

北新建材 (000786)

底部明确，国际化加速

——2019 年三季度报点评

	鲍雁辛 (分析师)	黄涛 (分析师)
	0755-23976830	021-38674879
	baoyanxin@gjas.com	huangtao@gjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880515090001

本报告导读:

公司公布 2019 年三季度报，扣非后业绩同比基本持平，业绩低点已现，我们看好公司国际化加速，维持“增持”评级。

投资要点:

- 维持“增持”评级。前三季度实现营业收入 98.17 亿，同增 3.20%；受美国官司一次性计提影响，归母净利润-1083 万元。并预告 2019 年业绩 3-4.5 亿元，同降 81.75%-87.83%。考虑到汇兑损失，我们下调 2019 年 EPS 至 0.23 (-0.21) 元，维持 2020-2021 年 EPS 1.66、1.90 元，维持目标价 28.22 元。
- Q2 盈利能力明显恢复，业绩低点已现。Q3 归母净利润 6.81 亿，同比下降 8.57%，我们判断主要受美国官司汇兑损失影响，Q3 扣非后业绩-0.56%，基本持平。我们估算 Q3 公司石膏板销量同比增长约 6%，价格环比已经稳定，已经高于 2018Q4 盈利水平。我们判断未来公司在“价本利”的战略指引下，价格会继续维持稳定；同时随着中高端石膏板占比的逐步提升，整体价格有望抬升。
- 公司 2019Q3 毛利率为 36.66%，同比环比分别提升个 0.68、1.21 个百分点，自 2018Q2 开始毛利率逐季下行趋势正式结束，重回上升通道。我们判断毛利率恢复：i) 中高端的龙牌石膏板占比提升；ii) 成本端废纸价格有所下降。
- 收购四川蜀羊防水，产业链拓展迈出重要一步。北新战略规划为客户打造“四位一体”绿色建筑新材料整体解决方案商，近期公告拟以 34650 万元价格收购四川蜀羊防水材料 70% 的股权，正式涉足防水材料行业。我们认为防水材料与北新的石膏板业务具有协同效应。
- 风险提示：原材料价格上涨，宏观经济下行

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,164	12,565	12,274	13,179	14,223
(+/-)%	37%	13%	-2%	7%	8%
经营利润 (EBIT)	3,138	3,290	2,699	3,165	3,623
(+/-)%	83%	5%	-18%	17%	14%
净利润 (归母)	2,344	2,466	387	2,810	3,211
(+/-)%	100%	5%	-84%	626%	14%
每股净收益 (元)	1.39	1.46	0.23	1.66	1.90
每股股利 (元)	0.36	0.46	0.15	0.50	0.60

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	28.1%	26.2%	22.0%	24.0%	25.5%
净资产收益率 (%)	18.9%	17.3%	2.7%	17.2%	17.3%
投入资本回报率 (%)	22.9%	23.1%	17.7%	20.5%	23.0%
EV/EBITDA	9.7	8.7	9.0	7.2	5.9
市盈率	13.6	12.9	82.2	11.3	9.9
股息率 (%)	1.9%	2.4%	0.8%	2.7%	3.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 28.22

上次预测: 28.22

当前价格: 18.85

2019.10.28

交易数据

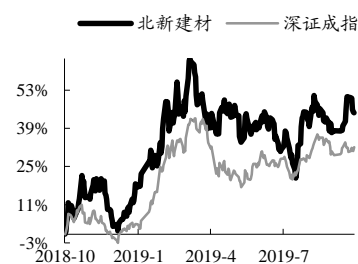
52 周内股价区间 (元)	13.12-22.31
总市值 (百万元)	31,847
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,690/1,414
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	84%
日均成交量 (百万股)	8.26
日均成交值 (百万元)	150.79

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	13,500
每股净资产	7.99
市净率	2.4
净负债率	-5.46%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.29	0.19
Q2	0.48	(0.40)
Q3	0.44	0.21
Q4	0.25	0.23
全年	1.46	0.23

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	11%	38%
相对指数	3%	8%	10%

相关报告

《底部明确，环比改善》2019.08.20

《北美诉讼和解，盈利底部显现》2019.07.31

《竣工端复苏或将重拾业绩弹性》2019.04.29

《保持平稳增长，现金牛特征显现》2019.03.20

《盈利能力保持稳定，现金牛特征显著》2018.10.26

模型更新时间: 2019.10.27

股票研究

原材料
建材

北新建材 (000786)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **28.22**

上次预测: 28.22

当前价格: 18.85

公司网址

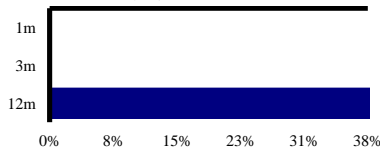
www.bnbm.com.cn

公司简介

公司是一家中央企业中国建材集团所属新型建材产业平台。

公司生产的龙牌系列产品包括轻质墙体材料系列、保温吸声材料系列、卫浴产品系列等。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

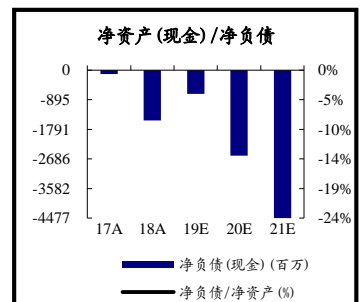
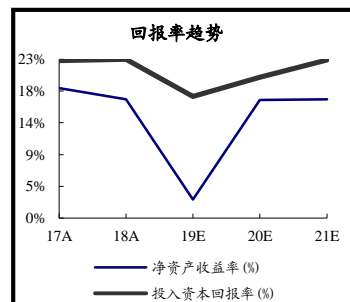
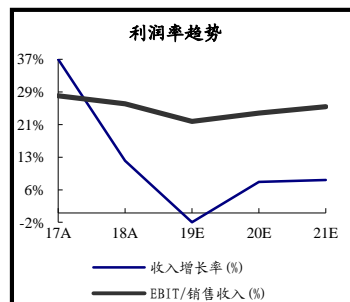
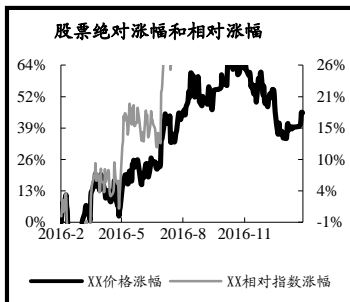
13.12-22.31

市值 (百万)

31,847

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	11,164	12,565	12,274	13,179	14,223
营业成本	7,008	8,128	8,101	8,472	8,993
税金及附加	155	180	172	185	199
销售费用	344	380	368	395	412
管理费用	520	588	933	962	996
EBIT	3,138	3,290	2,699	3,165	3,623
公允价值变动收益	-6	3	0	0	0
投资收益	49	83	83	83	83
财务费用	94	36	0	0	0
营业利润	2,741	3,030	2,842	3,308	3,766
所得税	334	335	53	385	440
少数股东损益	11	15	2	13	15
净利润	2,344	2,466	387	2,810	3,211
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,797	2,980	2,490	3,130	5,012
其他流动资产	1,837	958	958	958	958
长期投资	347	399	399	399	399
固定资产合计	8,439	10,129	10,913	11,706	12,271
无形资产及其他资产	1,759	1,930	1,666	1,626	1,588
资产合计	16,111	18,145	18,170	19,582	22,056
流动负债	2,896	2,313	2,841	2,275	2,536
非流动负债	719	1,170	534	534	534
股东权益	12,415	14,283	14,414	16,379	18,577
投入资本(IC)	12,025	12,521	13,446	13,556	13,886
现金流量表					
NOPLAT	2,748	2,899	2,375	2,785	3,188
折旧与摊销	444	478	1,020	1,247	1,474
流动资金增量	253	101	-6	51	28
资本支出	-886	-1,557	-3,939	-2,100	-2,100
自由现金流	2,558	1,920	-550	1,984	2,590
经营现金流	2,654	2,783	3,690	4,139	4,745
投资现金流	-1,831	-2,059	-3,857	-2,017	-2,017
融资现金流	-1,042	-773	-323	-1,482	-845
现金流净增加额	-218	-50	-490	640	1,883
财务指标					
成长性					
收入增长率	36.9%	12.5%	-2.3%	7.4%	7.9%
EBIT 增长率	82.6%	4.8%	-17.9%	17.3%	14.5%
净利润增长率	100.2%	5.2%	-84.3%	625.5%	14.3%
利润率					
毛利率	37.2%	35.3%	34.0%	35.7%	36.8%
EBIT 率	28.1%	26.2%	22.0%	24.0%	25.5%
净利润率	21.0%	19.6%	3.2%	21.3%	22.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	18.9%	17.3%	2.7%	17.2%	17.3%
总资产收益率(ROA)	14.5%	13.6%	2.1%	14.4%	14.6%
投入资本回报率(ROIC)	22.9%	23.1%	17.7%	20.5%	23.0%
运营能力					
存货周转天数	65	57	58	55	53
应收账款周转天数	3	3	3	3	3
总资产周转天数	498	498	540	523	534
净利润现金含量	1.13	1.13	9.53	1.47	1.48
资本支出/收入	8%	12%	32%	16%	15%
偿债能力					
资产负债率	22.4%	19.4%	18.8%	14.5%	14.1%
净负债率	-1.0%	-10.7%	-5.0%	-15.8%	-24.1%
估值比率					
PE	13.6	12.9	82.2	11.3	9.9
PB	2.7	2.2	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.7	8.7	9.0	7.2	5.9
P/S	3.0	2.5	2.6	2.4	2.2
股息率	1.9%	2.4%	0.8%	2.7%	3.2%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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并进行证券或期权交易，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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		