建议关注精装房趋势对石膏板的正面影响。北新建材①无需面对零售转工程的商业模式切换，原有渠道对接方式持续；②如有价格让步相对零售企业降价幅度小，性价比优势有望抢夺零售端份额。③产品同质化，直接采购方从业主转为 B 端（地产商或装修公司），会更关注质保能力、供应能力，甚至垫资能力，这是龙头企业优势所在。

(2) 石膏板一般在公共建筑（酒店、办公楼等）占比更大，除公装更为标准化、功能要求偏低适用大规模用量等原因外，公共建筑装修频次高于住宅，例如商业用地更换企业可能要进行再装修，同等时间内，商业用地可能经历多次装修，而住宅显然更加稳定。“快周转”带动销量。减缓对商业用地饱和的担忧。

(3) 品牌力持续发挥。地产商会考虑业主对石膏板隔墙接受度，利用品牌助攻业主“接受”，发挥背书效果。

考虑到装修需求的不确定性，以及类似美国诉讼案的不确定性（例如前次预测 2018 年归母净利 27.62 亿，实际公布数值加回 1.9 亿计提影响后为 27.2 亿），我们将 2019-2020 年归母净利从 31.14、35.2 亿调整为 27.79、30.4 亿，EPS 分别为 1.64、1.8 元，对应 PE 分别为 12.27X、11.22X。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	614.00	489.99	1,105.71	4,894.61	6,195.91
应收账款	211.70	152.09	231.84	171.28	252.00
预付账款	311.62	144.66	632.84	85.53	636.98
存货	1,259.56	1,278.75	2,196.56	1,128.88	2,634.69
其他	3,133.89	3,586.37	3,189.24	2,887.84	2,615.28
流动资产合计	5,530.77	5,651.86	7,356.19	9,168.15	12,334.86
长期股权投资	122.38	170.53	170.53	170.53	170.53
固定资产	7,330.16	7,589.84	8,121.17	8,276.51	8,193.25
在建工程	899.69	2,065.95	1,275.57	813.34	518.01
无形资产	1,621.49	1,688.90	1,647.34	1,605.79	1,564.23
其他	606.19	740.95	645.86	582.68	540.23
非流动资产合计	10,579.91	12,256.18	11,860.48	11,448.85	10,986.25
资产总计	16,110.68	17,908.04	19,216.67	20,616.99	23,321.10
短期借款	800.10	891.00	469.04	0.00	0.00
应付账款	892.35	994.30	1,233.51	1,021.00	1,353.19
其他	1,204.04	428.03	518.99	457.14	538.56
流动负债合计	2,896.49	2,313.33	2,221.54	1,478.14	1,891.75
长期借款	287.47	534.40	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	431.04	621.40	600.00	600.00	607.13
非流动负债合计	718.52	1,155.80	600.00	600.00	607.13
负债合计	3,615.01	3,469.13	2,821.54	2,078.14	2,498.88
少数股东权益	80.22	156.02	169.99	185.83	203.31
股本	1,788.58	1,689.51	1,689.51	1,689.51	1,689.51
资本公积	3,042.06	3,141.13	3,141.13	3,141.13	3,141.13
留存收益	10,625.03	12,590.30	14,535.63	16,663.51	18,929.41
其他	(3,040.21)	(3,138.05)	(3,141.13)	(3,141.13)	(3,141.13)
股东权益合计	12,495.67	14,438.91	16,395.13	18,538.85	20,822.22
负债和股东权益总	16,110.68	17,908.04	19,216.67	20,616.99	23,321.10

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,354.90	2,480.67	2,779.04	3,039.83	3,236.99
折旧摊销	443.74	477.82	455.32	485.28	504.25
财务费用	98.24	40.14	18.04	(38.47)	(84.95)
投资损失	(48.96)	(82.80)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(1,032.06)	722.57	(1,170.72)	1,408.95	(1,735.87)
其它	838.34	(855.72)	(375.97)	(284.16)	(282.53)
经营活动现金流	2,654.19	2,782.68	1,605.71	4,511.42	1,537.89
资本支出	1,333.84	1,852.17	81.40	80.00	42.87
长期投资	(16.96)	48.15	0.00	0.00	0.00
其他	(3,147.49)	(3,959.49)	738.47	540.00	607.13
投资活动现金流	(1,830.61)	(2,059.16)	819.87	620.00	650.00
债权融资	1,667.46	1,454.07	499.04	30.00	29.56
股权融资	(94.46)	(35.01)	(21.11)	38.47	84.95
其他	(2,614.54)	(2,192.37)	(2,287.79)	(1,410.99)	(1,001.10)
筹资活动现金流	(1,041.54)	(773.30)	(1,809.85)	(1,342.52)	(886.59)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(217.95)	(49.79)	615.72	3,788.90	1,301.30

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,164.34	12,564.91	13,821.40	14,512.47	15,238.10
营业成本	7,007.91	8,127.56	8,983.91	9,433.11	9,904.76
营业税金及附加	155.26	179.82	179.68	199.39	208.51
营业费用	343.83	380.35	414.64	435.37	457.14
管理费用	774.34	587.64	621.96	653.06	685.71
财务费用	94.27	36.24	18.04	(38.47)	(84.95)
资产减值损失	26.00	5.30	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	(6.08)	3.49	(389.93)	(300.00)	(300.00)
投资净收益	48.96	82.80	100.00	100.00	100.00
其他	(21.00)	131.87	579.87	400.00	400.00
营业利润	2,740.86	3,029.83	3,308.24	3,625.01	3,861.91
营业外收入	78.99	53.06	77.65	69.90	66.87
营业外支出	130.87	267.65	100.00	100.00	100.00
利润总额	2,688.98	2,815.25	3,285.89	3,594.91	3,828.78
所得税	334.09	334.58	492.88	539.24	574.32
净利润	2,354.90	2,480.67	2,793.00	3,055.67	3,254.47
少数股东损益	10.91	14.69	13.97	15.84	17.47
归属于母公司净利润	2,343.99	2,465.98	2,779.04	3,039.83	3,236.99
每股收益(元)	1.39	1.46	1.64	1.80	1.92

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	36.88%	12.55%	10.00%	5.00%	5.00%
营业利润	63.60%	10.54%	9.19%	9.58%	6.54%
归属于母公司净利润	100.16%	5.20%	12.70%	9.38%	6.49%
获利能力					
毛利率	37.23%	35.32%	35.00%	35.00%	35.00%
净利率	21.00%	19.63%	20.11%	20.95%	21.24%
ROE	18.88%	17.27%	17.13%	16.56%	15.70%
ROIC	23.28%	22.54%	22.75%	23.09%	28.18%
偿债能力					
资产负债率	22.44%	19.37%	14.68%	10.08%	10.72%
净负债率	6.80%	9.24%	9.30%	6.56%	-13.67%
流动比率	1.91	2.44	3.31	6.20	6.52
速动比率	1.47	1.89	2.32	5.44	5.13
营运能力					
应收账款周转率	53.78	69.08	72.00	72.00	72.00
存货周转率	8.89	9.90	7.95	8.73	8.10
总资产周转率	0.73	0.74	0.74	0.73	0.69
每股指标(元)					
每股收益	1.39	1.46	1.64	1.80	1.92
每股经营现金流	1.57	1.65	0.95	2.67	0.91
每股净资产	7.35	8.45	9.60	10.86	12.20
估值比率					
市盈率	14.55	13.83	12.27	11.22	10.54
市净率	2.75	2.39	2.10	1.86	1.65
EV/EBITDA	11.92	5.57	8.22	6.67	6.11
EV/EBIT	13.73	6.35	9.35	7.57	6.93

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com