



000786.SZ

买入

市场价格: 人民币 18.34

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	35.7	1.9	(6.7)	(5.0)
相对新华富时 A50 指数	5.6	(4.0)	3.4	(5.2)

发行股数(百万)	1,690
流通股(%)	84
总市值(人民币 百万)	30,986
3个月日均交易额(人民币 百万)	167
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	38

资料来源: 公司公告, 彭博, 中银国际证券
以 2019 年 7 月 17 日收市价为标准

相关研究报告

- 《北新建材》 20150821
- 《北新建材一季报点评》 20150424
- 《北新建材》 20150320

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 其他建材

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

北新建材

行业龙头布局加速, 新材料趋势下成长可期

公司主营石膏板, 产能全球第一, 国内市占率超过一半。石膏板需求随着行业结构的改善、装配式建筑的发展以及二次装修等将产生广阔的增量空间。面对上游资源紧缺以及价格波动, 公司议价能力凸显。品牌价值高, 营销网络发达, 电商、地产、装饰公司多渠道发力, 财务状况稳健。

支撑评级的要点

- **石膏板行业稳步增长, 未来仍有广阔空间。**我国石膏板产量稳步增长, 但相比国外仍存在较大的差距, 未来从吊顶到隔墙, 从工装到家装的结构性改善, 以及装配式建筑普及下, 国内石膏板市场仍有成长空间。
- **环保政策加码, 行业整合利好龙头企业。**固废禁令不断减少废纸进口配额, 近期核定进口废纸额度直接降为 0, 作为纸面石膏板主要原材料的护面纸价格将有一定上升压力, 公司议价能力充分凸显。叠加去产能政策提升行业门槛, 利好龙头企业。
- **产能实现全球第一, 加快布局, 目标 30 亿平方米。**自 2004 年以来, 北新建材石膏板业务规模 3 年实现中国第一, 5 年实现亚洲第一, 8 年实现全球第一。去年重组行业第二的万佳建材建立“梦牌”, 并开始布局国外市场, 年初以来新设多条生产线。
- **品牌价值高、覆盖面全, 销售多渠道发力。**公司的石膏板生产线遍布全国, 成功覆盖高端市场和中端市场。旗下两大品牌“龙牌”和“泰山”产品拥有极高的品牌知名度和美誉度。新组建“梦牌”用于淘汰市场中假冒伪劣产品。去年以来公司与地产商、电商和装饰公司签订合作协议, 多渠道推广石膏板产品。

估值

- 考虑石膏板未来仍有成长空间, 目前公司加快产能与品牌布局, 我们预计 2019-2021 年, 公司营收分别为 135.70、145.20、153.91 亿元; 归母净利润分别为 27.85、30.00、32.04 亿元; EPS 为 1.649、1.775、1.896 元, 首次覆盖给予公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 护面纸价格超预期上涨, 装配式建筑推进不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	11,164	12,565	13,570	14,520	15,391
变动(%)	37	13	8	7	6
净利润(人民币 百万)	2,344	2,466	2,785	3,000	3,204
全面摊薄每股收益(人民币)	1.387	1.460	1.649	1.775	1.896
变动(%)	65.3	5.2	12.9	7.7	6.8
市场预期每股收益(人民币)			1.610	1.810	2.010
全面摊薄市盈率(倍)	13.2	12.6	11.1	10.4	9.7
价格/每股现金流量(倍)	37.7	2.0	8.1	7.5	7.0
每股现金流量(人民币)	0.49	9.36	2.26	2.45	2.61
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.2	9.4	7.7	7.2	6.8
每股股息(人民币)	0.37	0.49	0.49	0.53	0.57
股息率(%)	2.0	2.6	2.7	2.9	3.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	11,164	12,565	13,570	14,520	15,391
销售成本	7,008	8,128	8,732	9,344	9,904
经营费用	1,273	1,148	1,608	1,721	1,824
息税折旧前利润	3,216	3,315	4,016	4,311	4,535
折旧及摊销	444	478	835	910	932
经营利润(息税前利润)	2,772	2,837	3,181	3,401	3,603
净利息收入/(费用)	(94)	(36)	(12)	12	43
其他收益/(损失)	(9)	(128)	13	13	13
税前利润	2,678	2,801	3,169	3,413	3,646
所得税	334	335	384	414	442
少数股东权益	11	15	30	34	39
净利润	2,344	2,466	2,785	3,000	3,204
核心净利润	2,353	2,594	2,772	2,987	3,191
每股收益(人民币)	1.387	1.460	1.649	1.775	1.896
核心每股收益(人民币)	1.393	1.536	1.641	1.768	1.889
每股股息(人民币)	0.371	0.487	0.490	0.530	0.570
收入增长(%)	37	13	8	7	6
息税前利润增长(%)	58	2	12	7	6
息税折旧前利润增长(%)	49	3	21	7	5
每股收益增长(%)	65	5	13	8	7
核心每股收益增长(%)	105	10	7	8	7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,678	2,801	3,169	3,413	3,646
折旧与摊销	444	478	835	910	932
净利息费用	94	36	12	(12)	(43)
运营资本变动	582	(478)	(33)	(57)	(81)
税金	649	851	492	518	545
其他经营现金流	(630)	(1,862)	(779)	(823)	(871)
经营活动产生的现金流	2,654	2,783	3,761	4,063	4,289
购买固定资产净值	886	1,557	9	3	1
投资减少/增加	932	490	(33)	(33)	(33)
其他投资现金流	(12)	14,210	29	53	84
投资活动产生的现金流	(1,831)	12,163	52	83	116
净增权益	(52)	74	0	0	0
净增债务	(586)	(213)	0	0	0
支付股息	626	777	828	895	963
其他融资现金流	222	143	(31)	(37)	(39)
融资活动产生的现金流	(1,042)	(773)	(859)	(933)	(1,002)
现金变动	(219)	(48)	2,945	3,211	3,402
期初现金	783	614	490	3,435	6,646
公司自由现金流	824	14,946	3,813	4,146	4,406
权益自由现金流	460	14,875	3,782	4,109	4,366

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	614	490	3,435	6,646	10,048
应收帐款	325	290	313	334	353
库存	1,260	1,279	1,362	1,439	1,505
其他流动资产	2,419	3,332	3,593	3,593	3,593
流动资产总计	5,531	5,652	8,704	12,012	15,499
固定资产	7,330	7,590	8,264	7,848	7,105
无形资产	1,621	1,689	1,633	1,576	1,520
其他长期资产	1,628	2,977	1,534	1,100	969
长期资产总计	10,580	12,256	11,431	10,524	9,593
总资产	16,111	17,908	20,135	22,536	25,092
应付帐款	896	812	879	946	1,007
短期债务	800	891	891	891	891
其他流动负债	1,200	610	683	770	874
流动负债总计	2,896	2,313	2,453	2,607	2,772
长期借款	287	534	534	534	534
其他长期负债	431	621	721	830	941
股本	1,789	1,690	1,690	1,690	1,690
储备	10,707	12,749	14,737	16,876	19,155
股东权益	12,496	14,439	16,427	18,565	20,845
少数股东权益	80	156	186	221	259
总负债及权益	16,111	17,908	20,135	22,536	25,092
每股帐面价值(人民币)	7.35	8.45	9.61	10.86	12.18
每股有形资产(人民币)	8.55	10.13	10.92	12.37	13.92
每股净负债/(现金)(人民币)	0.54	0.98	(0.76)	(2.60)	(4.55)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.8	26.4	29.6	29.7	29.5
息税前利润率(%)	24.8	22.6	23.4	23.4	23.4
税前利润率(%)	24.0	22.3	23.4	23.5	23.7
净利率(%)	21.1	19.7	20.7	20.9	21.1
流动性					
流动比率(倍)	1.9	2.4	3.5	4.6	5.6
利息覆盖率(倍)	34.1	91.5	336.3	351.6	104.6
净权益负债率(%)	7.2	10.8	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.9	3.0	4.1	5.0
估值					
市盈率(倍)	13.2	12.6	11.1	10.4	9.7
核心业务市盈率(倍)	13.2	12.0	11.2	10.4	9.7
市净率(倍)	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	37.7	2.0	8.1	7.5	7.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.2	9.4	7.7	7.2	6.8
周转率					
存货周转天数	41.2	37.1	36.6	36.2	35.7
应收帐款周转天数	10.6	8.4	8.4	8.4	8.4
应付帐款周转天数	46.7	36.5	36.7	36.9	37.1
回报率					
股息支付率(%)	26.7	33.4	29.7	29.9	30.1
净资产收益率(%)	18.8	17.2	17.1	16.3	15.6
资产收益率(%)	14.6	13.9	14.0	13.5	12.9
已运用资本收益率(%)	17.3	15.2	15.1	14.4	13.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测