

北新建材 (000786)

证券研究报告

2019年04月29日

产能加快扩张, 继续关注市占率与竣工逻辑

事件:

(1) 公司发布一季报, 2019年一季度实现营收24.27亿元, 同比下滑2.83%, 归母净利润3.28亿元, 同比下滑33.12%, 扣非后归母净利润3.24亿元, 同比下滑31.76%, 毛利率30.07%, 净利率13.57%。

(2) 对外投资: 拟在山西朔州投资建设3000万平方米纸面石膏板及年产5000吨轻钢龙骨生产线, 项目总投资为1.4亿, 使用自筹资金及银行贷款, 预计建设期约为自土建工程开工之日起12个月。

高基数影响在预期之内, 价格同比下降是业绩下滑主因。前两年行业情况较为特殊, 2017年原材料、燃料价格上升推动产业链提价, 石膏板原材料之一护面纸上游, 即废纸价格大涨推动产业链涨价, 公司终端产品提价预期饱满, 引起供求关系紧张, 引发提前进货, 同时地产装饰装修需求可观, 9、10月量价齐升最为显著, 为2018年一季度高基数打下基础。2018全年石膏板需求出现萎靡, 相关指标如房屋竣工面积累计同比一路下行, 石膏板价格同样下降。在2018年高基数影响下, 今年收入端承压下滑2.83%。影响同样传导至毛利率端, 同比下降5.41个百分点, 由于Q1传统淡季产能发挥率低, 导致环比四季度下滑5.25个百分点, 需要指出, 我们比较公司上市以来Q4与Q1毛利率, Q1低于上年Q4属于正常现象。

关于一季报, 市场较为关心的点还包括: (1) 经营活动产生的现金流量净额比上年同期大幅降低192.86%, 主因本期价格下降, 收到的现金较上年同期减少, 以及公司产能同比扩大, 需要采购的原材料增多。我们比较近10年来一季度经营现金流表现, 除2018年以外均为负值, 是淡季正常表现。(2) 应收票据及应收账款比年初增加97.74%, 主因实施额度加账期的年度授信销售政策, 同比增长12.01%, 主因去年同情行业景气度高下游进货更为积极。我们比较上市以来应收票据及账款占收入比例, 2019年Q1为次低值, 仅高于2018年Q1。

期间费用率(含研发费用)为10.55%, 同比增加1.39个百分点, 主因管理费用、研发费用分别提高18.6%、13.1%, 增幅较大预计与收入端下滑有关, 公司重视研发投入符合高端制造趋势, 继续看好未来高端产品竞争能力。此外, 财务费用同比下降44.5%, 主因子公司借款本金减少及利率降低, 以及汇兑损益减少。资产处置收益增加47.83%, 主因本期确认的非流动资产处置利得和损失较上年同期均有增加, 但损失增加额小于利得增加额。营业外收入下降44.53%, 主因本期确认的政府补助减少。综合以上销售净利率为13.57%, 同比下降6.15个百分点。

盈利双降属于预期之内, 当下提示关注大地产商竣工加快逻辑, 行业需求尤其是符合北新定位的中高端需求有望增长。同时, 市占率提升逻辑将贯穿全年, 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。此外, 我们看好公司强化品牌形象, 重视渠道建设, 在高端品类、住宅领域持续渗透, 以及龙骨业务的增长贡献。考虑到一季度业绩表现, 我们将2019-2020年归母净利润从27.79、30.4亿调整为24.7、26.8亿, 对应EPS分别为1.46、1.59元, 对应PE分别为12.93X、11.93X。

风险提示: 石膏板量价发生大幅波动; 原材料价格发生大幅波动; 产业链上下游关系变化不及预期, 公司经营决策变化不及预期。

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)	3,595.69	3,843.04	3,461.43	3,723.77	3,931.33
净利润(百万元)	2,343.99	2,465.98	2,474.26	2,680.70	2,808.77
增长率(%)	100.16	5.20	0.34	8.34	4.78
EPS(元/股)	1.39	1.46	1.46	1.59	1.66
市盈率(P/E)	13.64	12.97	12.93	11.93	11.39
市净率(P/B)	2.58	2.24	2.00	1.79	1.61
市销率(P/S)	2.86	2.55	2.31	2.20	2.10
EV/EBITDA	11.07	5.57	8.26	6.86	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	18.93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)	31,982.38
流通A股市值(百万元)	26,766.67
每股净资产(元)	8.45
资产负债率(%)	19.37
一年内最高/最低(元)	24.55/13.12

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: S11110518010003	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

- 1 《北新建材-年报点评报告:业绩稳步增长, 看好市占率提升》 2019-03-20
- 2 《北新建材-季报点评:业绩符合预期, 龙头地位稳固》 2018-10-26
- 3 《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



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	3,522.05	7,256.24	13,714.29
应收票据及应收账款	210.13	217.69	166.24	236.88	186.40
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	3,135.46	3,520.77	3,206.31	2,836.27	2,611.06
流动资产合计	5,530.77	5,651.86	9,724.01	11,543.80	19,783.41
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	8,048.15	8,125.19	7,960.28
在建工程	1,108.76	2,302.73	1,417.64	898.58	569.15
无形资产	1,621.49	1,688.90	1,647.34	1,605.79	1,564.23
其他	397.13	504.17	503.80	497.44	489.08
非流动资产合计	10,579.91	12,256.18	11,787.46	11,297.53	10,753.28
资产总计	16,110.68	17,908.04	21,511.47	22,841.33	30,536.69
短期借款	800.10	891.00	1,000.00	1,370.04	4,108.44
应付票据及应付账款	895.97	812.38	1,611.70	649.95	1,726.44
其他	1,200.42	609.95	617.02	645.92	650.73
流动负债合计	2,896.49	2,313.33	3,228.72	2,665.90	6,485.61
长期借款	287.47	534.40	1,500.00	1,500.00	3,385.42
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	2,100.00	2,100.00	3,992.55
负债合计	3,615.01	3,469.13	5,328.72	4,765.90	10,478.16
少数股东权益	80.22	156.02	170.96	187.14	204.10
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	14,322.29	16,198.78	18,164.92
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	16,182.76	18,075.43	20,058.52
负债和股东权益总	16,110.68	17,908.04	21,511.47	22,841.33	30,536.69

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,354.90	2,480.67	2,474.26	2,680.70	2,808.77
折旧摊销	443.74	477.82	528.34	563.58	585.90
财务费用	98.24	40.14	34.97	6.21	9.91
投资损失	(48.96)	(82.80)	(80.00)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	(1,051.26)	763.67	(645.98)	687.90	(984.32)
其它	857.54	(896.83)	(375.00)	(283.82)	(283.05)
经营活动现金流	2,654.19	2,782.68	1,936.59	3,574.57	2,057.21
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)	718.47	520.00	587.13
投资活动现金流	(1,830.61)	(2,059.16)	799.87	600.00	630.00
债权融资	1,667.46	1,454.07	2,530.00	2,900.04	7,523.42
股权融资	(94.12)	(34.67)	(38.04)	(6.21)	(9.91)
其他	(2,614.88)	(2,192.71)	(2,196.35)	(3,334.21)	(3,742.67)
筹资活动现金流	(1,041.54)	(773.30)	295.60	(440.39)	3,770.84
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)	3,032.06	3,734.18	6,458.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	400.82	420.86	426.67
管理费用	519.80	587.64	608.14	653.06	685.71
研发费用	254.55	365.58	400.82	420.86	441.90
财务费用	94.27	36.24	34.97	6.21	9.91
资产减值损失	26.00	5.30	5.00	5.00	5.10
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	80.00	80.00	80.00
其他	(21.00)	(233.71)	619.87	440.00	440.00
营业利润	2,740.86	3,029.83	2,898.13	3,153.97	3,335.52
营业外收入	78.99	53.06	100.00	100.00	84.35
营业外支出	130.87	267.65	169.49	189.33	208.82
利润总额	2,688.98	2,815.25	2,828.64	3,064.64	3,211.05
所得税	334.09	334.58	339.44	367.76	385.33
净利润	2,354.90	2,480.67	2,489.20	2,696.88	2,825.73
少数股东损益	10.91	14.69	14.94	16.18	16.95
归属于母公司净利润	2,343.99	2,465.98	2,474.26	2,680.70	2,808.77
每股收益(元)	1.39	1.46	1.46	1.59	1.66

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%	-4.35%	8.83%	5.76%
归属于母公司净利润	100.16%	5.20%	0.34%	8.34%	4.78%
获利能力					
毛利率	37.23%	35.32%	35.00%	35.00%	35.00%
净利率	21.00%	19.63%	17.90%	18.47%	18.43%
ROE	18.88%	17.27%	15.45%	14.99%	14.15%
ROIC	23.28%	22.54%	20.77%	22.06%	25.74%
偿债能力					
资产负债率	22.44%	19.37%	24.77%	20.87%	34.31%
净负债率	8.43%	6.68%	-6.13%	-24.10%	-30.86%
流动比率	1.91	2.44	3.01	4.33	3.05
速动比率	1.47	1.89	2.33	3.91	2.64
营运能力					
应收账款周转率	56.00	58.74	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	0.70	0.65	0.57
每股指标(元)					
每股收益	1.39	1.46	1.46	1.59	1.66
每股经营现金流	1.57	1.65	1.15	2.12	1.22
每股净资产	7.35	8.45	9.48	10.59	11.75
估值比率					
市盈率	13.64	12.97	12.93	11.93	11.39
市净率	2.58	2.24	2.00	1.79	1.61
EV/EBITDA	11.07	5.57	8.26	6.86	6.11
EV/EBIT	12.62	6.35	9.74	8.08	7.18

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