

评级: 增持

市场价格: 17.55

分析师: 张琰

执业证书编号: S0740518010001

电话: 021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

电话: 021-20315782

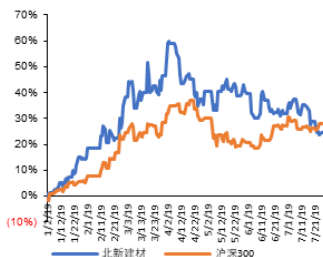
Email: sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理: 祝仲宽

基本状况

总股本(亿股)	16.9
流通股本(亿股)	14.14
市价(元)	17.55
市值(亿元)	297
流通市值(亿元)	248

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【中泰建材|深度】北新建材: 石膏板龙头, 制造业典范, 乘长风再破万里浪 -- “两材”系列报告之三 (20180430)

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	111.64	125.65	122.71	131.95	142.97
增长率 yoy%	36.88%	12.55%	-2.34%	7.53%	8.35%
净利润(亿元)	23.44	24.66	9.04	27.99	31.64
增长率 yoy%	100.16%	5.20%	-63.32%	209.50%	13.02%
每股收益(元)	1.39	1.46	0.54	1.66	1.87
每股现金流量	1.57	1.65	0.79	1.99	2.05
净资产收益率	18.88%	17.27%	6.02%	16.39%	16.31%
PE	12.65	12.02	32.78	10.59	9.37
PEG	2.06	1.39	-2.23	1.72	1.08
P/B	2.39	2.08	1.97	1.74	1.53

备注:

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2019 年半年度业绩预告, 预计实现归母净利润-6.4~-7.8 亿元, 同比下滑 149.28%~160.06%。业绩大幅下滑的主要原因是全资子公司泰山石膏一次性计提预计负债 2.48 亿美元: 泰山石膏拟与美国石膏板诉讼多区合并诉讼案多数原告达成全面和解并支付责任豁免对价, 本次和解导致泰山石膏 2019 年上半年净利润减少约 17.05 亿元, 从而影响北新建材 19 年上半年净利润 17.05 亿元。如果加上一次性计提负债 17.05 亿元, 公司上半年实现经营性盈利为 9.25 亿~10.65 亿, 同比下滑 28.8%~18.0%, 符合预期。
- **石膏板价格下滑拖累营收, 纸价下行降低成本, 公司进一步加强中高端品牌建设, 有望带动盈利逐步企稳。** 我们预计上半年石膏板销量同比略有上升(产能释放和梦牌并表等), 价格同比下滑(一方面需求未见明显回暖; 另一方面, 18 年上半年价格基数较高, 我们预计价格环比变化不大)。19 年二季度国废/进口废纸均价同比分别下滑 21%和 29%, 废纸降价以及护面纸产能大幅释放带动护面纸价格同比显著下调, 降低了生产成本。我们认为后续竣工需求回暖将带动石膏板需求稳步提升, 公司采取的**差异化品牌竞争模式**也将共同推进市占率稳步提升和盈利稳定。
- **龙骨销量保持较高增长, 积极拓展渠道协同有望带动收入维持快速增长。** 公司轻钢龙骨业务保持较高增长, 预计销量增速超过 40%。公司大力推进龙骨的销售, 增强与现有渠道的协同, 有望打开收入增长窗口。
- **投资建议:** 1) **石膏板行业未来有望稳定增长, 公司产能布局持续推进:** 我们预计未来几年石膏板 CAGR 约 3.5%, 隔墙等渗透率提升以及装配式建筑逐渐推广将进一步带动石膏板需求。**公司通过新建产线和收购兼并等方式稳步增加石膏板产能, 拥有产能为 24.7 亿平, 后续将通过海外投资继续推进石膏板产能布局。** 2) **市占率延续提升, 定价权进一步增强:** 2017 年市占率为 58%左右, 随着环保淘汰落后产能, 公司凭借其产能、品牌和营销优势, 市占率有望进一步提高。3) **成本端持续领先, 叠加技术构筑核心竞争力:** 公司前瞻性的脱硫石膏布局构筑护城河, 获取成本低且稳定; 护面纸自有产能降低纸价波动性。
- **考虑到诉讼案一次性大额计提, 我们预计公司 2019、2020 年实现归母净利润 9.04 和 28.95 亿元, 扣非后归母净利润为 27.04 和 28.95 亿元, 当前股价对应扣非 PE 分别为 11 和 10.5 倍; 公司中期市占率、定价权提升趋势不改, 需求增长潜力仍然存在, 当前估值较低, 维持“增持”评级。**
- **风险提示:** 下游行业需求出现大幅下滑; 石膏板价格大幅下跌; 美国诉讼案产生大额赔付; 海外拓展不及预期

图表 1: 北新建材财务报表

损益表 (人民币亿元)						资产负债表 (人民币亿元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	111.64	125.65	122.71	131.95	142.97	货币资金	6.14	4.90	4.79	5.15	10.48
增长率	36.9%	12.5%	-2.3%	7.5%	8.4%	应收款项	3.25	2.90	3.10	3.35	3.64
营业成本	-70.08	-81.28	-81.41	-85.75	-91.29	存货	12.60	12.79	12.64	14.14	14.37
% 销售收入	62.8%	64.7%	66.3%	65.0%	63.9%	其他流动资产	33.32	35.93	37.61	36.17	37.92
毛利	41.56	44.37	41.31	46.20	51.68	流动资产	55.31	56.52	58.13	58.82	66.41
% 销售收入	37.2%	35.3%	33.7%	35.0%	36.1%	% 总资产	34.3%	31.6%	30.5%	29.2%	30.4%
营业税金及附加	-1.55	-1.80	-1.76	-1.89	-2.05	长期投资	3.47	3.99	4.01	4.05	4.10
% 销售收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	73.30	75.90	74.04	71.98	69.71
营业费用	-3.44	-3.80	-3.68	-3.96	-4.29	% 总资产	45.5%	42.4%	38.8%	35.8%	31.9%
% 销售收入	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	16.21	16.89	17.13	17.36	17.57
管理费用	-7.74	-5.88	-8.59	-9.24	-10.01	非流动资产	105.80	122.56	132.57	142.37	151.96
% 销售收入	6.9%	4.7%	7.0%	7.0%	7.0%	% 总资产	65.7%	68.4%	69.5%	70.8%	69.6%
息税前利润 (EBIT)	28.83	32.90	27.28	31.11	35.33	资产总计	161.11	179.08	190.71	201.19	218.37
% 销售收入	25.8%	26.2%	22.2%	23.6%	24.7%	短期借款	8.00	8.91	11.80	6.11	0.00
财务费用	-0.94	-0.36	-0.42	-0.45	-0.49	应付款项	11.94	11.88	13.09	13.95	13.85
% 销售收入	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动负债	9.02	2.34	2.34	2.34	2.34
资产减值损失	0.26	0.05	0.12	0.13	0.14	流动负债	28.96	23.13	27.23	22.40	16.19
公允价值变动收益	-0.06	0.03	0.00	0.00	0.00	长期贷款	2.87	5.34	5.34	0.00	0.00
投资收益	0.49	0.83	0.68	0.61	0.65	其他长期负债	4.31	6.21	6.21	6.21	6.21
% 税前利润	1.7%	2.6%	6.4%	1.9%	1.8%	负债	36.15	34.69	38.79	28.62	22.40
营业利润	28.58	33.45	27.65	31.40	35.64	普通股股东权益	124.15	142.83	150.31	170.79	193.99
营业利润率	25.6%	26.6%	22.5%	23.8%	24.9%	少数股东权益	0.80	1.56	1.61	1.78	1.97
营业外收支	-0.52	-2.15	-17.10	0.81	0.76	负债股东权益合计	161.11	179.08	190.71	201.19	218.37
税前利润	28.06	31.30	10.56	32.21	36.40						
利润率	25.1%	24.9%	8.6%	24.4%	25.5%						
所得税	-3.34	-3.35	-1.23	-3.80	-4.29						
所得税率	11.9%	10.7%	11.6%	11.8%	11.8%						
净利润	23.55	24.81	9.10	28.16	31.83	每股指标					
少数股东损益	0.11	0.15	0.05	0.17	0.19	每股收益(元)	1.39	1.46	0.54	1.66	1.87
归属于母公司的净利润	23.44	24.66	9.04	27.99	31.64	每股净资产(元)	7.35	8.45	8.90	10.11	11.48
净利率	21.0%	19.6%	7.4%	21.2%	22.1%	每股经营现金净流(元)	1.57	1.65	0.79	1.99	2.05
						每股股利(元)	0.38	0.38	0.14	0.44	0.50
						回报率					
						净资产收益率	18.88%	17.27%	6.02%	16.39%	16.31%
						总资产收益率	14.62%	13.85%	4.77%	14.00%	14.57%
						投入资本收益率	23.28%	22.54%	19.74%	20.65%	21.92%
						增长率					
						营业总收入增长率	36.88%	12.55%	-2.34%	7.53%	8.35%
						EBIT增长率	64.71%	16.23%	-17.40%	13.50%	13.44%
						净利润增长率	100.16%	5.20%	-63.32%	209.50%	13.02%
						总资产增长率	12.27%	11.16%	6.49%	5.50%	8.54%
						资产管理能力					
						应收账款周转天数	6.7	5.2	5.2	5.2	5.2
						存货周转天数	40.5	36.4	37.3	36.5	35.9
						应付账款周转天数	34.9	33.5	34.2	33.8	34.0
						固定资产周转天数	227.9	213.7	219.9	199.2	178.4
						偿债能力					
						净负债/股东权益	9.42%	6.76%	8.09%	-2.36%	-2.70%
						EBIT利息保障倍数	30.8	93.0	66.7	70.4	73.7
						资产负债率	22.44%	19.37%	20.34%	14.22%	10.26%

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。