

北新建材（000786）

证券研究报告

2017年10月10日

提价和环保限产影响深远，继续推荐

提价背后不单是原材料价格快速上涨，更需要关注市场格局和行业的大趋势。根据财联社报道，9月22日起公司北方区域价格将进行上调，龙牌系列上涨0.8元/平米，非龙牌系列上涨1.3元/平米。9月26日西南公司全系列上调2元/平米。而龙牌、泰山出厂价常年保持在6元和4元左右，龙牌定位高端，价格基数更高、交易活跃度相对较低，因此上调幅度不及泰山，北方上涨幅度超10%，泰山约30%，西南幅度更大。石膏板中护面纸成本占比约30%，今年已经从年初3000多上涨至5000元左右，涨幅超过50%。此外，石膏板首次列入限产建材范围以及今年以来持续加强的环保督查也是价格提升的重要推手。公司调价关注度高不仅是受到市场“涨价”行情扰动，同时要密切关注3个关联因素：国内市场占比近60%、世界占比近15%，仍积极扩产备建、超过10年不提价。

我们认为提价过程还没有结束，过去不提价的主要原因是为了支持市场占有率策略，而现在产能大市占率高在提价下意味着高弹性。市场绝对龙头虽然已经积累产能、品牌、成本等各项优势，但考虑到客户端特别是C端的吊顶、隔墙应用上对品牌敏感度不足（公司B端影响力更大），价格是影响消费行为的主导因素，一旦提价竞争格局不利，但原材料涨价和环保趋严两大外因驱使经营成本提升，原来采购、生产规模均不占优的小厂同样面临成本上涨压力，同样需要提价，京津冀地区企业还要面对今年限产期间如何“过冬”的问题，而公司周围非限产区域产能，如铁岭等地，足以供应京津冀区域，而限产期间区域定价可能包含运输成本，也可能由原出厂价+运输成本等其他形式。总之，对今年提价的确定性、执行程度可以乐观看待，但我们应该更关心未来行业格局变化和继续使用提价期权的能力。我们认为价格调整并非一次到位，因为环保是长效机制，环保是企业生产经营成本中应该承担的部分，负外部性的谴责不再停留在纸面上，并有多项政策为未来环保的继续推进保驾护航。石膏板本身是环保产品，但是生产中使用天然气的产线比例太小，燃煤占主导，环保压力促使加快技改，这部分成本将大概率发生。市场角度看，不达标小厂不再是停产、复产的游击行动，而是长期退出或者符合环保要求后再入场，小厂也要提价。而原来具备采购优势、技术改进优势的大厂，可以实现同样涨价幅度盈利更可观，并有可能进一步收获市场份额。

装配式、“墙改”打开需求增长空间，供给端的逻辑有保障。我们预计2020年国内石膏板隔墙年产值至少266亿，吊顶400亿。多维度倍增需求，发展方向明确。一是积极推进墙体改革，石膏板由传统的吊顶应用拓展至墙体，用量将提升2-3倍。二是住宅领域增量可观。石膏板将从商业和公共建筑领域向住宅装修装饰领域渗透。三是雄安新区建设新增需求。公司总部北京，以雄安为核心300-500公里内至少拥有5条产线，具备规模供应、近距离运输、项目资源丰富三重优势。此外，新型城镇化建设、二次装修均为潜在需求点。我们推荐以后已经达到第一目标价由于涨价和环保限产因素，我们上调17-18年EPS至1.11、1.47元，对应PE17X、13X，上调目标价至19.98元，维持“买入”评级。

风险提示：墙体改革不及预期，环保督查力度不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,551.18	8,156.08	12,703.82	16,651.45	19,937.23
增长率(%)	(8.97)	8.01	55.76	31.07	19.73
EBITDA(百万元)	1,944.94	2,164.77	3,356.40	4,259.15	5,056.63
净利润(百万元)	896.88	1,171.07	1,979.54	2,627.83	3,232.59
增长率(%)	(18.87)	30.57	69.04	32.75	23.01
EPS(元/股)	0.50	0.65	1.11	1.47	1.81
市盈率(P/E)	36.67	28.09	16.62	12.52	10.18
市净率(P/B)	4.22	3.17	2.78	2.40	2.05
市销率(P/S)	4.36	4.03	2.59	1.98	1.65
EV/EBITDA	9.50	8.64	9.49	6.82	5.40

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	18.39元
目标价格	19.98元
上次目标价	18.4元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,788.58
流通A股股本(百万股)	1,413.98
A股总市值(百万元)	32,891.98
流通A股市值(百万元)	26,003.12
每股净资产(元)	6.01
资产负债率(%)	27.54
一年内最高/最低(元)	18.60/9.91

作者

黄顺卿 分析师
 SAC执业证书编号：S1110517040002
 huangshunqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《北新建材-公司深度研究:装配式建筑、“墙改”打开增长空间，石膏板龙头家装渗透力值得期待》 2017-08-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	547.80	783.37	1,016.31	4,373.71	7,105.82	营业收入	7,551.18	8,156.08	12,703.82	16,651.45	19,937.23
应收账款	224.59	203.49	599.05	45.03	62.79	营业成本	5,190.97	5,368.07	8,348.71	10,747.67	12,797.52
预付账款	342.35	289.53	1,027.12	574.94	1,235.82	营业税金及附加	40.08	112.35	127.04	166.51	199.37
存货	1,376.76	1,252.34	3,189.70	2,545.72	4,267.40	营业费用	281.91	289.22	444.63	582.80	697.80
其他	1,788.33	2,209.32	1,923.03	2,007.19	2,196.56	管理费用	553.11	661.47	978.19	1,282.16	1,535.17
流动资产合计	4,279.82	4,738.05	7,755.21	9,546.58	14,868.40	财务费用	130.53	85.25	39.67	(27.88)	(76.06)
长期股权投资	122.93	139.33	139.33	139.33	139.33	资产减值损失	6.30	8.41	5.76	6.82	7.00
固定资产	6,517.60	6,802.70	6,838.71	6,741.31	6,550.88	公允价值变动收益	2.44	(1.23)	170.01	(6.26)	(52.50)
在建工程	928.63	892.33	571.40	390.84	264.50	投资净收益	93.22	45.28	8.00	8.00	8.00
无形资产	1,455.17	1,471.55	1,437.57	1,403.59	1,369.60	其他	(191.30)	(88.09)	(356.02)	(3.48)	88.99
其他	300.21	305.36	300.91	298.10	297.62	营业利润	1,443.92	1,675.35	2,937.82	3,895.10	4,731.94
非流动资产合计	9,324.55	9,611.28	9,287.92	8,973.17	8,621.94	营业外收入	128.54	100.90	100.00	100.00	100.00
资产总计	13,604.37	14,349.33	17,043.13	18,519.75	23,490.34	营业外支出	165.18	109.96	90.00	100.00	100.00
短期借款	1,687.14	1,452.00	298.53	0.00	0.00	利润总额	1,407.28	1,666.30	2,947.82	3,895.10	4,731.94
应付账款	707.99	767.76	1,812.73	1,366.75	2,386.46	所得税	191.50	200.90	353.74	467.41	567.83
其他	855.63	490.11	1,633.20	1,057.74	1,775.73	净利润	1,215.78	1,465.40	2,594.08	3,427.68	4,164.10
流动负债合计	3,250.76	2,709.87	3,744.46	2,424.49	4,162.18	少数股东损益	318.90	294.33	614.54	799.86	931.52
长期借款	103.06	217.14	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	896.88	1,171.07	1,979.54	2,627.83	3,232.59
应付债券	500.00	500.00	333.33	444.44	425.93	每股收益(元)	0.50	0.65	1.11	1.47	1.81
其他	489.12	459.11	483.43	477.22	473.25						
非流动负债合计	1,092.18	1,176.25	816.76	921.66	899.18						
负债合计	4,342.95	3,886.12	4,561.22	3,346.15	5,061.36	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	1,460.37	87.44	671.26	1,457.78	2,368.60	成长能力					
股本	1,413.98	1,788.58	1,788.58	1,788.58	1,788.58	营业收入	-8.97%	8.01%	55.76%	31.07%	19.73%
资本公积	1,765.75	3,042.24	3,042.24	3,042.24	3,042.24	营业利润	-3.00%	16.03%	75.36%	32.58%	21.48%
留存收益	6,385.23	8,585.34	10,022.08	11,927.23	14,271.80	归属于母公司净利润	-18.87%	30.57%	69.04%	32.75%	23.01%
其他	(1,763.91)	(3,040.40)	(3,042.24)	(3,042.24)	(3,042.24)	获利能力					
股东权益合计	9,261.42	10,463.21	12,481.92	15,173.60	18,428.98	毛利率	31.26%	34.18%	34.28%	35.46%	35.81%
负债和股东权益总	13,604.37	14,349.33	17,043.13	18,519.75	23,490.34	净利率	11.88%	14.36%	15.58%	15.78%	16.21%
						ROE	11.50%	11.29%	16.76%	19.16%	20.13%
						ROIC	16.30%	16.40%	24.56%	31.64%	41.44%
						偿债能力					
						资产负债率	31.92%	27.08%	26.76%	18.07%	21.55%
						净负债率	13.09%	14.19%	6.81%	18.61%	-8.34%
						流动比率	1.32	1.75	2.07	3.94	3.57
						速动比率	0.89	1.29	1.22	2.89	2.55
						营运能力					
						应收账款周转率	29.75	38.11	31.66	51.71	369.83
						存货周转率	5.02	6.20	5.72	5.81	5.85
						总资产周转率	0.56	0.58	0.81	0.94	0.95
						每股指标(元)					
						每股收益	0.50	0.65	1.11	1.47	1.81
						每股经营现金流	1.07	0.96	1.55	2.42	1.96
						每股净资产	4.36	5.80	6.60	7.67	8.98
						估值比率					
						市盈率	36.67	28.09	16.62	12.52	10.18
						市净率	4.22	3.17	2.78	2.40	2.05
						EV/EBITDA	9.50	8.64	9.49	6.82	5.40
						EV/EBIT	11.73	10.62	10.69	7.52	5.86

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com