

评级: 增持

市场价格: 18.85

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

电话: 021-20315782

Email: sunying@r.qizq.com.cn

研究助理: 祝仲宽

基本状况

| | |
|----------|-------|
| 总股本(亿股) | 16.9 |
| 流通股本(亿股) | 14.14 |
| 市价(元) | 18.85 |
| 市值(亿元) | 318 |
| 流通市值(亿元) | 267 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【中泰建材|深度】北新建材:石膏板龙头,制造业典范,乘长风再破万里浪 --“两材”系列报告之三 (20180430)

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入(亿元) | 111.64 | 125.65 | 129.33 | 146.24 | 164.44 |
| 增长率yoy% | 36.88% | 12.55% | 2.93% | 13.07% | 12.44% |
| 归母净利润(亿元) | 23.44 | 24.66 | 4.28 | 25.70 | 29.90 |
| 增长率yoy% | 100.16% | 5.20% | -82.62% | 499.80% | 16.35% |
| 每股收益(元) | 1.39 | 1.46 | 0.25 | 1.52 | 1.77 |
| 每股现金流量 | 1.57 | 1.65 | 0.44 | 1.79 | 2.07 |
| 净资产收益率 | 18.88% | 17.27% | 2.80% | 14.97% | 15.45% |
| PE | 13.59 | 12.91 | 74.33 | 12.39 | 10.65 |
| PEG | 4.30 | 1.95 | -2.22 | 3.92 | 1.60 |
| P/B | 2.57 | 2.23 | 2.08 | 1.86 | 1.65 |

备注:

投资要点:

■ 事件:北新建材发布2019年三季报,公司前三季度实现营收98.17亿元,同比增加3.2%;归母净利润-1084万元,同比减少100.53%;扣非后归母净利润18.42亿元,同比下降7.46%。其中,非经常性损益中,美国石膏板事项和解费、律师费等各项费用合计为19.40亿元。三季度单季收入37.79亿元,同增7.21%,归母净利润6.81亿元,同降8.57%,扣非后归母净利润7.44亿元,同降0.56%。公司发布19年全年业绩预告,预计实现累计净利润3~4.5亿元,同比下降81.75%-87.83%,以此测算2019Q4实现净利润3.11~4.61亿元,同比增长-26.4%~9.0%。

■ 点评:

■ 竣工持续回暖带动单三季度石膏板需求增速维持,我们预计北新建材整体石膏板销量增速为5%。中高端需求较高叠加结构升级,龙牌及泰山石膏整体价格环比持平,低端产品(梦牌)价格环比有所下滑。单三季度毛利率环比提升1.2%至36.7%,我们认为主要是销量增加及成本下降带来的贡献。值得强调的是,得益于消费升级及品牌意识的提升,龙牌销量继续维持高增(超过10%)。我们认为后续竣工持续回暖将带动石膏板需求稳步提升,公司采取的差异化品牌竞争模式也将共同推进市占率稳步提升和盈利稳定。

■ 单三季度期间费用率13.1%,同比增加2.89%,销售、管理、财务费用率分别提高3.54、0.29、0.1个百分点。销售费用大幅增长171%,主要是公司及子公司运输费、广告宣传及展览费增加,与公司更加注重品牌建设及积极拓展B端业务有关。财务费用同比增长47.5%,主要是公司费用化的借款利息支出同比增加以及汇兑损失同比提高。

■ 投资建议:

石膏板主业:高集中度下市占率仍有提升空间+产品持续中高端化

1)【量:行业有望稳定增长+公司全球产能布局+市占率提升】截止日前石膏板产能为27亿平,后续将通过海外投资继续推进石膏板产能布局(全球50亿石膏板产能规划)。2018年市占率接近60%,随着环保淘汰落后产能,公司凭借其产能、品牌和营销优势,市占率有望进一步提高。

2)【价:定价权增强+中高端占比提升】公司注重品牌建设,积极拓展中高端客户,伴随着消费升级及客户品牌意识的提升,公司中高端产品占比仍将稳步提升。同时,公司紧抓精装趋势,加快高端产品渗透。

3)【成本:自有护面纸+脱硫石膏布局领先+技术领先等】公司前瞻性的脱硫石膏布局构筑护城河,获取成本低且稳定;护面纸自有产能降低纸价波

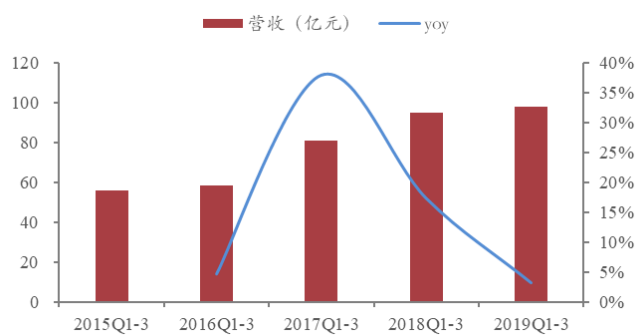
动性。

渠道协同拓展龙骨业务，收购四川蜀羊切入防水领域，成长空间进一步打开。公司大力推进龙骨的销售，增强与现有渠道的协同，2019H 收入同增超过 40%，随着环保对于小龙骨厂的淘汰、消费升级以及公司渠道拓展，有望打开收入增长窗口。防水材料作为公司未来的发展主业之一，行业需求广阔及集中度依旧有较大提升空间，对于有充足现金流的央企来说，具备较强竞争力。

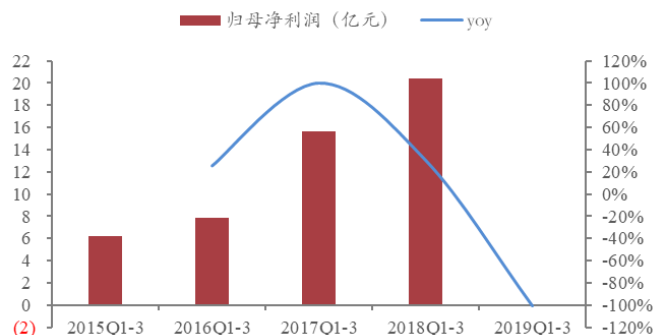
- 我们预计公司 19、20、21 年归母净利为 4.28、25.7、29.9 亿，PE 为 74、12、11 倍。公司中期市占率、定价权提升趋势不改、品牌建设及产品结构升级可期，需求增长潜力仍然存在，维持“增持”评级。
- 风险提示：下游行业需求出现大幅下滑；石膏板价格大幅下跌；海外拓展不及预期；龙骨业务拓展不及预期；防水领域拓展不及预期。

图表目录

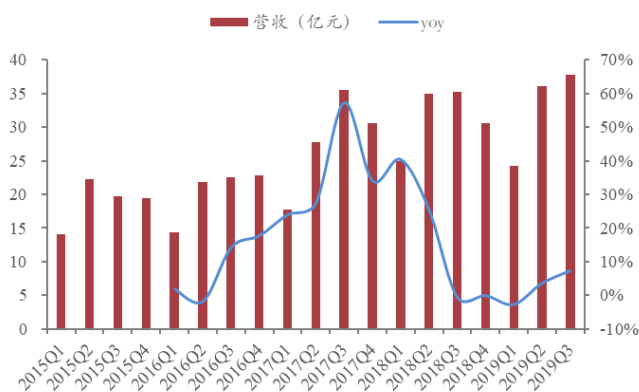
| | |
|-------------------------------------|-------|
| 图表 1: 2019 前三季度营收增速为 3.2%..... | - 3 - |
| 图表 2: 2019 前三季度归母净利增速为-100.53%..... | - 3 - |
| 图表 3: 2019 单三季度营收增速为 7.21%..... | - 3 - |
| 图表 4: 2019 单三季度归母净利增速为-8.57%..... | - 3 - |
| 图表 5: 毛利率保持稳定, 净利率因非经常性损益大幅下降..... | - 4 - |
| 图表 6: 销售费用率和管理费用率(包括研发费用)小幅上升..... | - 4 - |
| 图表 7: 北新建材财务报表..... | - 4 - |

图表 1: 2019 前三季度营收增速为 3.2%


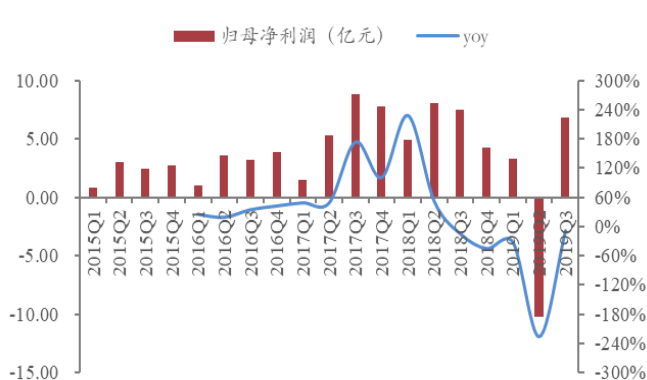
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 2: 2019 前三季度归母净利增速为-100.53%


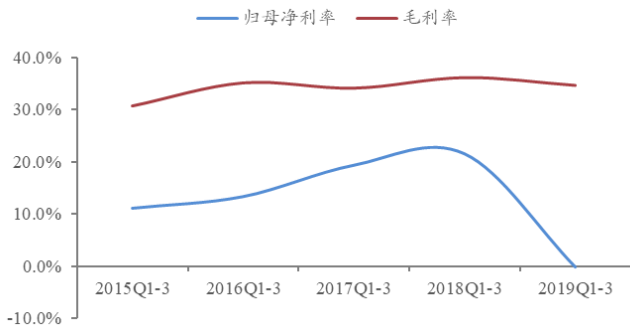
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 3: 2019 单三季度营收增速为 7.21%


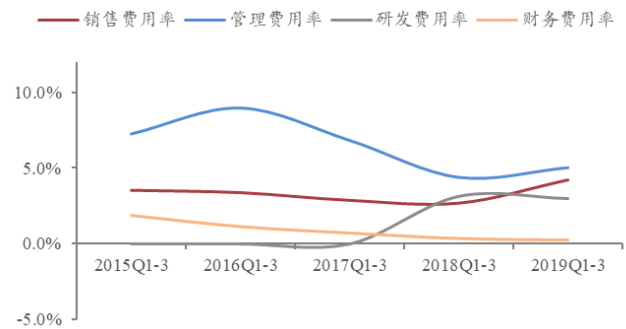
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 4: 2019 单三季度归母净利增速为-8.57%


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 5: 毛利率保持稳定, 净利率因非经常性损益大幅下降


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 6: 销售费用率和管理费用率 (包括研发费用) 小幅上升


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 7: 北新建材财务报表
损益表 (人民币亿元)

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业总收入 | 111.64 | 125.65 | 129.33 | 146.24 | 164.44 |
| 增长率 | 36.9% | 12.5% | 2.9% | 13.1% | 12.4% |
| 营业成本 | -70.08 | -81.28 | -88.10 | -97.76 | -108.60 |
| % 销售收入 | 62.8% | 64.7% | 68.1% | 66.8% | 66.0% |
| 毛利 | 41.56 | 44.37 | 41.23 | 48.48 | 55.84 |
| % 销售收入 | 37.2% | 35.3% | 31.9% | 33.2% | 34.0% |
| 营业税金及附加 | -1.55 | -1.80 | -1.85 | -2.09 | -2.35 |
| % 销售收入 | 1.4% | 1.4% | 1.4% | 1.4% | 1.4% |
| 营业费用 | -3.44 | -3.80 | -5.95 | -6.14 | -6.91 |
| % 销售收入 | 3.1% | 3.0% | 4.6% | 4.2% | 4.2% |
| 管理费用 | -7.74 | -5.88 | -10.35 | -11.70 | -13.15 |
| % 销售收入 | 6.9% | 4.7% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 28.83 | 32.90 | 23.09 | 28.55 | 33.43 |
| % 销售收入 | 25.8% | 26.2% | 17.9% | 19.5% | 20.3% |
| 财务费用 | -0.94 | -0.36 | -0.26 | -0.50 | -0.56 |
| % 销售收入 | 0.8% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.3% |
| 资产减值损失 | 0.26 | 0.05 | 0.12 | 0.13 | 0.14 |
| 公允价值变动收益 | -0.06 | 0.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 0.49 | 0.83 | 0.68 | 0.61 | 0.65 |
| % 税前利润 | 1.7% | 2.6% | 13.2% | 2.1% | 1.9% |
| 营业利润 | 28.58 | 33.45 | 23.62 | 28.79 | 33.66 |
| 营业利润率 | 25.6% | 26.6% | 18.3% | 19.7% | 20.5% |
| 营业外收支 | -0.52 | -2.15 | -18.50 | 0.81 | 0.76 |
| 税前利润 | 28.06 | 31.30 | 5.12 | 29.60 | 34.42 |
| 利润率 | 25.1% | 24.9% | 4.0% | 20.2% | 20.9% |
| 所得税 | -3.34 | -3.35 | -0.58 | -3.49 | -4.06 |
| 所得税率 | 11.9% | 10.7% | 11.4% | 11.8% | 11.8% |
| 净利润 | 23.55 | 24.81 | 4.31 | 25.85 | 30.08 |
| 少数股东损益 | 0.11 | 0.15 | 0.03 | 0.15 | 0.18 |
| 归属于母公司的净利润 | 23.44 | 24.66 | 4.28 | 25.70 | 29.90 |
| 净利率 | 21.0% | 19.6% | 3.3% | 17.6% | 18.2% |

现金流量表 (人民币亿元)

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润 | 23.55 | 24.81 | 4.31 | 25.85 | 30.08 |
| 加: 折旧和摊销 | 4.44 | 4.78 | 4.88 | 5.11 | 5.33 |
| 资产减值准备 | 0.26 | 0.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损失 | 0.06 | -0.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 0.98 | 0.40 | 0.26 | 0.50 | 0.56 |
| 投资收益 | -0.49 | -0.83 | -0.68 | -0.61 | -0.65 |
| 少数股东损益 | 0.11 | 0.15 | 0.03 | 0.15 | 0.18 |
| 营运资金的变动 | -10.32 | 7.23 | -1.28 | -0.67 | -0.40 |
| 经营活动现金净流 | 26.54 | 27.83 | 7.50 | 30.17 | 34.92 |
| 固定资本投资 | -7.44 | -14.54 | -14.26 | -14.26 | -14.26 |
| 投资活动现金净流 | -18.31 | -20.59 | -14.28 | -14.36 | -14.33 |
| 股利分配 | -6.35 | -6.35 | -1.16 | -6.89 | -7.97 |
| 其他 | -4.07 | -1.38 | 8.09 | -8.26 | -8.49 |
| 筹资活动现金净流 | -10.42 | -7.73 | 6.93 | -15.16 | -16.46 |
| 现金净流量 | -2.18 | -0.50 | 0.14 | 0.66 | 4.12 |

来源: Wind、中泰证券研究所

资产负债表 (人民币亿元)

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 6.14 | 4.90 | 5.04 | 5.70 | 9.83 |
| 应收款项 | 3.25 | 2.90 | 3.43 | 3.73 | 4.32 |
| 存货 | 12.60 | 12.79 | 14.73 | 15.80 | 18.11 |
| 其他流动资产 | 33.32 | 35.93 | 37.98 | 36.47 | 38.59 |
| 流动资产 | 55.31 | 56.52 | 61.18 | 61.71 | 70.85 |
| % 总资产 | 34.3% | 31.6% | 31.6% | 30.2% | 31.8% |
| 长期投资 | 3.47 | 3.99 | 4.01 | 4.05 | 4.10 |
| 固定资产 | 73.30 | 75.90 | 74.04 | 71.98 | 69.71 |
| % 总资产 | 45.5% | 42.4% | 38.2% | 35.3% | 31.3% |
| 无形资产 | 16.21 | 16.89 | 17.13 | 17.36 | 17.57 |
| 非流动资产 | 105.80 | 122.56 | 132.57 | 142.37 | 151.96 |
| % 总资产 | 65.7% | 68.4% | 68.4% | 69.8% | 68.2% |
| 资产总计 | 161.11 | 179.08 | 193.76 | 204.08 | 222.81 |
| 短期借款 | 8.00 | 8.91 | 10.36 | 7.93 | 0.00 |
| 应付款项 | 11.94 | 11.88 | 15.06 | 14.19 | 18.74 |
| 其他流动负债 | 9.02 | 2.34 | 2.34 | 2.34 | 2.34 |
| 流动负债 | 28.96 | 23.13 | 27.76 | 24.46 | 21.08 |
| 长期贷款 | 2.87 | 5.34 | 5.34 | 0.00 | 0.00 |
| 其他长期负债 | 4.31 | 6.21 | 6.21 | 6.21 | 6.21 |
| 负债 | 36.15 | 34.69 | 39.31 | 30.68 | 27.30 |
| 普通股股东权益 | 124.15 | 142.83 | 152.86 | 171.66 | 193.59 |
| 少数股东权益 | 0.80 | 1.56 | 1.59 | 1.74 | 1.92 |
| 负债股东权益合计 | 161.11 | 179.08 | 193.76 | 204.08 | 222.81 |

比率分析

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 (元) | 1.39 | 1.46 | 0.25 | 1.52 | 1.77 |
| 每股净资产 (元) | 7.35 | 8.45 | 9.05 | 10.16 | 11.46 |
| 每股经营现金净流 (元) | 1.57 | 1.65 | 0.44 | 1.79 | 2.07 |
| 每股股利 (元) | 0.38 | 0.38 | 0.07 | 0.41 | 0.47 |
| 回报率 | | | | | |
| 净资产收益率 | 18.88% | 17.27% | 2.80% | 14.97% | 15.45% |
| 总资产收益率 | 14.62% | 13.85% | 2.22% | 12.67% | 13.50% |
| 投入资本收益率 | 23.28% | 22.54% | 16.77% | 18.86% | 20.45% |
| 增长率 | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 36.88% | 12.55% | 2.93% | 13.07% | 12.44% |
| EBIT 增长率 | 64.71% | 16.23% | -29.84% | 22.76% | 16.91% |
| 净利润增长率 | 100.16% | 5.20% | -82.62% | 499.80% | 16.35% |
| 总资产增长率 | 12.27% | 11.16% | 8.20% | 5.33% | 9.18% |
| 资产管理能力 | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 6.7 | 5.2 | 5.2 | 5.2 | 5.2 |
| 存货周转天数 | 40.5 | 36.4 | 38.3 | 37.6 | 37.1 |
| 应付账款周转天数 | 34.9 | 33.5 | 34.2 | 33.8 | 34.0 |
| 固定资产周转天数 | 227.9 | 213.7 | 208.7 | 179.7 | 155.1 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 9.42% | 6.58% | 6.66% | -0.93% | -3.13% |
| EBIT 利息保障倍数 | 30.8 | 93.0 | 91.4 | 58.4 | 60.7 |
| 资产负债率 | 22.44% | 19.37% | 20.29% | 15.03% | 12.25% |

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。