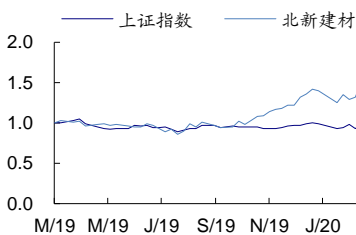


**证券研究报告—动态报告**
**建材**
**其他建材 II**
**北新建材(000786)**
**买入**
**2019 年年报点评**

(维持评级)

2020 年 03 月 26 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,690/1,690
总市值/流通(百万元)	43,218/43,218
上证综指/深圳成指	2,746/10,150
12个月最高/最低(元)	31.47/15.55

**相关研究报告:**

《北新建材-000786-2019 年中报点评: 底部已现, 盈利有望逐步回稳》——2019-08-20  
 《北新建材-000786-2018 年年报点评: 盈利略有承压, 看好公司长期成长》——2019-03-20  
 《北新建材-000786-2018 年半年报点评: 盈利水平维持高位, 业绩持续稳增可期》——2018-08-20  
 《北新建材-000786-2017 年年报点评: 收入增长强劲, 盈利能力持续提升超预期》——2018-03-19  
 《北新建材-000786-2017 年三季报点评: Q3 业绩大超预期, 盈利增长提速》——2017-10-17

**证券分析师: 黄道立**

电话: 0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

**证券分析师: 陈颖**

电话:

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518090002

**联系人: 冯梦琪**

电话:

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 国际化障碍消除, 多点开花成长可期

**● 诉讼案相关费用影响全年业绩, 整体符合预期**

2019 年公司实现营业收入 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%, 扣非归母净利润 23.72 亿元, 同比下降 6.96%, 主因美国石膏板诉讼案和解导致非经常性损益 19.36 亿元, EPS 为 0.261 元/股, 并拟 10 派 0.82 元(含税); 其中 Q4 单季度实现营业收入 35.06 亿元, 同比增长 14.85%, 实现归母净利润 4.52 亿元, 同比增长 6.87%

**● 盈利能力有所承压, 销量增长助市占率稳步提升**

公司实现石膏板收入 110.06 亿元, 同比增长 0.66%, 石膏板销量 19.66 亿平方米, 同比增长 5.19%, 高于行业平均的 3.4%, 市占率进一步提升, 我们测算石膏板销售单价约 5.6 元/平方米, 同比下降 4.3%, 单位成本 3.71 元/平方米, 同比增长 1.2%, 毛利率同比下降 3.59 个百分点至 33.7%; 实现龙骨收入 15.52 亿元, 同比增长 37.24%, 占收入比重从 9% 提升至 11.65%, 毛利率 23.78%, 同比提升 2.14 个百分点。综合毛利率 31.9%, 同比下降 3.46 个百分点, 其中 Q4 单季度毛利率 24.2%, 同比下降 8.7 个百分点, 主因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 3.4 亿元调至营业成本所致。

**● 全球化布局巩固石膏板龙头优势, 进军防水培育新增长点**

截至 2019 年公司产能已达 27.52 亿平方米, 并继续推进石膏板国际业务布局, 计划将石膏板产能布局扩大至 50 亿平方米, 配套 50 万吨龙骨产能布局, 进一步强化和巩固核心业务, 目前坦桑尼亚、乌兹别克斯坦、埃及等项目稳步推进。同时, 通过联合重组四川蜀羊、北新禹王等 8 家企业及河南金拇指进入防水行业, 形成覆盖全国的十大防水产业基地布局, 2019 年并表防水业务收入 2.05 亿元, 占收入比重 1.54%。

**● 一体两翼、全球布局, 多点开花成长可期, 维持“买入”评级**

公司作为石膏板龙头, 技术、规模、渠道和品牌等优势明显, 考虑到诉讼全面和解, 海外产能布局加速, 盈利有望逐步回稳, 市占率有望进一步提升; 同时布局防水领域有望提供新增长点, 多点开花成长可期。预计 20-22 年 EPS 分别为 1.66/1.90/2.13 元/股, 对应 PE 为 15.4/13.5/12.0x, 维持“买入”评级。

**● 风险提示: 房地产投资大幅下滑; 供给侧、环保严控低于预期。**
**盈利预测和财务指标**

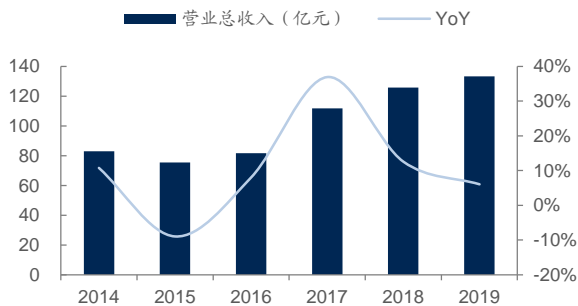
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,565	13,323	15,780	17,235	18,700
(+/-%)	12.5%	6.0%	18.4%	9.2%	8.5%
净利润(百万元)	2466	441	2802	3207	3607
(+/-%)	5.2%	-82.1%	535.1%	14.4%	12.5%
摊薄每股收益(元)	1.46	0.26	1.66	1.90	2.13
EBIT Margin	26.2%	22.9%	22.9%	23.5%	24.3%
净资产收益率(ROE)	17.3%	3.2%	17.3%	17.1%	16.7%
市盈率(PE)	17.5	98.0	15.4	13.5	12.0
EV/EBITDA	12.4	14.0	11.5	10.3	9.3
市净率(PB)	3.03	3.10	2.67	2.30	2.00

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

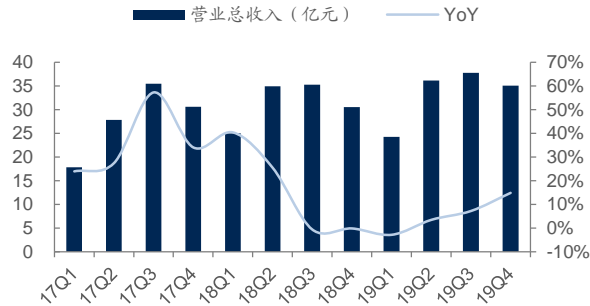
诉讼案相关费用影响全年业绩，整体符合预期。2019 年公司实现营业收入 133.23 亿元，同比增长 6.03%，实现归母净利润 4.41 亿元，同比下降 82.11%，扣非归母净利润 23.72 亿元，同比下降 6.96%，主因美国石膏板诉讼案和解导致非经常性损益 19.36 亿元，EPS 为 0.261 元/股，并拟 10 派 0.82 元（含税）；其中 Q4 单季度实现营业收入 35.06 亿元，同比增长 14.85%，实现归母净利润 4.52 亿元，同比增长 6.87%

图 1：公司营业收入及同比增速



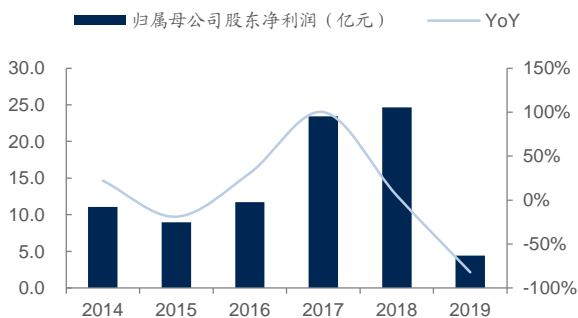
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



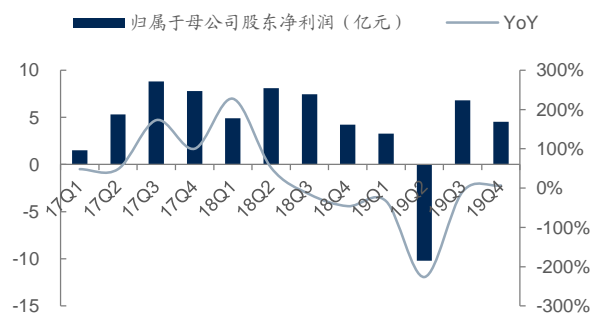
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

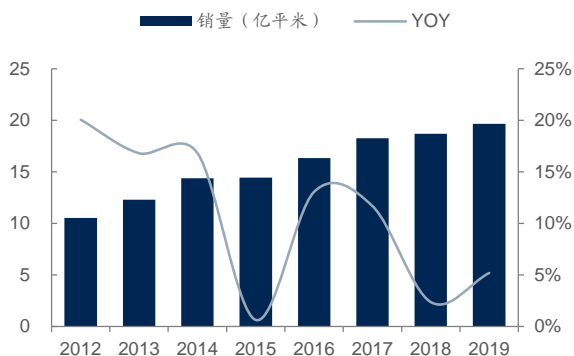
图 4：公司单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

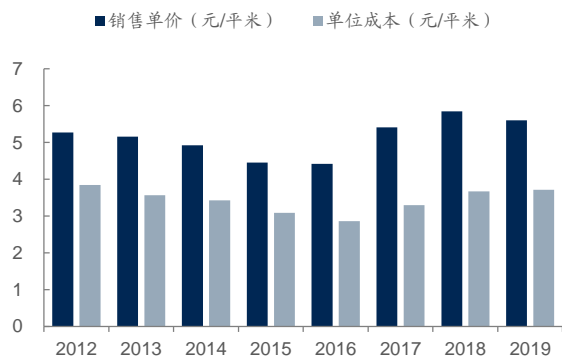
盈利能力有所承压，销量增长助市占率稳步提升。公司实现石膏板收入 110.06 亿元，同比增长 0.66%，石膏板销量 19.66 亿平方米，同比增长 5.19%，增速高于行业平均的 3.4%，市占率进一步提升；我们测算公司石膏板销售单价约 5.6 元/平方米，同比下降 4.3%，单位成本 3.71 元/平方米，同比增长 1.2%，毛利率同比下降 3.59 个百分点至 33.7%；实现龙骨收入 15.52 亿元，同比增长 37.24%，占收入比重从 9%提升至 11.65%，毛利率 23.78%，同比提升 2.14 个百分点。综合毛利率 31.9%，同比下降 3.46 个百分点，其中 Q4 单季度综合毛利率 24.2%，同比下降 8.7 个百分点，主因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 3.4 亿元调整到营业成本所致。

图 5: 公司石膏板销量及同比增速



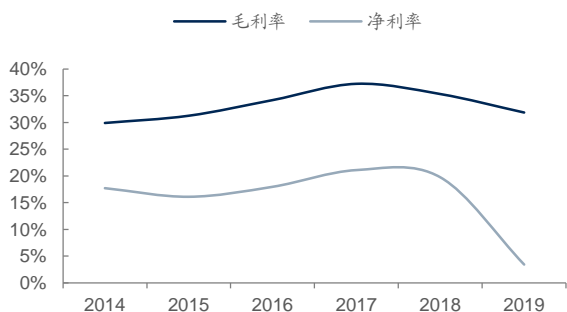
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司石膏板销售单价和单位成本



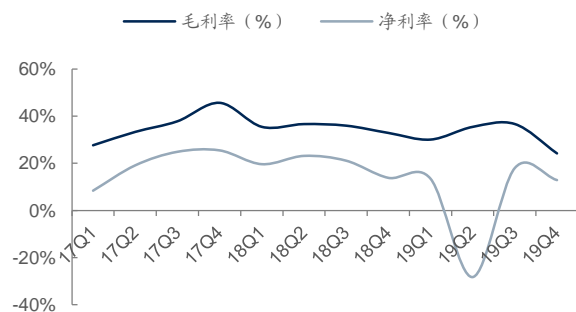
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司单季度毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**全球化布局巩固石膏板龙头优势，进军防水培育新增长点。**截至 2019 年末，公司产能已达 27.52 亿平方米，并继续推进石膏板国际业务布局，计划将石膏板产能布局扩大至 50 亿平方米左右，配套 50 万吨龙骨产能布局，进一步强化和巩固核心业务，目前坦桑尼亚、乌兹别克斯坦、埃及等项目稳步推进。同时，通过联合重组四川蜀羊、北新禹王等 8 家企业及河南金拇指进入防水行业，形成覆盖全国的十大防水产业基地布局，2019 年并表防水业务收入 2.05 亿元，占收入比重 1.54%。

**投资建议：一体两翼、全球布局，多点开花成长可期，维持“买入”评级。**公司作为石膏板龙头，技术、规模、渠道和品牌等优势明显，考虑到诉讼全面和解，海外产能布局加速，盈利有望逐步回稳，市占率有望进一步提升；同时布局防水领域有望提供新增长点，多点开花成长可期。预计 20-22 年 EPS 分别为 1.66/1.90/2.13 元/股，对应 PE 为 15.4/13.5/12.0x，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

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	1912	3032	营业收入	13323	15780	17235	18700
应收款项	1433	1613	1850	2107	营业成本	9079	10730	11634	12529
存货净额	1612	1718	1867	2027	营业税金及附加	157	221	224	243
其他流动资产	1327	1479	1666	1780	销售费用	377	442	517	561
<b>流动资产合计</b>	<b>6335</b>	<b>6649</b>	<b>8634</b>	<b>10285</b>	管理费用	657	776	805	829
固定资产	11979	12899	14202	15524	财务费用	26	40	11	26
无形资产及其他	2034	2053	2087	2138	投资收益	64	50	50	50
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	212	233	258	其他收入	(386)	(350)	(350)	(350)
<b>资产总计</b>	<b>21464</b>	<b>22746</b>	<b>26089</b>	<b>29137</b>	营业利润	2698	3271	3744	4212
短期借款及交易性金融负债	1879	1231	1040	1144	营业外净收支	(2041)	0	0	0
应付款项	1598	1987	2181	2390	<b>利润总额</b>	<b>657</b>	<b>3271</b>	<b>3744</b>	<b>4212</b>
其他流动负债	2730	1991	2809	2657	所得税费用	200	393	449	505
<b>流动负债合计</b>	<b>6207</b>	<b>5209</b>	<b>6030</b>	<b>6192</b>	少数股东损益	15	77	88	99
长期借款及应付债券	236	236	236	236	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>441</b>	<b>2802</b>	<b>3207</b>	<b>3607</b>
其他长期负债	479	502	443	425					
<b>长期负债合计</b>	<b>714</b>	<b>738</b>	<b>679</b>	<b>661</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>6921</b>	<b>5947</b>	<b>6708</b>	<b>6852</b>	净利润	441	2802	3207	3607
少数股东权益	591	605	622	641	资产减值准备	(4)	0	0	0
股东权益	13952	16193	18759	21644	折旧摊销	520	661	778	860
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21464</b>	<b>22746</b>	<b>26089</b>	<b>29137</b>	公允价值变动损失	8	0	0	0
					财务费用	26	40	11	26
					营运资本变动	657	(762)	380	(491)
					其它	(10)	14	16	19
					<b>经营活动现金流</b>	<b>1613</b>	<b>2715</b>	<b>4381</b>	<b>3995</b>
					资本开支	(2550)	(1600)	(2115)	(2232)
					其它投资现金流	1151	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(1410)</b>	<b>(1630)</b>	<b>(2136)</b>	<b>(2258)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(299)	0	0	0
					支付股利、利息	(836)	(560)	(641)	(721)
					其它融资现金流	2200	(648)	(191)	104
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(70)</b>	<b>(1208)</b>	<b>(833)</b>	<b>(617)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>133</b>	<b>(123)</b>	<b>1412</b>	<b>1120</b>
					货币资金的期初余额	490	623	500	1912
					货币资金的期末余额	623	500	1912	3032
					企业自由现金流	752	1477	2611	2129
					权益自由现金流	2653	794	2410	2211

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.26	1.66	1.90	2.13
每股红利	0.49	0.33	0.38	0.43
每股净资产	8.26	9.58	11.10	12.81
ROIC	15%	20%	21%	22%
ROE	3%	17%	17%	17%
毛利率	32%	32%	33%	33%
EBIT Margin	23%	23%	24%	24%
EBITDA Margin	27%	27%	28%	29%
收入增长	6%	18%	9%	9%
净利润增长率	-82%	535%	14%	12%
资产负债率	35%	29%	28%	26%
息率	1.9%	1.3%	1.5%	1.7%
P/E	98.0	15.4	13.5	12.0
P/B	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	14.0	11.5	10.3	9.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032