



## 北新建材

# 【粤开建材年报点评】北新建材 (000786): 轻装上阵, 2020 年受益竣工周期及新动能, 有望超预期增长

2020 年 03 月 22 日

事项:

## 买入(上调)

当前价: 25.58 元  
目标价: 元

### 分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001  
电话: 0755-83331495  
邮箱: liuping\_bf@y kzq.com

### 近期报告

公司近期发布 2019 年年报, 报告期内实现营业收入 133.23 亿元, 同比增长 6.03%, 实现归母净利润 4.41 亿元, 同比下降 82.11%, 基本每股收益 0.261 元/股, 同比下降 82.12%。此外, 公司拟 10 派 0.82 元 (含税)。

## 评论:

### 全年石膏板量增价降, 毛利率有所回落

2019 年公司石膏板实现收入 110.06 亿元, 同比增长 0.66%, 营业成本 73.0 亿元, 同比增长 6.43%; 收入增长慢成本上升, 主要因 Q4 石膏板价格有一定程度下降。2019 年公司石膏板销量 19.66 亿平米, 同比增长 5.19%。公司平米收入约 5.60 元, 平米成本 3.71 元, 平米毛利 1.89 元, 去年同期分别为 5.85、3.67 和 2.18 元, 同比变动分别为 -0.25、0.04 和 -0.29 元。

2019 年石膏板业务毛利率 33.70%, 同比下降 3.59 个百分点, 毛利率下降除了价格略有下跌外, 还因为公司根据新收入准则要求, 将 2019 年度发生的与销售商品有关的运费调整到营业成本所致。

### Q4 单季度收入净利增长, 毛利率下滑

从 Q4 单季度来看, 公司收入 35.06 亿元, 同比上升 14.85 个百分点; 毛利率 24.21%, 同比下滑 8.69 个百分点; 归母净利润 4.52 亿元, 同比上涨 6.87 个百分点

### 费用率略有提升, 研发投入增长 15.23%

报告期公司期间费用率 11.12%, 较去年同期提升 0.22 个百分点, 其中销售、管理、财务和研发费用率分别为 2.83%、4.93%、0.20% 和 3.16%, 同比分别上升 -0.20、0.25、-0.09 和 0.25 个百分点, 管理费用和研发费用均有所提升, 研发费用同比增长 15.23%, 主要是对轻钢龙骨的研发投入加大及玻纤布石膏板、抹灰石膏、分解甲醛石膏板等新产品的研发导致。

### 美国诉讼费用严重拖累利润增速

2019 年, 受美国石膏板诉讼案影响, 公司产生诉讼费约 19.36 亿元, 剔除诉讼费影响的净利润约为 23.77 亿元, 同比下降 3.61%。

### 国际版图扩张, 全球产能布局加速

报告期内, 公司制定全球石膏板产业布局发展规划, 计划将石膏板全球业务产能布局扩大至 50 亿平方米左右, 配套进行 50 万吨龙骨产能布局, 加快优势业务建设与发展, 进一步强化和巩固核心业务。

继续推进石膏板国际业务布局, 将拟在坦桑尼亚新建的一条石膏板生产线产能从原计划的 600 万平方米变更为 1500 万平方米; 决定在乌兹别克斯坦投资设立子公司并建



设年产 4,000 万平方米纸面石膏板生产线及配套年产 3,000 吨轻钢龙骨生产线和年产 400 万平方米装饰石膏板生产线，目前境外全资子公司北新建材中亚外资有限公司已设立；泰山石膏决定在埃及投资设立境外子公司并建设年产 3,500 万平方米纸面石膏板生产线及配套年产 1 万吨轻钢龙骨生产线和年产 600 万平方米装饰石膏板生产线。

### 进军防水行业，继续推进国际化，为企业发展提供新动能

2019 年公司梳理确定了“一体两翼、全球布局”的发展战略目标，巩固国内石膏板业务优势，拓展防水材料和涂料业务，培育新的业绩增长点，启动全球化布局。公司通过联合重组四川蜀羊防水材料有限公司、北新禹王防水科技集团有限公司等 8 家企业以及河南金拇指防水科技股份有限公司，形成覆盖全国的十大防水产业基地布局。

### 给予“买入”评级

我们预计公司 2020 年-2022 年，公司营业收入分别为 176.4 亿元、197.5 亿元、214.2 亿元，同比分别增加 32.4%、12%、8.4%；归母净利润分别为 26.6 亿元、29.9 亿元、32.6 亿元，同比分别增加 502.6%、12.3%、9.2%。预计 2020 年-2022 年 EPS 分别为 1.57 元/股、1.77 元/股和 1.93 元/股，对应的 PE 分别为 16/15/13x。地产新开工向竣工的传导，预计 2020 年公司需求端将继续增长，且随着装配式建筑渗透率提升，公司市场有望继续扩大，防水业务将在 2020 年完成整合，成为公司新的增长动能，考虑公司业绩有超预期可能，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 原材料价格大幅上涨的风险；
- 产品价格大幅下跌的风险；
- 诉讼导致公司损失的风险；
- 房地产投资下行的风险；
- 新材料替代石膏板的风险。


**图表1：附录：公司财务预测表（百万元）**

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	623	500	782	3187	营业收入	13323	17641	19752	21418
应收款项	1433	2900	3247	3521	营业成本	9079	12307	13857	15104
存货净额	1612	2152	2411	2633	营业税金及附加	157	212	237	257
其他流动资产	1327	1764	1975	2142	销售费用	377	494	553	600
流动资产合计	6335	8654	9754	12821	管理费用	657	1338	1431	1524
固定资产	11979	11126	10621	10018	财务费用	26	138	137	67
无形资产及其他	2034	1967	1899	1831	投资收益	64	60	60	60
投资性房地产	933	933	933	933	资产减值及公允价值变动	(8)	0	0	0
长期股权投资	182	198	214	230	其他收入	(386)	0	0	0
资产总计	21464	22878	23421	25833	营业利润	2698	3212	3597	3926
短期借款及交易性金融负债	1879	3625	1900	1900	营业外净收支	(2041)	(100)	(100)	(100)
应付款项	1598	1168	1309	1429	利润总额	657	3112	3497	3826
其他流动负债	2730	1039	1159	1263	所得税费用	200	373	420	459
流动负债合计	6207	5831	4368	4592	少数股东损益	15	80	92	106
长期借款及应付债券	236	236	236	236	归属于母公司净利润	441	2658	2985	3261
其他长期负债	479	479	479	479					
长期负债合计	714	714	714	714	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	6921	6546	5082	5306	净利润	441	2658	2985	3261
少数股东权益	591	519	437	342	资产减值准备	(4)	554	(19)	(30)
股东权益	13952	15813	17902	20185	折旧摊销	520	1367	1592	1700
负债和股东权益总计	21464	22878	23421	25833	公允价值变动损失	8	0	0	0
					财务费用	26	138	137	67
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	营运资本变动	657	(4009)	(576)	(468)
每股收益	0.26	1.57	1.77	1.93	其它	(10)	(626)	(63)	(65)
每股红利	0.49	0.47	0.53	0.58	经营活动现金流	1613	(55)	3919	4399
每股净资产	8.26	9.36	10.60	11.95	资本开支	(2550)	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	15%	18%	18%	19%	其它投资现金流	1151	0	0	0
ROE	3%	17%	17%	16%	投资活动现金流	(1410)	(1016)	(1016)	(1016)
毛利率	32%	30%	30%	29%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	19%	19%	18%	负债净变化	(299)	0	0	0
EBITDA Margin	27%	26%	27%	26%	支付股利、利息	(836)	(798)	(896)	(978)
收入增长	6%	32%	12%	8%	其它融资现金流	2200	1746	(1725)	0
净利润增长率	-82%	503%	12%	9%	融资活动现金流	(70)	948	(2620)	(978)
资产负债率	35%	31%	24%	22%	现金净变动	133	(123)	282	2405
息率	1.9%	1.8%	2.1%	2.3%	货币资金的期初余额	490	623	500	782
P/E	98.0	16.3	14.5	13.3	货币资金的期末余额	623	500	782	3187
P/B	3.1	2.7	2.4	2.1	企业自由现金流	752	(747)	3249	3694
EV/EBITDA	14.0	10.7	9.2	8.6	权益自由现金流	2653	877	1403	3635

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入粤开证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)